

Los dueños de las expectativas



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

En un pasado que cada vez parece más lejano, la economía real marcaba la dirección de los mercados financieros. Las expectativas de los inversores, de los agentes económicos, dirigían los mercados financieros tratando de anticipar la marcha económica. Las subidas y bajadas de los precios de los activos se constituían en un indicador adelantado de la economía. La realidad contrastaba luego el grado de acierto de los inversores.

En la actualidad, el comportamiento de los mercados impacta en la economía real, lo que les convierte en una pieza fundamental del crecimiento y al mismo tiempo en juez y parte de la evolución económica. El sector financiero no bancario tiene en los países desarrollados un peso significativo en la financiación de la economía. El ciclo del crédito, y su contrapartida de deuda, puede verse exacerbado por unos mercados financieros que pueden moverse entre extremos, de la euforia al pánico pasando por el optimismo y el miedo. La inestabilidad de los mercados financieros debe valorarse con calma por sus más que probables implicaciones indeseables en la economía.

Los bancos centrales son conscientes de la relevancia de los mercados. Pero reconocen que no tienen suficientes instrumentos para supervisarlos y que están sujetos a una regulación mucho más laxa que la estricta y exigente aplicada a los bancos. La estabilidad financiera, objetivo intermedio de la política monetaria, incluye el comportamiento del sector financiero no bancario. Esto lleva a la paradoja de que algunas autoridades adviertan sobre la vulnerabilidad de los mercados para luego pedir más regulación sobre los bancos, entendiendo a estas entidades como un muro de contención frente a los

riesgos derivados de los potenciales excesos de los activos financieros. Algo que no sólo es injusto, sino también poco razonable y que, llevado al límite, nos hace perder a todos.

La gravedad de la crisis llevó a tomar medidas monetarias expansivas extremas no tradicionales que han podido distorsionar el comportamiento de algunos mercados financieros. Es el caso de la compra de deuda en el mercado secundario o los tipos de interés negativos de la facilidad de depósito. Los tipos de interés reales negativos a medio y largo plazo de la deuda pública, las curvas de tipos de interés de interés planas o invertidas y el elevado apetito por el riesgo que denota la valoración de la deuda corporativa de peor rating son objeto de debate académico: ¿reflejan las expectativas económicas de los agentes o son consecuencia de las propias

decisiones de los bancos centrales? Recordemos por ejemplo que la economía norteamericana acumula hasta el momento cuarenta trimestres de expansión y con la tasa de desempleo en niveles de finales de los años sesenta, coherente con pleno empleo. Es difícil conectar estos datos con la estructura actual de tipos de interés del dólar cerca de niveles mínimos históricos.

LOS BANCOS CENTRALES SON CONSCIENTES DE LA RELEVANCIA DE LOS MERCADOS, PERO RECONOCEN QUE NO TIENEN SUFICIENTES INSTRUMENTOS PARA SUPERVISARLOS

Los precios de los activos financieros siguen reflejando en parte las expectativas de los agentes económicos. Pero también están subordinados a las decisiones que toman los bancos centrales. A la represión financiera sobre el ahorro se une ahora el riesgo de que los precios de los activos y su potencial inestabilidad puedan también afectar a las expectativas de consumo e inversión productiva. Este círculo vicioso implica una dificultad adicional en la gestión de la política monetaria, ya sobredimensionado su papel en la lucha contra una crisis que ya está superada. Es deseable que en el futuro las políticas económicas tomen el relevo de este papel, dando prioridad a las medidas de oferta y utilizando el margen existente en política fiscal. ■