



El BCE y España

**XAVIER
VIVES**

El gobernador del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, ha apuntado la posibilidad de una subida de tipos en el área euro de un cuarto de punto para el próximo mes de julio dadas las presiones inflacionistas. Preocupa que el alza de los precios del petróleo y de los alimentos se enquiste en efectos de segunda ronda en los procesos de formación de salarios y precios, y se genere una espiral inflacionista. El espectro de los años setenta, en los que una política acomodaticia ante fuertes subidas del petróleo nos llevó a la estanflación, planea de nuevo sobre la economía europea. A esta preocupación se añade la larga crisis financiera derivada de las hipotecas *subprime*. Frente a esta última crisis, el

BCE ha tenido una reacción muy acertada, utilizando la ventanilla de descuento para inyectar liquidez en el colapsado mercado interbancario mientras que mantenía los tipos de interés para no generar presiones inflacionistas y alimentar futuras burbujas especulativas. Las inusuales declaraciones de Ben Bernanke, de la Reserva Federal, en el sentido de que la bajada del dólar se debía controlar dio una señal de que las bajadas de tipos en EE UU llegaban a su fin. Esto ha proporcionado un margen al BCE para insinuar la subida de tipos. ¿Es necesaria? Puede ser discutible, pero es ciertamente defendible desde el punto de vista europeo agregado. El problema es para España. Ahora nos damos cuenta de manera un tanto brutal de que la política monetaria del BCE no se adecua a España sino a la media ponderada del área euro, en donde España no pesa mucho. En efecto, los bajos tipos desde el año 2000 han contribuido de manera funda-

mental a la carrera alcista de los precios inmobiliarios en España, desviando recursos desde la inversión en proyectos empresariales, industriales y de servicios, al rendimiento fácil del ladrillo. Una vez la fiesta ha terminado, por el mismo agotamiento de los incrementos espectaculares de precios inmobiliarios y la puntilla de la crisis financiera internacional, la economía española se encuentra con una desaceleración muy pronunciada en un contexto de un euro fuerte, y sin posibilidad de intervención mediante la política monetaria y de tipo de cambio. Es más, en este entorno, la posible alza de los tipos de interés del BCE va a agravar a corto plazo la desaceleración y contraer más el sector de la construcción. Además, el ajuste del déficit exterior es una sombra que nos va a acompañar durante bastante tiempo y que con toda probabilidad se hará en parte mediante una agudización de la desaceleración. Sin lugar a dudas, el ajuste del sector de la

construcción e inmobiliario es necesario dada la senda no sostenible en que estaban inmersos. La posible alza de tipos tiene la virtud de que pone sobre la mesa que el cambio de modelo de crecimiento para la economía española hacia la inversión en sectores productivos, primando los de contenido tecnológico elevado, es más que una opción a considerar: es la única posible. Los costes y beneficios de pertenecer a un área monetaria se hacen evidentes. Una de las virtudes de pertenecer al área euro es que no se puede hacer devaluaciones competitivas y que se debe mejorar la productividad; la pregunta es si esta evidencia se ha interiorizado lo suficiente entre los distintos actores económicos. Lástima que el cambio de ciclo nos haya pillado con los deberes a medio o sin hacer y que ahora debamos aprender mediante un ajuste severo. ■

Xavier Vives es profesor y director académico del Centro Sector Público-Sector Privado de IESE.