

LA SUBIDA DE PRECIOS VISTA DESDE EL CONSEJO DE GOBIERNO DE UN BANCO CENTRAL¹

El jueves 15 de diciembre de 2022, a las 14:45 horas CET, la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, y su vicepresidente, Luis de Guindos, habían convocado una comparecencia pública ante los medios de comunicación para anunciar las decisiones de política monetaria aprobadas en la mañana de ese mismo día por el Consejo de Gobierno del BCE. La inflación interanual² de la Unión Europea (UE) en noviembre había sido del 10,06 % y, sin lugar a duda, se había convertido en el principal problema; no sólo para la UE, sino para la economía mundial. Las expectativas de los medios de comunicación, de los consejos de administración y de los directivos de las principales empresas estaban centradas en la cuantía en la que el BCE iba a subir el tipo de interés oficial del dinero. Pero la comparecencia iba a deparar más sorpresas.

EL BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE)

El BCE se regula por unos estatutos inicialmente aprobados en 1998 que establecen como objetivo prioritario del banco mantener la estabilidad de precios de la nueva moneda: el euro. Una vez creado el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) —que agrupa al BCE y al resto de bancos centrales de la UE que no tienen al euro como moneda— el mismo objetivo de mantener la estabilidad de precios sería, no sólo del BCE, sino de todo el SEBC.

En la práctica esto se tradujo en asumir el mandato principal de mantener la estabilidad de precios o la inflación bajo control para garantizar el poder de compra del euro y del resto de monedas de la UE.

Definitivamente la tasa de inflación de referencia se fijó en el 2%. De esta forma, si algún país bajo supervisión del SEBC y, particularmente, del BCE registraba un aumento superior a ese valor en su inflación, medida por el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA)³, estaba obligado a tomar medidas hasta hacerla bajar al entorno del 2%. En los años del nacimiento del BCE no se contemplaba como un escenario probable

¹ Caso de la División de Investigación de San Telmo Business School, España, preparado por el profesor José Manuel Cansino, para su uso en clase, y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada.

Copyright © agosto 2023, Fundación San Telmo. España.

² La tasa de inflación interanual recoge los cambios en los precios del último mes en el que se publica en comparación con el mismo mes del año anterior. Se expresa en forma de porcentaje.

³ El Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) proporciona una medida común de la inflación que permite realizar comparaciones internacionales. Se obtiene como resultado de homogeneizar los aspectos metodológicos más importantes de cada uno de los Índices de Precios de Consumo de cada uno de los estados miembros de la UE para hacerlos comparables.

la existencia de deflación o bajada continuada, sostenida y significativa de los precios, pero sí de subida.

Desde su entrada en funcionamiento, el BCE había tenido que hacer frente a dos grandes crisis de muy diferente naturaleza, aunque a las dos les hizo frente con el mismo tipo de decisiones y herramientas.

Dos grandes crisis en apenas doce años

La primera se desató tras la declaración de quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers Holding Inc el 15 de septiembre de 2008. En esencia, fue una crisis de deuda consistente en la devaluación de una buena parte de los activos financieros comercializados por los fondos de inversión que tenían como activos subyacentes derechos de cobro de los bancos —deudas— sobre hipotecas de elevado riesgo que habían dejado de pagarse. Eran las conocidas hipotecas *subprime*.

La crisis de Lehman Brothers se trasladó a numerosos bancos del mundo, buena parte de los cuales eran europeos. Una de las consecuencias más importantes de esta crisis financiera que ya era casi global fue disparar la prima de riesgo⁴ y, con ella, el coste de financiación de las nuevas emisiones de deuda pública y privada. En definitiva, el acceso al crédito se hizo más difícil y costoso.

Los niveles alcanzados por la deuda pública en muchos países europeos tras el inicio de la crisis financiera fueron tan elevados que resultaba prohibitivo financiarse en los mercados de capitales debido a las altas primas de riesgo. Entre 2010 y 2016 solicitaron el rescate financiero Grecia —hasta en tres ocasiones—, Irlanda, Portugal y Chipre. España solicitó en 2012 un rescate calificado como parcial porque sólo se aplicó a sanear el sistema financiero. A la crisis económica que acompañó a este periodo se la denominó la “Gran Recesión”, para diferenciarla de la “Gran Depresión” iniciada también en EE. UU en 1929.

