



Evitar crear incertidumbre



**José Luis Martínez
Campuzano**

El Banco Central Europeo defendía en agosto la efectividad de su política de comunicación como efecto estabilizador ante la incertidumbre generada por la inflación. En su documento de trabajo sostenía que también influye en las desviaciones de las expectativas de los analistas. La *forward guidance* del BCE ha pasado así a ser un elemento más de la política monetaria no convencional en una situación excepcional, que se suma al resto de las medidas extremas desarrolladas desde el inicio de la crisis sanitaria. La política monetaria tenía mucho margen de maniobra para garantizar la estabilidad financiera en un entorno de baja inflación estructural. Y los bancos centrales la utilizaron, como vimos durante la Gran Recesión. Durante la pandemia, y sin que las medidas de política monetaria hubieran vuelto a la normalidad, éstas se reforzaron aún más, con tipos de interés oficiales nulos o negativos y con nuevas medidas heterodoxas, como la compra de activos en los mercados. La situación era tan excepcional que requería una combinación de políticas expansivas, tanto monetaria como fiscal, y la colaboración del sector privado para su implementación, tal como han hecho los bancos para que las medidas llegaran a familias y empresas.

El repunte de la inflación al que asistimos desde principios de año ha generado un interesante debate sobre su evolución futura y, por tanto, sobre la orientación de la política monetaria, sin coste aparente en términos de inestabilidad financiera ni de mayores primas de riesgo en los mercados. Frente a la postura de los bancos centrales, que defienden el carácter transitorio del aumento de la inflación como consecuencia de la rápida recuperación de la demanda y de los cuellos de botella en la producción, están aquellos que consideran que la subida de los precios puede ser el detonante de un repunte sostenido de la inflación tras la fuerte expansión monetaria acumulada en las últimas dos décadas.

Si algo define el éxito de la política monetaria es precisamente que sea predecible. Y un mayor esfuerzo en comunicación desde los bancos centrales, sin duda, ayuda. Pero, ¿qué pasa si las

autoridades monetarias se equivocan con sus expectativas? Es muy probable que esta sea su peor pesadilla en estos momentos, cuando el eje de sus mensajes es que se tomarán todas las medidas adicionales que sean necesarias, lo que penaliza a los ahorradores y amortigua la percepción de riesgo de los inversores. La comunicación es importante para fijar las expectativas de los analistas y combatir la potencial inestabilidad, pero también debe incorporar los nuevos datos a medida que surjan, aunque puedan cuestionarla.

Estabilidad financiera

El historial de éxitos en la gestión de la política monetaria no justifica forzar la estabilidad financiera a corto plazo, que podría ponerla en riesgo en el futuro. La estabilidad financiera es clave para la estabilidad macroeconómica, por lo que es necesario marcar sus límites y tratar de que la combinación con el resto de las políticas –desde la fiscal a las medidas de oferta– sea realmente efectiva. No hacerlo así provocaría desequilibrios económicos y mayores riesgos financieros. La política monetaria, en fin, no debe generar mañana más problemas de los que intenta combatir hoy.

Si la mayoría de las economías desarrolladas pueden recuperar los niveles de producción previos a la crisis sanitaria el año próximo y poco a poco nos adaptamos y acorralamos a la pandemia, ¿por qué no replantearse la retirada gradual de algunas de las medidas expansivas más excepcionales? Muchos agentes esperan que así lo hagan los bancos centrales a partir de ahora. La clave en este caso es ver si las autoridades monetarias dan el siguiente paso para adoptar un sesgo neutral y reconocen que todas las opciones están abiertas en el futuro. Esto es lo que ha hecho el Banco Central de Noruega esta misma semana al elevar sus tipos de interés en línea con la normalización económica. Defender que las condiciones financieras deban ser muy favorables a corto plazo no implica garantizar que deban seguir siéndolo para siempre.

El BCE ya ha empezado a calibrar el programa de compra de activos articulado por la pandemia, y asegura que esto no conlleva un cambio de orientación en la política de los tipos de interés. Aunque tímido, es un paso hacia la normalidad.

**Portavoz de la Asociación
Española de Banca**