

## Los bancos centrales mueven ficha

En un inicio de un año con toda la atención centrada en cómo la Fed y el BCE implementarán el giro en la política monetaria y la sensación de que se puede abrir alguna divergencia temporal en el punto de partida de las bajadas de tipos de interés a ambos lados del Atlántico, durante las últimas semanas se han producido novedades que pueden arrojar algo de luz en el agitado mundo de la política monetaria.

En primer lugar, el Banco Central de Suiza (SNB) se ha unido a la estela de diversas autoridades monetarias de países emergentes (Brasil, Chile, Malasia o Hong Kong) y europeos (Polonia, Hungría o República Checa), al reducir por sorpresa el tipo de interés oficial en 25 p. b. hasta el 1,50%, una vez que la inflación ha alcanzado el objetivo (1,2% en febrero), parece que de manera estable. Además, con este movimiento, el banco central suizo ha conseguido romper a corto plazo la tendencia de apreciación del tipo de cambio, algo importante para una economía que sigue mostrando una elevada debilidad y que tiene un grado de apertura superior al 100% del PIB. Por tanto, a la espera de las decisiones de los dos grandes bancos centrales, ya se ha iniciado el camino de vuelta de la política monetaria global que puede llevar a un recorte en torno a los 100 p. b. en los tipos de interés en los próximos 12 meses.

En este inicio del proceso de relajación monetaria se ha producido un movimiento a contracorriente, al elevar el Banco de Japón (BoJ) el tipo de referencia desde el -0,1% hasta el rango del 0%-0,1% (primera subida desde 2007), además de anunciar el fin de otras medidas no convencionales, como el programa de control de la curva de tipos o las compras de ETF. La decisión solo supone un primer paso hacia la normalización de la política monetaria, pues el endurecimiento de las condiciones financieras ha sido mínimo y se mantendrán las compras de deuda pública. A partir de ahora, lo importante será monitorizar el comportamiento de las tenencias de deuda pública de los inversores japoneses en el exterior (más de un billón de dólares solo en deuda americana), por los efectos que puede tener un movimiento de vuelta a casa en la curva de tipos de interés americana o europea. La decisión del BoJ, además del buen comportamiento reciente de la inflación, también refleja incomodidad con la infravaloración que presenta el yen (entre un 25% y un 30% respecto a las principales divisas), lo que podría llevar a intervenciones cambiarias de no revertirse la situación a corto plazo.

Con esta decisión, se puede dar por cerrada esa anomalía que constituyó la etapa de tipos de interés negativos.

Cuando, precisamente, los bancos centrales implementaron medidas no convencionales para combatir el riesgo de «japonización», caracterizado por: reducción significativa del crecimiento potencial, caída del tipo de interés natural hasta niveles cercanos a cero, descenso continuado de los precios y agotamiento de la efectividad de los instrumentos tradicionales de política monetaria. La realidad es que es demasiado pronto para certificar que la economía japonesa ha dejado atrás de forma definitiva un comportamiento que refleja factores estructurales difíciles de revertir a corto plazo (demografía, etc.). De la misma manera que los bancos centrales de todo el mundo seguirán teniendo en su «caja de herramientas» los instrumentos no convencionales que han tenido que diseñar y utilizar en la última década. En este contexto, el BCE ha anunciado la actualización de los instrumentos y procedimientos con los que cuenta para implementar su estrategia de política monetaria. En el nuevo marco operativo, el tipo *depo* pasará a ser formalmente la referencia principal, la liquidez vendrá determinada por la demanda del sistema financiero, se va a mantener una cartera estructural de bonos, no se producen cambios en el coeficiente de caja y, a partir de septiembre, se reducirá el diferencial entre el tipo de refinanciación y el tipo *depo* hasta 15 p. b. Con todo ello y con nuevas herramientas de reciente creación (TPI), el BCE va a tener los instrumentos adecuados para poder responder de forma flexible al reto que supone el doble objetivo (estabilidad monetaria y financiera) en las aguas turbulentas en las que se seguirá moviendo la política monetaria a medio plazo.

De momento, este año, el reto va a ser gestionar el movimiento hacia una zona más neutral de política monetaria, limitando desajustes importantes en los tipos de cambio si se confirmaran las divergencias en el proceso de ajuste a ambos lados del Atlántico. En el caso del dólar/euro, los niveles actuales no están excesivamente desviados respecto al tipo de cambio de equilibrio, lo que conferirá cierto margen para la discrepancia. Todo ello con un ojo puesto en el riesgo geopolítico y sus efectos potenciales en los precios de la energía, el factor que verdaderamente puede alterar la hoja de ruta. Y, desgraciadamente, en este ámbito las últimas noticias no son positivas, como estaría reflejando el comportamiento del precio del petróleo y de algunos activos refugio tradicionales, como el oro.

José Ramón Díez