

Ciclos financieros y económicos



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

Aún tienen dudas sobre la existencia de los ciclos económicos? Tras la Gran Recesión deberían haberlas superado. Aunque lo más probable es que ahora se cuestionen más bien qué factores influyen en los ciclos. Y estoy pensando en potenciales impactos en términos de su duración y de su magnitud. Por ejemplo, un factor exógeno como la evolución de los precios de la energía. O también las reformas estructurales, acompañadas de una mayor flexibilidad económica. Inversiones públicas en infraestructura, también es evidente. Naturalmente, no me olvido de la evolución del tipo de cambio. ¿Algo más? El más importante de todos en mi opinión: las condiciones financieras. De hecho, les diré que poco a poco todos hemos ido asimilando con alegrías y disgustos que el ciclo del crédito es un factor determinante del ciclo económico. Y si aún no lo tienen muy claro consideren el abultado tamaño alcanzado por la deuda y su contrapartida en el caso de la sobredimensión (en términos relativos al tamaño del PIB mundial) de los mercados financieros internacionales.

Dicen que la superación de las crisis financieras es mucho más complicada que aquella que tiene un origen económico. Hablamos de un largo proceso de despalancamiento o del difícil ajuste de los precios de los activos financieros. Y de activos reales, como sería el caso de la vivienda. Aunque, en el fondo, es muy difícil separar de las crisis sufridas en el pasado los componentes económico y financiero. De nuevo creo que todos estaremos de acuerdo en que las condiciones financieras y su impacto en términos de una expansión excesiva o restrictiva del crédito han acentuado los desajustes económicos. O los han inducido. Todo esto lo saben muy bien los bancos centrales que a partir del inicio de la crisis se comprometieron a mantener la estabilidad financiera. ¿Y los riesgos asumidos al vincular de forma

implícita la política monetaria a unos mercados financieros líquidos y con precios de los activos financieros soportados? Es una buena pregunta. Pero, cito casi textualmente la posición académica sobre el tema, aún no ha llegado el momento de plantearla. También parece ser por el momento la posición de los principales bancos centrales.

Muchos han llegado a afirmar que los mercados financieros ya no anticipan el futuro, simplemente lo condicionan. Así los ven: jueces y parte del crecimiento económico. Unas condiciones financieras excepcionalmente laxas favorecen sin duda la recuperación de la economía. Mejoran las condiciones de endeudamiento para hogares y empresas al mismo tiempo que hacen factibles proyectos de gastos e inversión. Pero, ¿qué pasa con el crecimiento potencial? Los mismos argumentos anteriores sirven para explicar que se produzcan distorsiones en el precio de los activos, financieros y reales, y también distorsiones en la asignación de recursos financieros. Represión financiera para los ahorradores y pueden favorecer que la inversión prime los activos financieros frente a la inversión productiva. O que conjuntamente con la mejora en las condiciones de financiación para proyectos de innovación se favorezca la

inversión en otros de baja productividad. Como el sector residencial. Es más: algunos estudios avanzan que forzar de forma artificial unas condiciones demasiado laxas generan nuevas incertidumbres que pueden perjudicar el aumento del producto potencial. La certeza económica futura es clave para cualquier proyecto de inversión a medio y largo plazo.

Bajo crecimiento potencial y bajas expectativas de inflación, lo que reduce la presión para que los bancos centrales normalicen sus condiciones financieras. De hecho, incluso tienen argumentos teóricos para intensificarlas. Esto es lo que vino a decir el Gobernador del Banco de Japón hace unos días, tras reconocer que espera buenas cifras de crecimiento en los próximos años. ¿Lo ven contradictorio? Es una más de las contradicciones a la que se enfrentan los bancos centrales en estos momentos. Aunque lo verdaderamente inquietante es la aceptación casi generalizada de que medidas monetarias excepcionales se convierten en normales.

**MUCHOS HAN LLEGADO A
AFIRMAR QUE LOS
MERCADOS FINANCIEROS
YA NO ANTICIPAN EL
FUTURO, SIMPLEMENTE LO
CONDICIONAN**