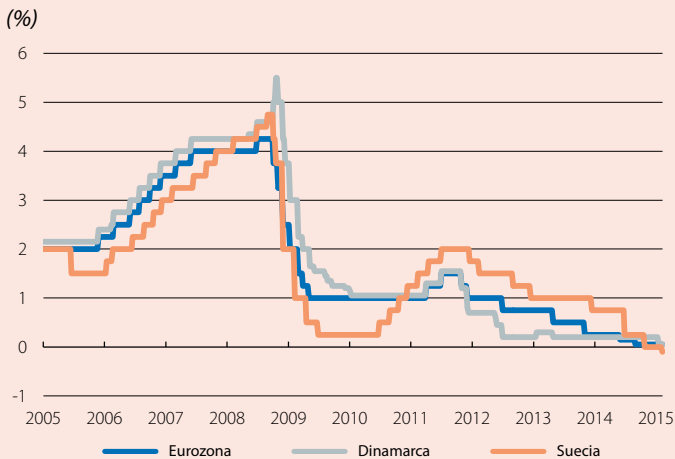


## El dilema de los bancos centrales europeos ante las políticas del BCE

Durante los últimos años, el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado una política monetaria extremadamente acomodaticia. Esta estrategia ha condicionado visiblemente las decisiones de muchos de los bancos centrales de otros países europeos, hasta el extremo de poner en cuestión su autonomía monetaria. Las medidas expansivas adoptadas recientemente por algunos de ellos, a la estela del anuncio de la compra a gran escala de activos por parte del BCE (QE), han intensificado este debate. Un repaso a las estrategias monetarias adoptadas por el Banco Nacional de Dinamarca y el Riksbank sueco puede arrojar cierta luz respecto a esta cuestión.

Un análisis de las pequeñas economías avanzadas europeas, y en particular de Dinamarca y Suecia, muestra que dos de sus rasgos distintivos son la plena apertura a la libre circulación de capitales y su marcada orientación comercial hacia el exterior. A modo de ejemplo, en 2013, las exportaciones danesas representaron el 54% del PIB del país, mientras que en Suecia alcanzaron el 44%. Además, en ambos casos, prácticamente la mitad de las exportaciones de bienes tenía como destino la eurozona. Bajo estos parámetros, la creciente laxitud monetaria por parte del BCE, y más concretamente la depreciación del euro, tiene un efecto notable sobre estos países. Por un lado, el encarecimiento, en euros, de sus exportaciones supone el deterioro de la competitividad con respecto a la eurozona, lo que supone un freno para la actividad económica. Por otro lado, la depreciación del euro introduce presiones desinflacionistas sobre los precios domésticos a través del canal importador.

