

CINCO AÑOS CON MARIO: LOS RIESGOS DE LA POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONAL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Eduardo Menéndez Alonso

Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Oviedo

Primer Accésit del Premio AECA de Artículos 2016 (*Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*)

Como respuesta a la crisis financiera los principales bancos centrales han adoptado políticas monetarias no convencionales, con el propósito de estabilizar los mercados y el sistema financiero, restaurar la confianza en la economía, fomentar el crecimiento económico y luchar contra la deflación (ZIRP, Zero Interest Rate Policy; NIRP, Negative Interest Rate Policy). En este sentido, Mario Draghi, presidente del BCE desde noviembre de 2011, ha recurrido a medidas extraordinarias como la drástica reducción del tipo central de intervención, los programas de financiación a largo plazo LTRO y TLTRO, la fijación de tipos negativos en la facilidad de depósito o la adopción de programas de recompra de activos. La limitada efectividad de estas medidas ha generado un debate reciente sobre las consecuencias no deseadas y los efectos perversos asociados, los cuales podemos sintetizar en los siguientes párrafos.

Esta política destruye la ya maltrecha cultura del ahorro, base esencial para fomentar un crecimiento sostenible a largo plazo. El inversor tradicional, con un perfil de riesgo conservador, ve drásticamente limitadas sus oportunidades de rentabilizar el ahorro acumulado. Es sintomática la creciente “expulsión” del inversor minorista de ciertos instrumentos canalizadores del ahorro conservador, como las Letras del Tesoro (actualmente, con tipos medios ponderados negativos en todos los plazos), los pagarés de empresa o los fondos de naturaleza monetaria.

Los inversores alteran su comportamiento con objeto de cubrir el diferencial de rentabilidad de los productos de inversión tradicionales, asumiendo una mayor exposición al riesgo y alejándose del espectro de activos que constituyen su ámbito tradicional (“search for yield”). Además, la experiencia histórica muestra que un periodo prolongado de tipos de interés anormalmente bajos tiende a crear burbujas en ciertos activos financieros, como los bonos, las acciones o el mercado inmobiliario, provocando una fuerte divergencia entre los precios de mercado y los fundamentales.

La política monetaria otorga a los países europeos un amplio margen temporal de maniobra para que procedan a realizar los ajustes y reformas necesarios para impulsar el crecimiento económico en el área. Pero esta buena voluntad del BCE incorpora un

riesgo de comportamiento oportunista ex post por parte de algunos gobiernos europeos (“moral hazard risk”). La reducción artificial de los tipos de interés, al aliviar a corto plazo los problemas financieros, desincentiva la adopción de medidas de consolidación fiscal y tiende a retrasar los ajustes necesarios para el saneamiento de las cuentas públicas y el fortalecimiento de la economía. De esta forma, la disciplina financiera (“deleveraging”) es sustituida por la renovación gradual de los vencimientos (“evergreening”), permitiendo que los gobiernos aplacen las reformas sine die.

Las medidas no convencionales también alteran el proceso de asignación de los recursos financieros. La mayor facilidad de acceso al mercado de capitales permite sobrevivir temporalmente a empresas con carteras mediocres de proyectos de inversión. A tipos artificialmente bajos o incluso negativos se podría generar la aparente ilusión de rentabilidad de proyectos ruinosos o de solvencia de empresas inviables. El efecto narcotizante de los tipos de interés ultrarreducidos desactiva el necesario ajuste empresarial a través del proceso de quiebra, impidiendo o retardando la expulsión del mercado de aquellas empresas que hagan un uso ineficiente de los recursos productivos e impidiendo que éstos sean liberados y se destinen a proyectos con mayores expectativas de rentabilidad. La política monetaria contribuye así a favorecer la proliferación de empresas “zombies”, impactando negativamente sobre la eficiencia del sistema económico, fenómeno ya observado en Japón en la década de 1990.

Las políticas monetarias ultraexpansivas introducen una presión adicional sobre el negocio bancario, estrechando los márgenes de intermediación, deteriorando las expectativas de rentabilidad de un sector expuesto a un entorno complejo (presencia aún significativa de créditos dudosos y activos adjudicados, incremento de los requerimientos de capital, incertidumbres políticas, sin olvidar la potencial amenaza disruptiva de las “fintech”).

La supresión de las medidas no convencionales por parte de los bancos centrales — tapering — también resulta problemática (“ZIRP trap”). Un escenario de tipos normalizado introduce un factor adicional de tensión en la elaboración de los presupuestos públicos, al aumentar el peso del servicio financiero de la deuda y acentuarse el dilema entre incrementar la presión fiscal o reducir el gasto público y la calidad en la prestación de los servicios básicos a los ciudadanos. De forma análoga, podemos razonar en el ámbito privado, en aquellas familias y empresas que mantengan altos niveles de endeudamiento referenciado a un índice monetario. En las empresas no financieras las expectativas de incremento de los beneficios pueden verse limitadas o incluso anuladas por el nuevo entorno alcista de tipos de interés. En definitiva, la reputación y credibilidad de los bancos centrales pueden verse seriamente erosionadas si al agotamiento de la eficacia de las políticas no convencionales se añaden los potenciales efectos adversos asociados a las mismas.