
El reto de Lagarde

Xavier Vives



Con la inflación en la eurozona al 8,1% y en EE.UU. al 8,6%, los bancos centrales han puesto el freno de mano con anuncios y/o subidas de tipos de interés al no haber frenado antes de la curva. El peligro es que al usar el freno de emergencia el vehículo derrape y acabe en la cuneta, con la economía en recesión. Los bancos centrales han de recuperar parte de la credibilidad perdida por no actuar antes.

Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal, ha admitido que está dispuesto a tolerar una recesión para contener la inflación. La pregunta es si para bajar la inflación en EE.UU., pongamos al 2,5%, no hará falta una recesión fuerte que haga subir el desempleo al menos un par de puntos desde el bajo nivel actual. El recalentamiento de la economía norteamericana es evidente y las expectativas de inflación futuras aumentan. No es difícil imaginar que por mucho que el banco central prometa que la inflación volverá al 2%, cuando el consumidor o empresario ve que el

precio de alimentos, materias primas y energía sube con fuerza y persistentemente tenga dudas. Entonces el trabajador quiere que el salario se le ajuste a la inflación y la empresa quiere repercutir la subida de costes en los precios, y se da una espiral precios-salarios. Si añadimos una desaceleración de la economía por perturbaciones como la covid en China y los cuellos de botella en las cadenas de producción por la guerra en Ucrania ya tenemos el panorama de la estanflación cerca.

En la eurozona los factores de oferta, sobre todo la subida de precios de la energía, son un factor mucho más importante que en EE.UU. También tenemos una inflación subyacente

Al subir el tipo de interés se afronta el riesgo de 'fragmentación' de la eurozona

(sin materias primas y alimentos) más baja. Christine Lagarde ha anunciado subidas de tipo de interés pero con una política más moderada que hace que el euro se deprecie en relación con el dólar y contribuya a la inflación europea al encarecer las importaciones. Lagarde se enfrenta a un problema añadido: el riesgo de *fragmentación* de la eurozona al subir el tipo de interés. Vuelve la famosa prima

de riesgo, la del bono italiano a diez años hace poco llegó al 2,4% (en relación con el alemán) aunque Lagarde intentara imitar a Draghi diciendo que el BCE haría todo lo necesario para que los tipos de interés que los gobiernos de la eurozona pagan por su deuda no divergieran. No funcionó y la presidenta del BCE hubo de anunciar, tras una reunión de emergencia, que habría un nuevo instrumento anti-fragmentación además de medidas flexibilizadoras en la reinversión de los bonos que vencen en manos del BCE. Es un cambio de rumbo desde que al llegar al cargo dijo que la prima de riesgo no era problema del BCE.

La magia (es decir, la credibilidad) de Draghi en el 2012 hizo que el instrumento anti-fragmentación OMC (operaciones monetarias de compraventa) no se usara, bastó el anuncio. La ayuda de la OMC requería condiciones y reformas en el país receptor al estilo de las impuestas por el FMI. Ahora el BCE está pensando cómo hacerlo aceptable políticamente. Sin embargo, la compra de bonos soberanos para "facilitar la transmisión de la política monetaria en la eurozona" se parece mucho a un subterfugio para no hablar de rescate de países excesivamente endeudados. Italia tiene una deuda pública del 150% del PIB, y España, de cerca del 120%. Y seguimos teniendo unión monetaria sin unión fiscal. Los mercados financieros pondrán a prueba a Lagarde y el BCE pronto otra vez, estén atentos.●

X. VIVES, profesor de IESE