Las medidas anticrisis del BCE ante la Gran Recesión

La casi totalidad de los grandes bancos centrales del mundo, incluido el BCE, pusieron en marcha medidas anticrisis en forma de políticas monetarias ultra expansivas desconocidas hasta el momento.

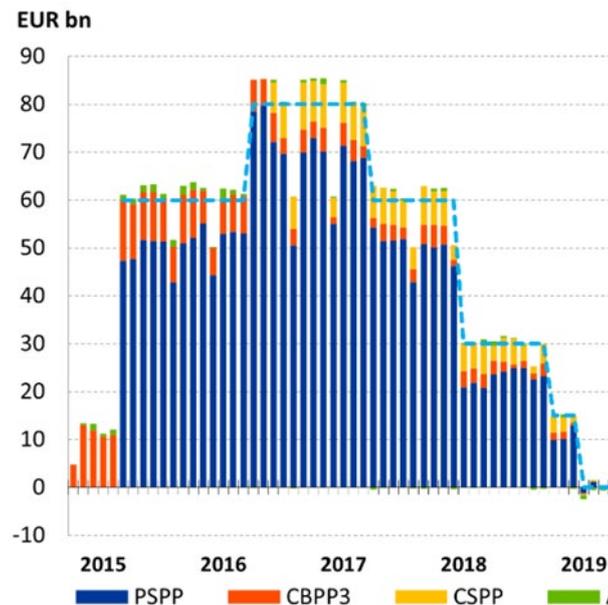
La determinación del BCE de usar este tipo de políticas era clara. Para el futuro quedó grabada en la memoria de analistas, políticos y directivos de empresas la intervención de su entonces presidente, el italiano Mario Draghi, cuando afirmó en una conferencia en Londres el 26 de julio del 2012: *“De acuerdo con nuestro mandato, el BCE está*

⁴ La prima de riesgo (también llamada “riesgo país”) es la diferencia aritmética entre rentabilidad que se exige a una inversión con riesgo y la rentabilidad de una inversión sin riesgo. Habitualmente se expresa en forma de porcentaje. En el caso de la UE el activo sin riesgo de referencia es el bono alemán con vencimiento a diez años. Para buena parte del resto del mundo el activo sin riesgo de referencia es el bono estadounidense.

dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme, será suficiente”.

Prueba de lo anterior fue el que el BCE, en coordinación con el SEBC, pusiera en marcha en octubre de 2014 sus programas de compra de activos⁵ (APP, *Asset Purchase Programmes*). El volumen de compra de activos bajo el paraguas del APP puede verse en la Figura 1.

Figura 1. Evolución del volumen de compras del APP (2015-2019)



Nota: La unidad de medida (bn) se corresponde con 10⁹.

Fuente: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

Pero el programa de compras APP no fue la única medida de política monetaria ultra expansiva puesta en marcha conjuntamente por el BCE y el SEBC. También en 2014 el BCE decidió activar las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). Mediante estas operaciones el BCE ofrecía préstamos a los bancos comerciales a plazos más largos y a coste favorable. El objetivo último era favorecer la concesión de préstamos a las empresas y a los consumidores en la zona del euro manteniendo los costes de financiación en niveles bajos y así incentivar el gasto y la inversión como palancas para salir de la crisis económica. Este tipo de operaciones se repitieron en 2016 y 2019. En 2022 aún seguían activas.

El BCE estaba completamente decidido a seguir inyectando liquidez al sistema financiero hasta superar la “Gran Recesión”. Hasta el año 2017 España no recuperó el volumen de

⁵ El APP incluye cuatro programas de compra de activos orientados todos a inyectar liquidez en el sistema financiero; el Programa de Compra del Sector Empresarial (CSPP), el Programa de Compras del Sector Público (PSPP), el Programa de Compra de Valores Respaldados por Activos (ABSPP) y el Tercer Programa de Compra de Bonos Garantizados (CBPP3).