### Tipos de interés oficiales de los principales bancos centrales europeos



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

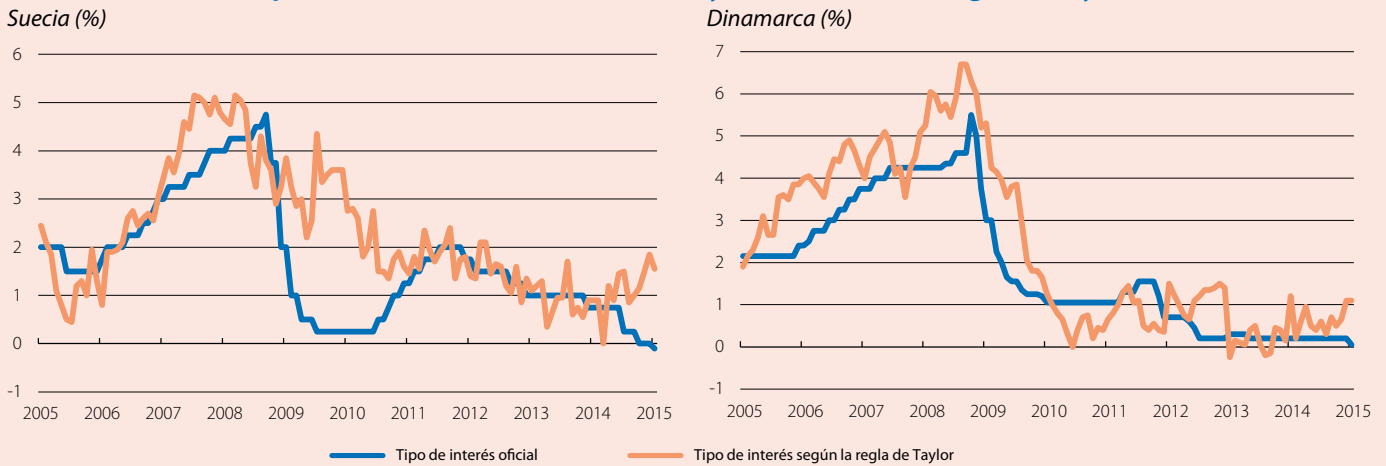
A pesar de las similitudes existentes, su distinta estrategia cambiaria condiciona las herramientas disponibles para afrontar esta situación. Un primer caso es el de aquellas economías que, para mitigar los riesgos asociados a la volatilidad del tipo de cambio, deciden fijar la evolución de su moneda con el euro. Un ejemplo paradigmático es el de Dinamarca, que, en 1999, fijó el valor de su divisa en 7,46 coronas danesas por euro, con una banda de fluctuación del  $\pm 2,25\%$ , a través del Mecanismo del Tipo de Cambio de la Unión Europea. Si bien esta estrategia ha deparado claros efectos favorables en materia comercial, también es cierto que presenta un inconveniente importante desde el punto de vista monetario. En efecto, en un marco de libre circulación de capitales, un país con un régimen cambiario fijo pierde su autonomía monetaria. Como consecuencia, la política monetaria danesa está supeditada a la del BCE, lo que supone una importante restricción en momentos en los que ambas economías siguen ciclos económicos distintos, al no permitir la intervención vía políticas de

tipos de interés para corregir desviaciones no deseadas en la evolución de la inflación o del crecimiento. De forma gráfica, esta dependencia se refleja en la marcada sincronía observada entre la evolución del tipo de interés oficial danés y el del BCE durante la última década. De hecho, en 22 de las 25 ocasiones en las que el BCE ha modificado el tipo de interés desde 2005, el banco central de Dinamarca respondió de forma prácticamente inmediata.

Otra problemática que deben afrontar los países con un tipo de cambio fijo con el euro reside en la dificultad que, en algunos casos, supone el mantenerlo. Un ejemplo de ello es el incremento de las reservas acumuladas por parte del Banco Nacional Suizo (BNS) entre 2011 y 2014, del 40% al 86% del PIB, para defender el límite establecido a la apreciación de la divisa helvética. Finalmente, a inicios de 2015, y ante la inminencia del anuncio del QE por parte del BCE, el BNS decidió abandonar este vínculo cambiario, dejando libre su fluctuación y recortando el tipo de interés rector hasta el  $-0,75\%$ . Precisamente aquellos países que deciden tener una política cambiaria flexible, como Suecia, se enfrentan a otra problemática. A diferencia del caso danés, los bancos centrales de estas economías sí que gozan de soberanía monetaria. Por consiguiente, en el contexto actual de abundante liquidez e interconexión financiera, estos bancos afrontan un serio dilema. Pueden ejercer dicha autonomía, tomando decisiones monetarias basadas en condiciones económicas internas, lo que muy probablemente supondrá la importación de la deflación y de una menor actividad económica, a través del canal del tipo de cambio. Por el contrario, si inician una política monetaria no ortodoxa para evitar la apreciación excesiva de su moneda, posiblemente estarán aplicando a su economía una receta ultraexpansiva que alimente un crecimiento excesivo del precio de los activos.

El comportamiento del Riksbank sueco durante los últimos años ayuda a ilustrar ambas opciones. Así, a mediados de 2010, la mejora del pulso de la economía sueca y la solidez de las perspectivas de inflación, por encima del objetivo del banco central, llevaron al Riksbank a iniciar una subida gradual de los tipos de interés, del 0,25% al 2% en poco más de un año. La divergencia

## Diferencias entre el tipo interés oficial del banco central y el derivado de la regla de Taylor \*



**Nota:** \* Regla de Taylor calculada como:  $\text{interés} = 1 + 1,5 \times \text{inflación subyacente} - 1 \times \text{brecha de desempleo}$ .

