

Medidas de estímulo Diferencias a ambos lados del Atlántico

Europa pierde el paso en el camino de vuelta a la normalidad de la política monetaria

► EE.UU. certifica su recuperación con otra subida de tipos, mientras el BCE duda sobre cómo mover ficha

CARLOS MANSO/ FERNANDO PÉREZ

Sin sorpresas al otro lado del charco. Cumpliendo el guión previsto, la Reserva Federal decidió el miércoles dar otro paso adelante en el camino de regreso a la normalización de su política monetaria. El organismo presidido por Janet Yellen elevó el precio del dinero en 25 puntos básicos, hasta el 1%, y confirmó que mantiene el objetivo de aumentar tipos dos veces más este año. Y mientras EE.UU. coge ritmo y certifica la confianza en la recuperación de su economía, Europa sigue instalada en la foto fija del dinero congelado. Y no parece que la hoja de ruta trazada desde Fráncfort vaya a cambiar en breve.

«No creo que el BCE vaya a tomar ninguna decisión agresiva. Lo más probable es que se reúna en junio y, más que hacer grandes cambios, podría reducir el programa de compras», pronostica Daniel Lacalle, director de inversiones de Tressis Gestión. Lacalle recuerda que ya hay 1,3 billones de liquidez excesiva en el BCE y subraya que la posición de Draghi «es complicada, porque, por un lado, los estados y las empresas se han acostumbrado a tipos muy bajos, y por otro lado, no puede tomar decisiones muy agresivas que luego puedan ser contraproducentes. Tiene que manejar muy bien los tiempos y evitar caer en el mensaje incongruente: no puede decir que el crecimiento de la Eurozona y la inflación son superiores a lo esperado, que el desempleo se ha reducido y, pese a ello, no tocar los tipos».

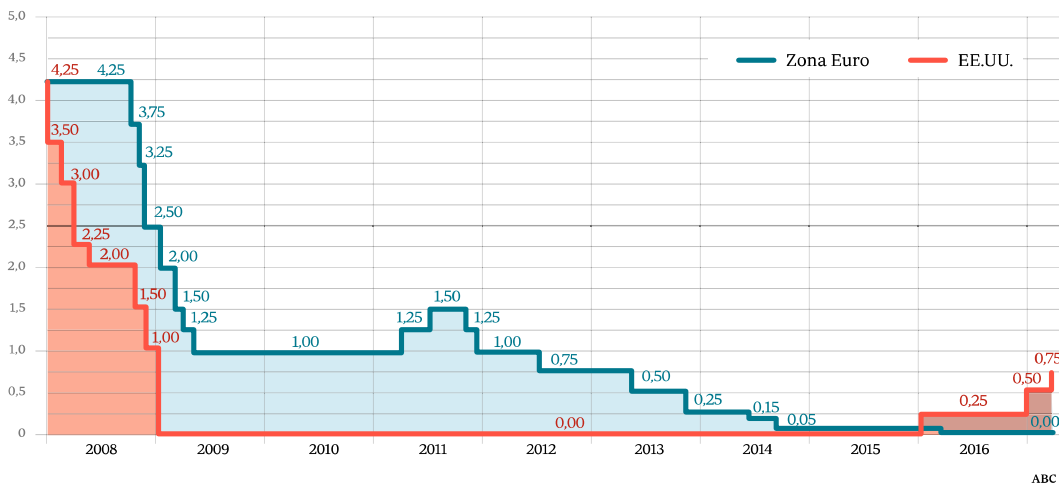
Septiembre, mes clave

Francisco Vidal, jefe del departamento de Análisis de Intermoney, se muestra convencido de que el BCE mantendrá este año su programa de compras bajo el formato ya conocido, que se verá sensiblemente reducido de 80.000 millones mensuales a 60.000 millones a partir de abril y, en principio, hasta diciembre. Este experto apunta que no sería hasta 2018 cuando «el BCE podría plantear una reducción progresiva de la adquisición de activos». Reducciones, vaticina, que podrían comenzar en enero, y cuyos detalles se conocerían hacia septiembre como un gesto hacia Alemania en vísperas electorales.

¿Pero permite la situación cambiar ya el paso en el Viejo Continente y pensar en una subida de tipos? Aunque lenta y tímidamente, la mejora económica parece asentarse en Europa y la

Evolución de los tipos de interés

Datos en %



inflación se acerca al objetivo del 2%. Podrían ser argumentos para que Super Mario moviera ficha, pero el repunte de los precios está muy relacionado aún con el de la energía. Y el incierto panorama político, a pesar del freno populista en Holanda, marca las decisiones a corto plazo. «En Europa los factores políticos influyen mucho, tanto en la política social como en la actuación de los mercados», explica Antonio Pedraza, presidente de la Comisión Financiera del Consejo General de Economistas.

Francisco Vidal añade que hay que

Muchos expertos creen que Draghi está más preocupado por el calendario político que por la inflación

El Brexit duro y los problemas de Italia y Grecia suman incertidumbre a la situación europea

recursos de los hogares». También amenazaría a los objetivos de déficit comprometidos con Europa, por un previsible incremento de los costes de la deuda. Sin embargo, reconoce que la política de emisión del Tesoro Público «ha sido muy hábil al apostar por mayores duraciones en las emisiones y por mantener el nivel absoluto de financiación a corto». Otros expertos señalan que una eventual subida de tipos en Europa restaría competitividad a nuestras exportaciones, pero Daniel Lacalle advierte que «es un hecho empírico que las exportaciones de los países de la Eurozona al exterior ya se han estancado desde la implementación de las políticas expansivas. Solo han crecido entre países de la zona euro».

tener muy en cuenta que la economía de EE.UU. y la UE están en puntos muy distintos. La primera está viviendo «su segundo ciclo más longevo de expansión, en la actualidad, 93 meses, frente al máximo conocido, de unos 120 meses». Mientras, Europa «recuperó la actividad anterior a la crisis hace poco tiempo». Aurelio del Barrio, director del Global MBA con especialización en Finanzas de IEB, coincide en que «la divergencia entre ambos bancos centrales es más evidente que nunca» y que «Draghi está ahora más pendiente de las incertidumbres políticas que del nivel de los precios, cuyo repunte por encima de las expectativas, debido sobre todo a la energía, es coyuntural».

Además de los nuevos test a la amenaza populista —Francia (23 de abril) y Alemania (24 de septiembre)— Del Barrio recuerda que son varias las incertidumbres que asoman en el horizonte europeo, como la formalización de un Brexit duro o las dudas sobre Grecia, como para pensar en movimientos monetarios bruscos. El experto de IEB recuerda que la recuperación económica se ha consolidado en gran medida «gracias a la inversión y el consumo privado. Estas variables están a su vez soportadas por unos costes de financiación bajos y un mercado laboral que sigue mostrando signos de mejora. El crecimiento y la inflación de la región son todavía débiles. EE.UU. ha llevado a cabo tres subidas de tipos ya, pero a la zona euro le queda un largo camino».

De hecho, Del Barrio pronostica que «probablemente el BCE no subirá los tipos hasta bien entrado 2018, o incluso 2019; que la inflación de la eurozona llegue al objetivo del 2% es una necesidad antes de subir los tipos de interés porque, de lo contrario, la deuda sería impagable y correríamos el riesgo de en-

Posibles efectos secundarios

La Fed y el BCE trazan líneas de actuación muy dispares, pero la última subida de tipos en EE.UU. sí podría tener un efecto inmediato en Europa: la fuga de capitales. «Es verdad que se genera un efecto en el mercado secundario, y se produce una transferencia, una salida de capitales de renta fija y bonos europeos, que tienen rentabilidades incluso negativas. Es un gran problema: si el dólar se fortalece y sus tipos de interés se normalizan, el capital se va de la UE hagas lo que hagas», asegura Daniel Lacalle, director de Inversiones de Tressis Gestión. En el otro extremo, Francisco Vidal, analista de Intermoney, advierte que apostar por subir tipos en Europa provocaría «un encarecimiento de la financiación que jugaría en contra de los

Súper Mario en el laberinto

Una recuperación económica aún débil

Los precios comienzan a repuntar en Europa, pero la subida está muy vinculada a la energía. El crecimiento aún ofrece dudas y la recuperación de la actividad es incipiente. Es un contexto aún incierto para que el presidente del BCE se planteen cambios bruscos en su política monetaria expansiva.

Una hoja de ruta a largo plazo

El calendario político y la situación de Grecia e Italia suman incertidumbre. Los expertos creen que Draghi podría anunciar una reducción del volumen de compras de deuda en septiembre, para ejecutarla a comienzos de 2018. Los tipos no bajarían hasta bien entrado el año.

Una situación insostenible a largo plazo

Algunos expertos creen que la política monetaria del BCE debe cambiar ya de tercio, porque prolongarla en exceso supone seguir manteniendo artificialmente sectores insostenibles y aplazar indefinidamente el problema de una burbuja de deuda que seguiría refinanciándose ad tertium.



ABC

trar en recesión». «Para poder pagar la deuda hay que crecer y que la inflación se mantenga entorno al 2%, si no es así no se pueden pagar los subsidios de desempleo, los intereses y devolver el principal de la deuda», coincide Robert Tornabell, catedrático de Banca de Esade.

Incentivo perverso

Sin embargo, Daniel Lacalle cree que es necesario actuar cuanto antes. «Estas políticas son un incentivo perverso. El problema es que lo que se plantea para facilitar el despalancamiento y la reducción de desequilibrios, se convierte en una excusa para continuar aumentando esos desequilibrios. Los tipos artificialmente bajos provocan que muchos préstamos de difícil cobro se refinancien ad eternum, y eso se convierte en una bomba de relojería para la economía. En la UE hay más de 900.000 millones de préstamos calificados como de difícil cobro, pero en realidad son incobrables», afirma. «Si el soporte del crecimiento es que los tipos estén en negativo y si la UE o las empresas tienen un problema porque suban 50 puntos básicos, entonces es que el problema es grande de verdad. Prolongar los tipos congelados provoca que las decisiones marginales de inversión y de uti-

lización de capital vayan a sectores insostenibles, remacha.

Robert Tornabell considera que «Draghi está en el límite de lo que dijo que podía hacer y, después de cuatro años, ha conseguido ganar la batalla de la deflación». Ahora, apunta, es el momento de que los Gobiernos acompañen la política monetaria con reformas estructurales, especialmente en Italia, al que no duda en calificar de «enfermo de Europa», con un sistema bancario con altos niveles de morosidad que hacen necesario un rescate.

Sobre el programa de compra de activos, **Antonio Pedraza** cree que «hay demasiada liquidez que no ha ido a parar a inversiones productivas». Considera que Europa no ha cambiado demasiado desde la crisis de deuda, salvo porque el BCE está actuando», y se muestra seguro de que Draghi «va a aguantar todo lo posible, a pesar de la presión de Alemania y su miedo atávico a la inflación» para subir tipos. Apunta también a la primera parte del año próximo como posible fecha, y espera que los mercados lo empiecen a descontar en los cuatro o tres últimos meses de 2017. El momento en el que la economía europea comience a caminar sin muletas monetarias aún parece lejano.