

## Los límites de la política monetaria

Si ha leído los periódicos este pasado mes de agosto y no ha sentido un cierto desánimo, su destino de vacaciones era mágico o es usted un verdadero optimista. La guerra comercial (ya tiene poco sentido seguir utilizando el eufemismo «tensiones comerciales») entre EE. UU. y China se recrudecía; un *brexit* caótico se convertía en más probable con la estrategia de Boris Johnson; el enfrentamiento entre EE. UU. e Irán elevaba la tensión en Oriente Medio; las protestas de Hong Kong amenazaban con desestabilizar a China; Argentina volvía a sufrir fugas de capitales ante la expectativa de un nuevo Gobierno peronista... Y, a todo lo anterior, se unía una batería de indicadores económicos que confirmaban que la desaceleración de la economía global, y de la europea en particular, está siendo más intensa de lo previsto.

A raíz de todas estas noticias, las perspectivas para lo que queda de este año y el próximo claramente han empeorado. Hay poca confianza en que los principales focos de incertidumbre –la guerra comercial y el *brexit*– vayan a resolverse a corto plazo. Incluso si EE. UU. y China llegan a un acuerdo a corto plazo, seguramente será de mínimos y estará por ver si es duradero. En el caso del *brexit*, quizás se evita una salida sin acuerdo a finales de octubre pero, en pocos meses, el Reino Unido puede volver a estar al borde del precipicio.

En estas circunstancias, las miradas se han vuelto a poner sobre los bancos centrales y estos ya han mostrado su predisposición a actuar. En EE. UU., la Fed redujo en julio su tipo de interés de referencia y anunció que volvería a comprar más deuda pública (la necesaria para que su balance no se contraiga). Después de haber ajustado al alza los tipos de interés estos últimos años, el banco central norteamericano cuenta con margen para seguir reduciéndolos si fuera necesario. Es, de hecho, lo que el mercado descuenta que hará. Con un déficit público que se acerca al 5% del PIB, la política monetaria cuenta con más margen que la política fiscal al otro lado del Atlántico.

La situación en la eurozona es distinta. Aquí, el BCE también ha comunicado que este mes de septiembre presentará un paquete de medidas de estímulo, pero el margen de actuación de la política monetaria es muy escaso. ¿Cuánto más pueden bajar los tipos de interés? Muy poco. ¿Y cuánto puede estimular la economía una disminución de los tipos de interés? También poco. El coste de financiación no es lo que está frenando la inversión empresarial –lo está haciendo la incertidumbre, ya sea de tipo político o relacionada con la transformación digital o la transición energética–. En el caso de las familias, muchas de las que están cerca de la jubilación o ya jubiladas responden a una bajada de tipos ahorrando más, no consumiendo más. Los tipos más bajos también ayudan a impulsar los precios de los activos inmobiliarios, lo que perjudica la capacidad adquisitiva de los que no poseen una vivienda en propiedad. A la lista de contraindicaciones debe añadirse el riesgo de estar alimentando la creación de burbujas. En definitiva, la política monetaria fue absolutamente clave para superar la Gran Recesión y la crisis de la deuda soberana pero, en estos momentos, ya poco más se le puede exigir.

El foco debe situarse ahora en la política fiscal y en una agenda de reformas que ayude a impulsar un crecimiento inclusivo y reduzca la incertidumbre que afecta la toma de decisiones de empresas y familias (por ejemplo, en cuestiones medioambientales o acerca del futuro de las pensiones). La eurozona, con un déficit público inferior al 1% del PIB y un nivel de deuda inferior al 85% del PIB, puede permitirse una cierta relajación fiscal. Lo ideal sería que se llevara a cabo por parte de una autoridad fiscal paneuropea pero, desafortunadamente, aún no contamos con ella. En su ausencia, los estímulos deberán llevarse a cabo a nivel nacional por aquellos que puedan permitírselo. Alemania, claramente, deberá liderar este esfuerzo, pero lo que de verdad conviene es tener preparado un verdadero mecanismo de estabilización macro a nivel europeo.

**Enric Fernández**  
Economista jefe  
31 de agosto de 2019