

LÍMITES EN POLÍTICA MONETARIA



J. L. Martínez Campuzano

Portavoz de la Asociación Española de Banca

Los bancos centrales están ofreciendo dinero gratis"... ¿Cuántas veces han escuchado esta expresión? Sin duda, una expresión totalmente errónea. Aunque admito que unos tipos de interés bajos, incluso nulos, inducen al error. Y esta percepción, dinero "regalado" frente a la realidad de unas "condiciones de crédito históricamente favorables", es uno de los muchos riesgos que están asumiendo los bancos centrales con sus medidas monetarias extremas. Al final, que los agentes económicos asuman riesgos excesivos ante unas condiciones de financiación tan laxas. Condiciones, por otro lado, en teoría imprescindibles para que la recuperación económica se profundice y con ello se alcance el objetivo de inflación. Pero, ¿de verdad es una cuestión de coste de financiación conseguirlo? Sinceramente, yo no lo creo.

Los tipos de interés son el precio de tomar dinero prestado. Y el dinero, abundante, es la clave para aumentar la inflación. Pero, ocho años después de comenzar a implementar estas medidas extremas a nivel mundial, las expectativas de inflación no au-

mentan. Y esto coincide con un crecimiento global moderado, más próximo a estancamiento desde una perspectiva histórica. ¿Cuál es el problema? El peso del sector financiero en la financiación de la economía se reduce en beneficio de la financiación mayorista, claramente beneficiada por una política monetaria que utiliza instrumentos tradicionales (tipos de interés) y excepcionales (compra de activos financieros).

Al final, es cierto que la oferta de crédito ha mejorado. En cantidad y coste. Pero es la demanda de crédito la que no acaba de recuperarse plenamente. Y aquí podemos hablar de la elevada deuda acumulada en el pasado, del exceso de capacidad de producción existente y hasta por las propias incertidumbres existentes para el futuro. Incertidumbres políticas, demográficas y hasta fiscales. Ahora, además, posiblemente también incertidumbres derivadas de los potenciales excesos en política monetaria expansiva. Una política monetaria excesivamente laxa durante demasiado tiempo, que penaliza al ahorrador frente al deudor. Y que puede incluso desincentivar los ajustes pendientes en la economía, en este caso sí realmente imprescindibles para aumentar su crecimiento potencial.

No es una cuestión de oferta de financiación como de demanda. Si esto es así, mejorar más las condiciones de financiación incluso puede ser contraproducente para aumentar su demanda. Y, como he dicho antes, dejando en su mayor parte esta oferta a unos mercados financieros sobredimensionados y con distorsiones evidentes en los precios de los activos. La expansión monetaria favorece precios al alza en los activos financieros, especialmente en términos de tipos de interés cada vez más bajos en la deuda.

¿Significa todo lo anterior que la Regla monetaria no funciona? En realidad, significa que la liquidez generada por los bancos centrales no se traduce en dinero para consumir e invertir en activos reales. No al menos totalmente. Crédito e inflación mantienen una corre-



ISTOCK

lación significativa, pero su ritmo de crecimiento es muy moderado. Y como decía antes, cada vez es menos claro si los bajos tipos de interés inducen a una moderación en el ritmo de demanda de crédito o si está última lleva a un mayor descenso en los tipos de interés a plazo. La compra de activos financieros, renta fija, por algunos bancos centrales hace el resto para distorsionar el funcionamiento en la asignación de precios en los mercados financieros.

Hace unos días un consejero del BCE dejaba la puerta abierta a tomar más medidas monetarias expansivas ante la constatación de que el resto de las políticas económicas (estructurales, incluyendo aquí ya las fiscales) no estaban tomando el testigo a la política monetaria. Mientras le escuchaba pensaba sobre los límites a la política monetaria, obviando la valoración de ilimitada que hacía la directora gerente del FMI al principio de la crisis. No, no es ilimitada. Y aquí no pienso tanto en una cuestión de eficiencia y de credibilidad, como de valorar los pros y los contras de su utilización en exceso.

Ya estamos asistiendo a este sano debate en Estados Unidos. Pero, ¿no será demasiado tarde? Lo que sí tengo claro es que aún hay tiempo para reconducirlo en Europa. Limitar con ello el daño de la ampliación de estas medidas monetarias extremas sobre el sector financiero, marcando una estrategia clara en su aplicación futura. Primar de esta forma la estabilidad financiera a medio y largo plazo frente a los hipotéticos beneficios de un mayor impulso monetario a corto plazo.

Es cierto que la oferta de crédito ha mejorado, pero la demanda no se acaba de recuperar