



«¿Es éste el inicio de una tendencia de endurecimiento de las condiciones monetarias como la sufrida entre diciembre de 2005 y julio de 2008?»

Cambio de tercio

Entre los múltiples acontecimientos relevantes en la economía y en los mercados financieros internacionales de los últimos días, destaca la subida de tipos de interés del BCE. ¿Es éste el inicio de una tendencia de endurecimiento de las condiciones monetarias como la sufrida entre diciembre de 2005 y julio de 2008, cuando, desde el 2%, situó el *repo* en el 4,25%? Creemos que no por varios motivos. El primero es que el crecimiento económico no presenta el dinamismo de entonces, por lo que los potenciales riesgos para la inflación derivados de los efectos de segunda ronda del encarecimiento del petróleo no son tan importantes. El reducido crecimiento de la oferta monetaria (1,5% frente a tasas incluso superiores al 10% de entonces) avala que los peligros para la estabilidad de los precios no son importantes, al menos desde la tan tradicional visión del Bundesbank. Pero es que, además, aunque parece que lo peor de la crisis financiera ha quedado atrás (sobre todo la etapa de problemas de solvencia y de fuertes tensiones de liquidez), conviene recordar que aún persisten factores de incertidumbre, más asociados ahora a la rentabilidad del negocio y al nivel de apalancamiento de las entidades. Sendas incógnitas condicionan cualquier previsión de recuperación del multiplicador monetario y, con ello, de crecimiento del crédito a las empresas y a las familias en el conjunto de la UME. Pero, además, encontramos otra gran diferencia respecto al anterior ciclo tensionador: la posición fiscal de países como Grecia, Irlanda y Portugal y de fuerte ajuste del gasto público en la mayoría del resto de países, con España como principal abanderado (ahora sí, por fin, somos un «ejemplo» de contención del gasto).

Por todos estos argumentos, en nuestra opinión, el BCE no desea tanto iniciar una tendencia de subida de tipos como sí poner fin a una situación anómala (e incómoda) de tipos de interés

nominales por debajo de la inflación. Y si quiere normalizar las condiciones monetarias, debe hacerlo lo antes posible, toda vez que el argumento de incumplimiento de su objetivo de IPCA del 2% sólo tendrá vigencia, según nuestras previsiones, hasta finales de otoño (cuando el efecto base de la energía se disipe). Entendemos, por tanto, el inicio de subida de tipos más como un «ajuste fino» o como la finalización de un período excepcional en la política monetaria que como el inicio de una etapa prolongada de elevaciones. Tipos del orden del 2-2,5% deberían ser el nivel de llegada, más aún en el contexto actual de un euro sobrevalorado, especialmente en su cruce contra el dólar. Si se cumple nuestro pronóstico, aun siendo una noticia negativa para la economía española, no parece suficiente como para provocar una recaída de la incipiente recuperación. Es obvio que elevaciones de los costes de financiación no favorecen el avance del PIB, pero, al ser éste ahora más dependiente del sector exterior (debido al aumento de las exportaciones) y de la inversión empresarial (más basada en aspectos como la obsolescencia tecnológica o la expansión internacional y menos dependiente de la financiación bancaria) y no tanto del consumo de las familias, el impacto negativo de la subida del Euríbor será menor. Es claro que las subidas del BCE no son buenas noticias para España, pero ni éstas serán intensas ni supondrán una recaída del PIB, que, en cualquier caso, seguirá creciendo a tasas muy por debajo del potencial (0,8% en 2011 y 1,3% en 2012) y, desde luego, por debajo de la cota necesaria para crear empleo. Tendremos que seguir conviviendo con tasas de paro del 20% en 2011, en 2012, en 2013... sea cual sea la decisión del BCE. España no tendrá que ser rescatada, pero el ciudadano percibe que ése, tal vez, no es su problema, sino que el suyo es más micro que macroeconómico ::

DAVID CANO es socio de Afi y director general de AfiNet Global, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es