

# La brújula del banco central

Xavier Vives



**L**os bancos centrales parecen algo perdidos: ha fracasado su política de establecer un objetivo de inflación del 2% y de hacerlo cumplir a partir de la crisis de las hipotecas *subprime* en el 2007-2009. El problema de los bancos centrales no es ahora contener la inflación, sino evitar la deflación de precios. Y esto en un contexto en que ya no pueden bajar más los tipos de interés, al ser muy difícil imponer tipos sustancialmente por debajo de cero. La pandemia ha agravado la situación al agudizar la tendencia deflacionaria.

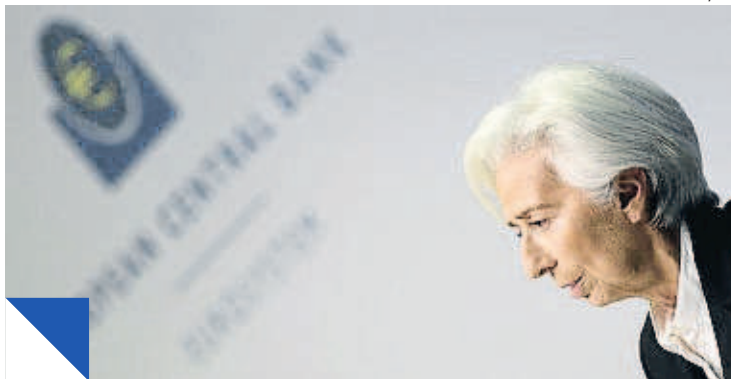
Este agosto en la eurozona los precios bajaron un 0,2%, y las previsiones del Banco Central Europeo son de una inflación modesta del 0,3% en el 2020, 1% en el 2021 y 1,3% en el 2022. El problema es que hace muchos años que el BCE es demasiado optimista en sus previsiones de inflación, y estas han perdido credibilidad. Este es un problema importante, puesto que si el banco central no es creíble, no sirve para influir en las expectativas de los agentes económicos al tomar sus decisiones.

Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, planteó en la conferencia anual de Jackson Hole el pasado agosto un cambio de paradigma en la política monetaria, dando prioridad al pleno empleo y proponiendo una nueva regla para determinar el objetivo de inflación. Este pasaría de un *objetivo* del 2% a alcanzar una *inflación promedio* a lo largo del ciclo económico del 2%. Esta nueva regla permitiría desviaciones al alza de la inflación por encima del 2% con la esperanza de levantar las expectativas de inflación a largo plazo, ahora muy deprimidas.

La Reserva Federal ha basado este cambio en la tendencia a la baja en la reducción

del crecimiento potencial de la economía y de la productividad, a la vez que la reducción del desempleo no haya generado inflación. Todos ellos son fenómenos muy debatidos por los economistas bajo la rúbrica del estancamiento secular, pero aún sin un diagnóstico compartido.

El BCE también tiene previsto revisar su regla de política monetaria con un objetivo de inflación de cerca, pero por debajo, del 2%. Sin embargo, es muy dudoso que la adopción de la regla propuesta por la Reserva Federal tenga un efecto apreciable en la eurozona. La razón por la cual el BCE no ha logrado levantar las expectativas de inflación no es que no haya utilizado suficientemente sus instrumentos de intervención para no sobrepasar el objetivo del 2%, sino su incapacidad debida a los bajos



DANIEL ROLAND / AFP

## El BCE es demasiado optimista en sus previsiones de inflación y estas han perdido credibilidad

tipos de interés y la falta de credibilidad de sus predicciones de inflación. Desde el 2013 la inflación en la eurozona ha estado muy por debajo del 2%. Además, la última vez que la inflación subyacente (es decir, sin tener en cuenta componentes volátiles como la energía y los alimentos no elaborados) estuvo por encima del 2% fue en el 2008. La consecuencia de esta falta de credibilidad es que el objetivo de inflación del BCE no es un elemento importante en las negociaciones salariales.

El BCE tiene, además un problema de comunicación. El jueves pasado las declaraciones en rueda de prensa de su presi-

dent, Christine Lagarde, tuvieron que ser rectificadas por el economista jefe, Philip Lane; el gobernador del Banco de Francia, François Villeroy, y la consejera Isabel Schnabel. Lagarde fue optimista sobre la evolución de la economía en la eurozona, y cuando fue preguntada en relación con la apreciación del euro frente al dólar afirmó que el tipo de cambio no es un objetivo del BCE, pero que su evolución sería vigilada. El mercado interpretó que esta tibia respuesta implicaría que las medidas de estímulo del BCE no serían ampliadas, lo que provocó un alza inmediata del euro.

El problema, como apuntaron Lane y Villeroy, es que una apreciación del euro influye negativamente en las perspectivas de la inflación. En el contexto actual de bajos tipos de interés, las políticas de los bancos

centrales de expansión monetaria cuantitativa tienen una influencia relevante en la economía a través del tipo de cambio. De facto, estamos en un periodo de guerra de divisas encubierto.

Esta es la segunda vez que Lagarde debe ser corregida, ya en su primera rueda de prensa como presidenta del BCE afirmó que este no debía prestar atención a la prima de riesgo de los países de la eurozona, lo que indujo ventas masivas de bonos de los países periféricos. Lane salió inmediatamente a deshacer el entuerto.

Como se ha puesto de manifiesto en la crisis de la Covid-19, los bancos centrales han tenido éxito en mantener la estabilidad financiera con su amplia oferta de liquidez a

los bancos y a la economía. Sin embargo, sus políticas no son suficientes para luchar contra las tendencias deflacionarias. Los bancos centrales son unánimes en la necesidad de que la política fiscal sea protagonista para sacarnos del agujero de la trampa de la liquidez keynesiana donde estamos instalados, y donde la política monetaria pierde efectividad.

En Europa la esperanza está en los programas de estímulo y recuperación acordados recientemente. El dinero programado debe ser gastado y debe ser gastado bien. Quizás así el banco central recupere su brújula.●