

Tipos de interés, riesgo y actividad

● En un reciente informe, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) advierte sobre las consecuencias para la estabilidad financiera de mantener los tipos de interés en niveles bajos. Este trabajo, titulado 'Más bajos, más tiempo', considera que las amenazas del escenario de tipos actual proceden de diversos efectos; del impacto negativo en la rentabilidad de los bancos, del endeudamiento y la viabilidad de los prestatarios, de la inestabilidad potencial en los mercados financieros, y de la sostenibilidad de los modelos de negocios de las compañías de seguros y de fondos de pensiones con compromisos de rentabilidad a medio y largo plazo.

Tras una lectura exhaustiva del informe surge una pregunta obvia: considerando tantos riesgos, ¿por qué no se inicia ya la vuelta a la normalidad de la política monetaria? O, al menos, ¿por qué no se establece una estrategia para hacerlo en el futuro? Hace falta, no sólo por estos y otros riesgos a tener en cuenta, como el impacto en las expectativas de los inversores o la penalización de los ahorradores, sino también porque es necesario darle un mayor protagonismo a la política fiscal y a las reformas estructurales para afianzar la recuperación una vez superada la pandemia.

Sin embargo, la respuesta dada hasta el momento por el Banco Central Europeo (BCE) ha sido clara: «El Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hacia un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 por ciento en su horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente». El último dato de inflación de mayo ha superado ya el 2 por ciento, pero la propia Christine Lagarde se ha apresurado a considerarlo temporal y anticipar que no se reflejará en las expectativas de inflación. Las condiciones monetarias seguirán siendo muy favorables para la recuperación económica, pese al riesgo de excesos y desequilibrios financieros que esto puede generar. Todos los análisis sobre las medidas monetarias excepcionales de los últimos años se centran en su impacto positivo pasado, pero no examinan la balanza de beneficios y costes del futuro. Un reciente trabajo del BCE, por ejemplo, valoraba de forma muy positiva la compra de



activos en los mercados, los tipos de interés negativos y la política verbal, por este orden. La crisis financiera de 2008 iniciada en los Estados Unidos, la crisis del euro en 2012 y la pandemia que con tanto esfuerzo y dolor estamos superando, se han ido reflejando en cada vez más medidas monetarias excepcionales en respuesta a un escenario que también lo es. Medidas que, sin embargo, luego no se retiran una vez superada la situación excepcional. Esto ha llevado a que consideremos normal un escenario donde los principales bancos centrales son ya una parte fundamental para explicar la evolución de los precios de los activos financieros. Y, especialmente, para anticipar su comportamiento futuro.

Detrás del escenario de bajos tipos de interés hay factores estructurales como la demografía, la baja productividad, la globalización, el exceso de ahorro y la escasa inversión. Es probable que algunos de estos factores estén conectados o incluso puedan retroalimentarse en un escenario de rentabilidades bajas. También deben considerarse, sin duda, el elevado endeudamiento público y su impacto en la incertidumbre futura, que puede llevar a una tasa de ahorro más elevada desde una perspectiva histórica y a deteriorar la inversión productiva pese a unas condiciones de financiación tan favorables.

El informe del JERS hace recomendaciones para mitigar algunos de los riesgos sistémicos aludidos, partiendo de que las herramientas macroprudenciales actuales no ofrecen instrumentos que aborden los cambios estructurales que se están produciendo en el sistema financiero. En concreto, aconseja no perder de vista la creciente importancia en el mercado de la oferta de servicios y productos financieros de nuevos operadores que no están sujetos a la exhaustiva regulación y supervisión bancaria. Aconseja vincular el riesgo a la actividad, con independencia de quién la lleve a cabo.

● José Luis Martínez Campuzano, portavoz de la Asociación Española de Banca