

Pensar en el largo plazo



José Luis Martínez Campuzano
Portavoz de la Asociación Española de Banca (AEB)

El debate sobre los riesgos asumidos por una política monetaria demasiado laxa durante demasiado tiempo va más allá del perjuicio sobre la estabilidad del sector financiero. Siendo, por otro lado, esta amenaza prioritaria. De hecho, el propio presidente Draghi tuvo que emplearse a fondo hace unas semanas para desligar la desigualdad en la distribución de la riqueza y renta de unas condiciones financieras excepcionales. En su opinión, era evidente el peligro a medio plazo de mantener tipos de interés casi nulos en un entorno de elevada liquidez. Pero, hasta el momento había sido imprescindible para luchar contra un escenario de desapalancamiento y presiones desinflacionistas. Era preferible generar unas condiciones financieras favorables para ajustar la deuda, a costa de reducir la rentabilidad del ahorro. Sin esas condiciones financieras tan favorables, el riesgo era precisamente que el ajuste de la deuda fuera mucho más drástico en un entorno de deflación y recesión.

Pero, ocho años trascurridos desde el inicio de la Gran Recesión llega el momento de plantearse si todos los beneficios anteriores siguen superando a los potenciales costes. Un ejercicio académico, pero con evidentes connotaciones prácticas. Ya les anticipo que este análisis de coste/beneficio será habitual en las próximas reuniones de los bancos centrales. Y como dije al principio, bajo mi punto de vista la relación anterior de beneficio/coste es claramente desfavorable para el sector financiero. No es sólo que considere que los costes superan los beneficios en un entorno regulatorio tan complejo como el actual. De hecho, el riesgo es que al final veamos un deterioro de las condiciones de crédito al sector privado con mayor volatilidad en los mercados financieros y menor capacidad de asumir riesgo por los bancos. Pero, también creo que ahora el riesgo a futuro tampoco es marginal en términos de deterioro en las perspectivas económicas y de inflación derivadas de tipos de interés nulos y curvas de tipos planas. Aquí ya pienso en la retribución del ahorro en un entorno de creciente incertidumbre a medio y largo plazo

derivada del progresivo envejecimiento de la población. El menor stock de capital, baja productividad marginal y el deterioro demográfico son los tres argumentos que explican el bajo crecimiento potencial de las principales economías. Los dos primeros factores apenas se han visto beneficiados aparentemente en los últimos años por unas condiciones financieras extremadamente laxas. ¿Pueden ser ahora perjudicados si estas condiciones se mantienen en el tiempo?. Responder a esta pregunta no es fácil.

El presidente del BIS aseguraba hace unos meses que si los tipos de interés se mantienen bajos, incluso negativos en algunos casos como ocurre en la actualidad, podrían provocar nuevas fases de inestabilidad financiera en el futuro. De hecho, también advertía que estas condiciones financieras artificialmente laxas podrían provocar un nuevo aumento de forma excesiva de deuda pública y privada. Un escenario global como el actual, con mayor deuda y más sensible al comportamiento de los mercados financieros, podrían aumentar la complejidad ya alta de la situación financiera actual. Caruana también se refería en la conferencia anterior a la baja productividad y rentabilidad de la inversión productiva, pidiendo una combinación de políticas adecuadas para aumentarlas. No, probablemente no se refería a más expansión monetaria.

LA UTILIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA TIENE SUS LÍMITES. Y NO SIRVE PARA RESOLVER PROBLEMAS ESTRUCTURALES

El presidente Draghi consideraba en el discurso al que me refería al principio que las medidas tomadas por el BCE hasta el momento han sido las adecuadas para proteger a los ahorradores: asegurando un ajuste más rápido del output-gap y preservando de esta forma el potencial de crecimiento económico del que de-

penden los ingresos del ahorro. Pero, no tiene sentido considerar que estos beneficios se pueden mantener de forma indefinida. El propio Constancio afirmaba esta misma semana que las consecuencias a medio y largo plazo de un escenario de baja pero inflación positiva y tipos de interés negativos pueden ser muy negativas para el sector financiero, ahorradores y pensionistas. ¿Mi opinión? La utilización de la política monetaria tiene sus límites. Y no sirve para resolver problemas estructurales. De hecho, utilizada en exceso puede suponer nuevos retos y costes en el futuro. Sí, es bueno que pensemos en el futuro a la hora de valorar las decisiones que se toman a corto plazo, demasiado sesgados hasta el momento en el día a día. ■