



Bloomberg News

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, con la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen.

De la imprudencia a la paciencia



A FONDO

José Luis Martínez Campuzano

La presidenta de la Fed, Janet Yellen, aseguraba en su última comparecencia que sería imprudente mantener una política monetaria tan expansiva como la actual durante un tiempo excesivo. No delimitó su concepto de tiempo excesivo. ¿Los son ocho años aplicando medidas consideradas inicialmente como excepcionales? Respondan ustedes mismos. Por el contrario, las actas de la última reunión del BCE recogen la petición de paciencia de la entidad antes de proceder a la normalización monetaria. Es más, en el caso del programa de compra de activos, el BCE considera que debe dotarse de mayor flexibilidad (en precio, en nacionalidad del activo y hasta en el capital emitido) para que se lleve a cabo tal como está diseñado. Su implementación, en principio, está programada para todo este ejercicio con 60 billones de euros de compras mensuales de papel. Como ven, no hay prisa.

¿Quién tiene la razón? Naturalmente, las dos entidades. La primera, la autoridad monetaria de EEUU, porque los datos económicos apuntan al pleno empleo con la inflación subyacente por encima de niveles objetivo y riesgos de que la política fiscal del Gobierno Trump sea

expansiva. Hemos pasado de afirmar que la política monetaria es expansiva a advertir de los riesgos de mantenerla excesivamente laxa. A esto probablemente se refería Yellen en su comparecencia ante el Senado. Dicho esto, su discurso no ha cambiado mucho en los últimos meses y apenas se ha materializado en una subida de un cuarto de punto a finales del año pasado. El mercado por el momento asigna una probabilidad poco significativa de que vuelvan a subir en marzo. En el caso del BCE, es cierto que la economía crece a su ritmo potencial y que la inflación ha subido con fuerza impulsada por los precios externos. Pero estamos lejos de advertir un deterioro de las expectativas de inflación, al mismo tiempo que la incertidumbre política y los riesgos económicos se han acentuado en la zona euro. El BCE sigue primando en el diseño de su política monetaria la estabilidad financiera, considerada como la necesaria transmisión de su política monetaria expansiva y la prioridad de mantener un buen funcionamiento de los mercados financieros. Naturalmente, preservar y proteger la Unión Monetaria.

Pero, ¿cuál de los dos bancos centrales asume más

riesgos con su decisión? Me refiero a riesgos a medio y largo plazo derivados de mantener una política monetaria forzosamente expansiva. Probablemente ya no habrá tanta unanimidad en las respuestas. Por un lado, es cierto que hablamos de riesgos derivados de potenciales excesos en la valoración de activos financieros, de distorsión en la asignación de recursos desde actividades productivas a financieras o inmobiliarias y hasta por los posibles desajustes en la cartera de activos de los inversores. De la represión financiera en los ahorradores a la búsqueda de la rentabilidad, con determinados activos financieros con claro desequilibrio entre rentabilidad potencial y riesgo asumido.

Riesgos potenciales

En el caso del BCE, hay otros potenciales riesgos que no podemos pasar por alto. Uno de ellos se refiere al mantenimiento en el tiempo de tipos de interés negativos para el exceso de reservas de los bancos. Poco estudiado, una clara excepción desde la perspectiva histórica, podría estar perjudicando la recuperación del

mercado monetario al mismo tiempo que retroalimenta la caída de los tipos de interés a corto y medio plazo de la renta fija, ya forzada por las compras de deuda del BCE. Por otro lado, esta compra de activos (renta fija pública y privada) en el mercado tiene consecuencias negativas en el balance de las entidades financieras: desde un potencial

efecto de duración (al favorecer la venta de activos de mayor plazo de la cartera) hasta otro de capital (si se opta por mantenerlos y se revalorizan). Al final, volvemos a hablar de distorsiones en los precios del mercado de los activos adquiridos, potencial disrupción de la oferta de papel y distorsiones en el balance de las entidades de crédito. Por no hablar, para ambos bancos centrales, del impacto negativo en los resultados de los bancos ante unos tipos de interés reales negativos.

Sé que me van a decir que la política monetaria expansiva aplicada desde el inicio de la crisis en los países desarrollados ha sido imprescindible. Nada que objetar. Pero ahora debemos mirar al futuro. Y esto pasa por reconocer que en el balance de beneficios/costes de mantenerla claramente pesan más los potenciales perjuicios. Rechazarlo por los inevitables costes a corto plazo en términos de estabilidad financiera es entrar en un debate de plazos. Yo prefiero mayor certidumbre a medio y largo plazo en vez de forzar unas condiciones financieras excesivamente expansivas a corto plazo.

Portavoz de la Asociación Española de Banca