

# Corregir la excepcionalidad



José Luis Martínez Campuzano

El Banco Central Europeo pide paciencia para iniciar la normalización monetaria y prudencia para valorar los objetivos conseguidos durante la recuperación de la economía y de la inflación. También sugiere persistencia en la política monetaria actual, ya que considera que aún hay que mantener una elevada expansión monetaria. Aún así, habría que saber si todas estas recomendaciones son coherentes con el inmovilismo hacia las medidas excepcionales aplicadas durante la crisis financiera y económica internacional. ¿Es la situación actual tan preocupante como para mantener unas medidas extraordinarias tan arriesgadas? La mayor amenaza de estas medidas se centra en su papel distorsionador en el funcionamiento de los mercados y para las entidades de crédito.

El BCE persigue oficialmente un objetivo de inflación estable, cercana pero por debajo del 2%. Y ahora se dan las condiciones para conseguirlo. La economía europea crece cerca de su nivel potencial, el desempleo se ha reducido con fuerza y las condiciones de financiación son inmejorables desde una perspectiva histórica. Es cuestión de tiempo que la inflación se recupere, tal como espera la autoridad monetaria. Mientras esto llega, el BCE se inclina por esperar y confirmar la teoría de que la inflación es un fenómeno monetario. A pesar de que el éxito de la política monetaria siempre radica en la credibilidad de su aplicación y

en su carácter preventivo, esta decisión de “esperar hasta confirmar” conlleva de forma implícita una desconfianza e incertidumbre que se podría contagiar a los agentes económicos.

En toda la argumentación anterior probablemente echarán en falta la estabilidad financiera, que para muchos se identifica con el comportamiento de los mercados. Las autoridades europeas han favorecido en la última década la diversificación de las fuentes de financiación, especialmente para las empresas. Medidas como el QE (*Quantitative Easing*) o

el tipo de depósito en el BCE negativo, que penaliza a los bancos, han propiciado una elevada demanda de papel a medio y largo plazo con tipos de interés nominales cada vez más bajos, hasta niveles casi nulos o incluso negativos. Al mismo tiempo, los bancos europeos se han hecho más fuertes y resistentes. Han sido imprescindibles para la recupera-

## La concesión de préstamos a pymes muestra que no hay un problema de financiación

ción económica actual. Así, por ejemplo, el crecimiento en la concesión de préstamos a pymes y familias –por encima del crecimiento nominal de la economía– muestra que no hay un problema de financiación en estos momentos.

### Condiciones inmejorables

En la actualidad, las condiciones financieras son inmejorables, tanto que hasta el propio BIS advierte en su último informe trimestral que incentivan la asunción de riesgos. Unas condiciones financieras expansivas extremas como las actuales

podrían ir mucho más allá de la estrategia explícita de mantener unas condiciones favorables para un crecimiento sostenible sin excesos.

Para el BCE la inflación es la clave. Y su recuperación no se está produciendo como inicialmente se esperaba. Más allá de los factores excepcionales –como el crudo y las materias primas– que explican su volatilidad, también hay que tener en cuenta que un largo periodo de baja inflación puede deprimir las expectativas sobre su futura evolución. Precisamente, el principal argumento al aplicar las medidas monetarias extraordinarias fue superar el riesgo de deflación, algo que parece conseguido. Es cuestión de tiempo que, bajo unas condiciones económicas y financieras favorables, se normalicen las fuerzas que han mantenido la inflación baja durante un largo periodo de tiempo y también contrarresten el impacto de la reciente apreciación del euro.

¿Cuándo comenzará la normalización monetaria en Europa? Quizás tengamos más pistas tras la reunión del BCE en octubre. En ese momento la autoridad monetaria europea ya conocerá la decisión que tomará la Fed este miércoles. El banco central estadounidense dejó de comprar dinero en el mercado hace casi dos años, y más tarde decidió subir sus tipos de interés. Todo apunta a que en el encuentro de esta semana fijará probablemente una estrategia para reducir su balance. Naturalmente, podría ser un error extrapolar las decisiones que está tomando la Fed a las que tomará el BCE en el futuro. Pero la tentación de hacerlo es enorme.

Portavoz de la Asociación Española de Banca



Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo.