

Recuperando viejos oficios



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

Leer entre líneas y entender los mensajes subliminales; aunque crean que esto es fácil a la hora de interpretar los comunicados de los bancos centrales, la realidad es que no lo es tanto. Especialmente cuando tenemos en buena parte olvidada la práctica de hacerlo. Tantos años dejándose llevar por dos principios recurrentes como son un crecimiento débil y baja inflación, que pensar ahora en algo diferente genera incertidumbre. Al final, hemos pasado de un diseño simple de la política monetaria apoyado en preguntarse si las medidas aplicadas eran lo suficientemente expansivas a valorar cuándo y cuánto pueden subir los tipos de interés oficiales. Aunque sólo por el momento en Estados Unidos. Después en el resto de los países.

Veinte años atrás había analistas expertos en desgranar los mensajes de los bancos centrales: fedwatch, ecwatch, bojwatch. Pero, lo admito, los mensajes de la Fed presidida por Alan Greenspan siempre me parecieron los más apasionantes. Y es que una palabra, incluso un gesto en cualquier conferencia, podría generar un cambio de expectativas en los mercados. Tal era la importancia del expresidente de la Fed. ¿Son menos dependientes ahora los mercados de los bancos centrales? Todo lo contrario. La diferencia es que, simplemente, nos hemos olvidado de que la política monetaria puede llegar a ser restrictiva (suena mal, ¿verdad?) cuando hasta el momento el sesgo para los analistas e inversores se movía entre neutral o expansiva.

Por ejemplo, las últimas actas del FOMC publicadas la semana pasada. Un mensaje hawkish que lleva a replantearse tanto el concepto utilizado hasta la saciedad en los últimos meses de «gradual» en la normalización de los tipos de interés como el propio nivel objetivo final de tipos de interés de «equilibrio». Aquí hablamos como riesgo de la política fiscal, especialmente si se confirma su carácter expansivo por el nuevo gobierno norteamericano. Tiene

sentido: cuando hasta el momento se ha debatido hasta la saciedad sobre los riesgos de inflación, con la tasa de inflación en niveles objetivo, y sobre el pleno empleo, con la tasa de desempleo no lejos de los niveles considerados como tasa natural, la perspectiva de una mayor expansión fiscal inclina peligrosamente la balanza hacia una política monetaria restrictiva. Hasta el momento la Fed ha defendido que no hay prisa para la normalización monetaria, con tipos de interés a futuro por debajo de la media histórica. Esto podría estar cambiando ahora.

Con todo, hay algo más en el caso de las últimas actas que me llama especialmente la atención. Me refiero a las advertencias implícitas sobre el comportamiento reciente de los mercados, con tipos de interés a plazo más altos, la apreciación del dólar, bolsas al alza y spread más estrechos en el crédito. De nuevo, algunos miembros de la Fed identifican esta evolución de los mercados en las expectativas de una política fiscal expansiva, apoyada en un aumento de gastos y/o un recorte de impuestos para las empresas. Esta inquietud puede ser entendida de forma ambigua: a la Fed le preocupa que estas expectativas no se materialicen, lo que se traduciría en una mayor inestabilidad en los mercados financieros; si se materializan, la euforia podría llevar a unas condiciones financieras exce-

sivamente laxas con riesgos de excesos en los precios de los activos financieros y en la gestión del riesgo por los inversores y deudores.

¿Lo ven todo muy confuso? Así era antes. La diferencia es en los últimos años todo parecía muy sencillo en términos del diseño de la política monetaria, bajo una difusa estrategia de normalización moneta-

ria sin prisa. Que, por cierto, nunca acababa de llegar. Factores que en el pasado se obviaban como determinantes de la decisión de tipos de interés, ahora tenían una importancia elevada para impedir que los tipos de interés comenzaran a subir. Me refiero por ejemplo al contexto internacional. Todo configuraba un escenario donde la premisa eran unas condiciones financieras laxas o muy laxas, lo que también generaba incertidumbres a medio y largo plazo. Y es que la política monetaria expansiva no es la solución a todos los problemas. Y de hecho, como la propia Fed está empezando a reconocer, este carácter excepcional expansivo puede convertirse en un problema adicional.....también a corto plazo. ■

ADMITO QUE LOS MENSAJES DE LA RESERVA FEDERAL PRESIDDA POR ALAN GREENSPAN SIEMPRE ME PARECIERON LOS MÁS APASIONANTES