EL PAÍS Negocios

Fecha: 17/02/2013
Sección: SUPLEMENTO
Páginas: 1,3-7

# Política monetaria: rumbo a lo desconocido

JORDI GUAL

Antes de la crisis financiera, a los economistas nos parecía que uno de los principales logros de la profesión era la doctrina que se había construido alrededor de los bancos centrales por lo que respecta a su misión y los instrumentos de que disponían para llevarla a cabo. La tesis era sencilla: el objetivo de los bancos centrales debía ser prioritariamente el control de la tasa de inflación, y para ello era fundamental garantizar su independencia del poder político y su control efectivo de los tipos de interés a corto plazo. Lo que se pretendía, a fin de cuentas, era estabilizar las expectativas de inflación y evitar la creación de dinero con objetivos políticos, impidiendo el uso de políticas monetarias de "ajuste fino".

Asimismo, se consideraba fundamental separar tajantemente la política monetaria de la política fiscal y era *casus belli* la monetización de la deuda pública, práctica absolutamente heterodoxa reservada a aquellos bancos centrales que no eran más que simples brazos ejecutores de los deseos del poder político.

Este marco conceptual funcionó durante años hasta que la crisis financiera lo ha hecho estallar en mil pedazos. La gran recesión de 2009 y la incierta salida de la misma en los principales países occidentales han provocado un cuestionamiento de los objetivos de política monetaria e, incluso, de la propia independencia del banco central. En cuanto a los instrumentos, los principales bancos centrales de economías avanzadas han actuado con decisión a lo largo de la crisis, pero acudiendo a medidas muy heterodoxas. Han tratado de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar una grave depresión económica, pero al hacerlo pueden haber transgredido los límites de la política monetaria para adentrarse en la política fiscal.

*La crisis financiera ha hecho estallar el marco conceptual de los bancos centrales*

Por lo que respecta a la preponderancia del objetivo de inflación, el contexto actual de economías altamente endeudadas, con tendencias deflacionarias en algunos casos, ha provocado la aparición de propuestas de objetivos alternativos, como la tasa de crecimiento del PIB nominal. Se trata de introducir objetivos de política monetaria que permitan desviaciones temporales al alza de la tasa de inflación, sin que esta se enquiste en las expectativas de los agentes. En el fondo, se conseguiría así, para aquellos bancos centrales cuyo único objetivo es el control de la inflación, una política monetaria más sensible al nivel de actividad económica.

Esta propuesta relega a un segundo plano la idea de incorporar medidas de inflación distintas del índice de precios al consumo al conjunto de variables, objetivo que debe controlar un banco central. En concreto, en los años previos al estallido de la burbuja de deuda, en muchos países desarrollados se observaron rápidos crecimientos de los precios de los activos, al tiempo que los precios de bienes de consumo se mantenían controlados. La ortodoxia de la política monetaria no permitía tomar en cuenta explícitamente la evolución del precio de los activos. Sin embargo, tanto en el periodo de euforia como en el periodo de depresión, una regla de política monetaria que incorporase los precios de los activos, aunque de difícil diseño, hubiera constituido probablemente un factor estabilizador del fuerte ciclo de deuda que hemos vivido. Por desgracia, las tendencias actuales sitúan el control de la inflación de activos en el ámbito de la regulación bancaria, que en este caso se denomina macroprudencial.

En la vertiente de los instrumentos, la excepcionalidad y envergadura de las medidas adoptadas han ocasionado serias polémicas a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, los críticos resaltan que la enorme liquidez inyectada en la economía es una medida que no resuelve los problemas de fondo y tiene numerosos efectos adversos y riesgos. La facilidad de refinanciación permite a las empresas continuar sus actividades aunque no sean eficientes y puede retardar su ajuste. Asimismo, la abundancia de fondos genera flujos de capitales hacia los mercados internacionales en busca de una mayor rentabilidad, desestabilizando otros países y distorsionando sus políticas cambiarias. Además, la intervención en los mercados de bonos a largo plazo tiene consecuencias sobre sus precios, y por tanto, favorece a determinados colectivos y perjudica a otros. Los riesgos que se mencionan son, naturalmente, el de inflación, pero también la dificultad de ejecutar una estrategia de salida ordenada: a medida que las enormes cantidades de liquidez inyectadas se vayan traduciendo en mayor gasto, el banco central deberá retirarlas gradualmente con el fin de no generar presión en los precios. No va a ser fácil impedir que los tipos de interés suban entonces muy rápidamente, conforme la Reserva Federal elimina su apoyo a los mercados de deuda y vende (o deja vencer) sus tenencias de bonos. Si ello sucediera, la recuperación podría detenerse en seco.

*Solo el tiempo dirá si es acertada o no la reacción contra las viejas convicciones*

En la zona euro, el BCE ha sido menos agresivo en su política de liquidez y la ha vehiculado a través de una financiación abundante y barata a los intermediarios financieros, no mediante la compra de bonos en los mercados. Los riesgos de retirada en la zona euro son menores. Al no disponer de un Tesoro que le respalde, el BCE también ha sufrido críticas aunque su acción en los mercados de bonos haya sido muy limitada y orientada a garantizar la irreversibilidad del euro.

En conclusión, la crisis financiera internacional está provocando una revolución en la concepción y ejecución de la política monetaria. Los principales bancos centrales del mundo han reaccionado con agilidad y osadía ante los retos que la crisis plantea, y la magnitud de la misma ha provocado un debate sobre la necesidad de revisar los objetivos que debe perseguir un banco central. Solo el tiempo dirá si esta reacción es acertada o si, por el contrario, se están abandonando viejas convicciones ante la presión política y social, de tal modo que el cambio de política constituye únicamente un mero paliativo a corto que incluso puede ser perjudicial a medio y largo plazo. ■

**Jordi Gual** es economista jefe de La Caixa.