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

con la política monetaria del BCE, por entonces más acomodaticia, supuso un deterioro considerable de los términos de intercambio entre ambas regiones, con una apreciación de la corona sueca cercana al 20% en 2010. Esta actuación ha sido el telón de fondo de un intenso debate entre aquellos que justifican la subida del tipo de interés, tanto por las perspectivas macroeconómicas como en aras de la estabilidad financiera, y los que consideran que fue esta decisión la que llevó a Suecia a un periodo posterior de deflación y de desaceleración económica. Aunque este debate no se haya decantado claramente hacia ninguna de las dos opiniones, muy probablemente sí ha estado presente en la memoria de los responsables actuales de la política monetaria sueca que, tras el anuncio del QE del BCE, han tomado una estrategia opuesta a la de 2010, con la reducción de los tipos de interés hasta cotas negativas por primera vez en su historia (-0,10%) y el inicio de un programa de compra de activos soberanos.

En definitiva, los acontecimientos de estos últimos meses muestran una clara repercusión de la política monetaria de la eurozona en las tasas de interés oficiales de otros países europeos, ya sea debido a su régimen cambiario fijo (como el Banco Nacional de Dinamarca) o por tratar de minimizar los efectos de una depreciación del euro sobre su economía (como el Riksbank). Una forma de apreciar esta dependencia es a partir de la regla de Taylor. A través de esta, la tasa de interés de cada economía se modela como una función de la inflación y de la brecha de desempleo (esto es, la diferencia entre la tasa de desempleo y su nivel estructural).<sup>1</sup> Así, en aquellas economías con reducidas tasas de inflación e infrautilización de recursos en el mercado laboral, la regla de Taylor sugiere un tipo de interés que permite dinamizar la economía. Como se observa en el gráfico anterior, en los casos de Suecia y de Dinamarca, desde hace algunos meses, la regla de Taylor apunta al aumento gradual de los tipos de interés oficiales, un movimiento opuesto a las decisiones adoptadas recientemente por los respectivos bancos centrales. De mantenerse la atadura con la estrategia del BCE, es previsible que la diferencia entre el tipo de interés óptimo de acuerdo con las condiciones internas de la economía y el establecido por la autoridad monetaria siga aumentando a medida que ambas economías nórdicas ganen tracción. Las consecuencias de esta divergencia suponen un riesgo para la estabilidad financiera de ambos países: una prolongación excesiva de las condiciones monetarias laxas puede generar un sobrecalentamiento del precio de algunos activos financieros y reales, así como incentivar el endeudamiento del sector privado, ya de por sí muy apalancado, con una ratio de deuda sobre el PIB del 257% en Dinamarca y del 265% en Suecia (frente al 202% y el 113% del PIB en España y Alemania, respectivamente).

En un mundo financiero cada vez más globalizado, la política monetaria del BCE ejerce una gran presión sobre las decisiones del resto de bancos centrales europeos. Es imprescindible que estas economías adopten medidas para paliar los efectos de unas condiciones monetarias excesivamente laxas. El diseño de políticas macropudenciales puede ser de ayuda para reforzar la sostenibilidad del sector bancario y corregir el elevado endeudamiento del sector privado. En este sentido, la creación de la Autoridad de Supervisión Financiera en Suecia y sus primeras recomendaciones en aras de reducir el elevado crédito hipotecario de los hogares (por ejemplo, a través de una reducción de la elevada vida media de las hipotecas inmobiliarias, o de la disminución de los incentivos fiscales a la compra de viviendas) tratan de acercarse a este objetivo. Sin embargo, es imprescindible que los bancos centrales tengan presente que el alcance de estas medidas, aunque importante, no permitirá atajar por sí solo los posibles desequilibrios resultantes de una excesiva dependencia. De lo contrario, su estabilidad financiera puede llegar a verse amenazada.

Joan Daniel Pina

Departamento de Mercados Financieros, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

1. Para el cálculo de la regla de Taylor utilizamos la siguiente aproximación:  $\text{tipo de interés objetivo} = 1 + 1,5 \times \text{inflación subyacente} - 1 \times \text{brecha de desempleo}$ . Véase Nechio, F. (2011), «Monetary Policy: When one size does not fit all», FRBSF Economic Letter.