

Iniciar la normalización (sin llamarlo así)



**JOSÉ LUIS MARTÍNEZ
CAMPUZANO**

Portavoz de la Asociación Española de Banca

Dura tarea la del BCE en su reunión de este jueves. Me refiero a la *necesidad* de mantener las condiciones financieras acomodaticias al mismo tiempo que introduce un mensaje sobre la *posibilidad* de un próximo final de las medidas monetarias extremas. Más allá de la presión indirecta que supone que la Fed cambie el sesgo de su política en diciembre (y lo certifique con una nueva subida de tipos de interés en un escenario de inflación en niveles objetivos y tasa de desempleo en el nivel más bajo nueve años), lo cierto es cada vez hay más estudios que cuestionan la eficacia de las medidas monetarias excepcionales.

Y otros muchos que, precisamente, advierten de los riesgos y costes en caso de que estas medidas se conviertan en permanentes. Al final, hacen falta explicaciones. Más transparencia y certeza sobre la estrategia a futuro de la política monetaria. Y esto no es nada fácil en un escenario tan complejo como el actual.

En una encuesta de Reuters publicada el viernes pasado, la mayoría de los economistas se inclinaba por que

no habría cambios en la política monetaria este próximo jueves. De hecho, también apostaban por que se decidiría ampliar seis meses más desde el vencimiento del próximo marzo la compra mensual de activos. Como pueden ver, lo normal es esperar que nada cambie. Lo que llama la atención, considerando que ocho años después de la Gran Recesión sí se han producido cambios a mejor en las condiciones económicas, financieras y cada vez más se escucha la palabra inflación (frente a la deflación antes).

La misma agencia de noticias, un día antes se hacía eco de fuentes del BCE que anticipaban para la reunión del jueves la extensión limitada del QE con un menor volumen de compras mensuales de papel desde los 80.000 millones actuales. Al final, es cierto, anticipando que en el futuro los datos económicos mandarían. Lo suficientemente ambiguo como para no decir nada. Pero, como decía al principio, es importante comenzar a vislumbrar una mayor certeza en la instrumentación futura de la política monetaria.

El propio presidente Draghi confirmó también unos días antes que

hasta el momento no se ha planteado una retirada gradual de estímulos. Pero, ¿de qué medidas estamos hablando? Es importante hacer un recuento:

1. Tipo de interés en negativo de 0,4% para el exceso de reservas de los bancos.
2. Tipo de interés oficial en niveles nulos.
3. Compra mensual de 80.000 millones de euros en los mercados.
4. Préstamos a medio plazo para las entidades financieras.

Hasta el momento, la mayoría de los mensajes desde la autoridad monetaria europea se han centrado en el QE, que en principio debería finalizar en marzo de 2017.

La compra de papel en el mercado tenía un doble objetivo, en términos de rebajar los costes de financiación y facilitar el préstamo desde las entidades de crédito. Desde luego, ambos objetivos han sido cubiertos. Pero ahora se valoran potenciales consecuencias indirectas: el riesgo de falta de papel en el mercado, la posibilidad de empujar a la baja las rentabilidades infravalorando el riesgo y la distorsión que todo esto puede gene-

rar en la gestión de la deuda e inversión por los agentes económicos. Al final, riesgos futuros sobre la estabilidad financiera cuya protección inicialmente inspiró alguna de las medidas tomadas.

Y aquí también debemos hablar de la política de tipos de interés, con un coste muy real (aquí no hablamos de riesgos, mejor certezas) sobre los márgenes de las entidades de crédito. La estabilidad de las entidades financieras es una condición necesaria para la propia estabilidad financiera.

Considerando todo lo anterior, parece lógico que el Banco Central Europeo busque un equilibrio en sus mensajes este jueves. Y como decía al principio, no será fácil alcanzarlo. Aquí no solo pienso en el debate teórico, probablemente intenso dentro del consejo, como en el objetivo implícito que persiga el comunicado de que tenga un impacto neutral a corto plazo en los inversores. ¿Y a mayor plazo? ¿Qué tipo de *forward guidance* se puede ofrecer ahora? La transparencia siempre es una virtud. Pero, en este caso, puede ser también una necesidad.

“
La compra de papel en el mercado tenía un doble objetivo y cada uno de ellos ha sido cubierto