

El autor alerta del riesgo que un contexto de tipos bajos y deuda creciente supone a futuro para la banca y el ahorro de empresas y familias.

## Política monetaria y economía 'zombie'



**Juan María Nin Génova**

En 2017 tuvimos un crecimiento mundial sincronizado. Al año siguiente, el crecimiento fue dispar. Ahora, el Fondo Monetario Internacional ha alertado sobre una fase de desaceleración sincronizada que afecta al 90% de los países. Este cambio de tendencia se debe principalmente al agotamiento de un ciclo que será corto, generado a partir de la crisis de 2008 mediante medidas de política monetaria heterodoxa: facilidades cuantitativas de compra de deuda nunca hechas hasta ahora y fijación de tipos de interés ultrabajos, tampoco practicados. Además, la necesaria política fiscal se ha quedado casi sin margen de maniobra por los excesos cometidos mediante déficits abultados que han generado una montaña de deuda (el 285,2% del PIB mundial) que hipoteca el futuro.

La situación se agrava con el estancamiento del comercio ante la escalada proteccionista, que no solo se circunscribe a EEUU y China, sino que también afecta a la UE. Un contexto que ha contribuido, junto al deterioro de la producción industrial y la fragilidad del escenario geopolítico, a aumentar la incertidumbre y a erosionar la confianza y las expectativas del sector privado (familias y empresas) que percibe, pese a la propaganda oficial acomodaticia, un escenario nuevo en el que la fragilidad se superpone por primera vez en mucho tiempo a la incertidumbre.

La situación será de muy difícil manejo si se produce una nueva crisis porque nos hemos quedado casi sin margen de maniobra. Lo que no se ha querido gestionar mediante decisiones de tipo estructural (la es-

tructura es cada vez más disfuncional) se corregirá abruptamente.

La buena noticia es que, por el momento, el FMI aleja en sus previsiones la posibilidad de que se produzca una recesión global al situar próximos avances del PIB mundial por encima del 2,5% anual, en concreto del 3% en 2019 y del 3,4% en 2020, si bien advierte de la existencia de riesgos crecientes que deberán afrontar las autoridades políticas y económicas. Entre ellos, destaca la eficacia futura del actual diseño de la política monetaria y sus repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero.

Vivimos una contención de precios que se explica por los avances tecnológicos, la internacionalización de las cadenas de valor, la moderación en el precio de las materias primas, el aumento del peso del sector servicios, las menores expectativas inflacionistas de los consumidores y el envejecimiento de la población. En otras palabras, por más que se quiera estimular la economía excitando el consumo público y privado mediante deuda, esto no funciona porque, estructuralmente, ni cabe más consumo, ni las condiciones objetivas permitirán la plena utilización de la capacidad productiva, siempre creciente por los avances de la revolución tecnológica y porque la subsistencia de una economía *zombie* mantiene en el mercado a gobiernos y empresas que, en circunstancias normales, deberían haber desaparecido.

### Exceso de capacidad

Esta economía *zombie* mantiene un exceso de capacidad en el mercado que se corregirá con una subida de tipos de interés que, dependiendo de su intensidad, podría provocar efectos devastadores en el empleo. En cambio, se abre una gran oportunidad para hacer desaparecer a estos jugadores, dopados por los bajos tipos de interés, mediante medidas de cre-



### En este escenario de reducción del 'stock' de capital, es muy difícil avanzar en productividad

ciente exigencia de calidad de empleo y medioambientales. No podrán con ellas.

La preocupación del FMI sobre la actual política monetaria coincide con la expresada en el memorándum elaborado por seis destacados antiguos cargos del BCE y de los bancos centrales de Alemania, Francia, Austria y Países Bajos. Manifiestan su inquietud por el tono acomodaticio de la política monetaria del BCE, que condiciona negativamente su capacidad de reacción ante la desaceleración económica y los riesgos asociados al Brexit y a la guerra comercial. También por el erróneo diagnóstico de la evolución de la inflación en la zona euro.

Alertan de la pérdida de eficacia de la política monetaria del BCE tras años de expansión cuantitativa y de reducción de los tipos de interés de

la facilidad de depósito para impulsar el crecimiento y de la posibilidad de que, con este diseño, se esté financiando a los países de la zona euro con mayor nivel de deuda pública, lo que está prohibido en el Tratado de Maastricht. Se está empujando a los gobiernos de los países más incumplidores a continuar por un camino de política electoral clientelar a costa de nuevos déficits y creando nueva deuda que podría acabar siendo insostenible.

En este sentido y, por cuarta vez consecutiva, tenemos una reprimenda de Bruselas a España por el nuevo plan presupuestario. Esta vez por escrito: riesgo de desviación significativo de los objetivos de déficit y deuda acordados para 2019 y para 2020. ¿Tendrán que volver a llamarnos la atención como en julio de 2011 y poner nuevas condiciones de actuación como se tuvo que hacer con la Ley Orgánica 2/2012 de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, cuyo preámbulo es de recomendable lectura?

Un entorno de bajos tipos de interés, incluso negativos, y deuda cre-

ciente perjudica a futuro no sólo la sostenibilidad de las entidades financieras, sino también la del ahorro de empresas y familias, lo que podría generar la *zombificación*, a la que ya hemos hecho referencia, de la economía. En este escenario de reducción del *stock* de capital, el avance de la productividad es muy difícil, lo que limitaría el crecimiento futuro, especialmente para las generaciones más jóvenes.

Esta política monetaria tan agresiva también plantea un problema de calidad democrática del sistema porque podría suponer, al aplicar tipos negativos, una carga sobre el ahorro, lo que equivale a un impuesto sobre la riqueza que se genera en organismos administrativos (bancos centrales) sin que sea aprobado por el Parlamento correspondiente. También plantea un problema de convivencia social, por cuanto una parte de la riqueza generada por la apreciación de los activos de inversión produce un efecto de desigualdad artificial exagerado e injusto.

En positivo, es elogiado el papel determinante del BCE en la última década para favorecer la recuperación de la zona euro tras la gran recesión. Sin embargo, ante la fragilidad del crecimiento y del escenario geopolítico global, el escaso margen de actuación que presenta la política monetaria y, en algunos países como España, también la fiscal, es necesario que los gobiernos acometan reformas estructurales, especialmente de oferta, antes de que, de continuar así, se produzca una nueva recesión de consecuencias imprevisibles.

Dicen que fue en 1982 cuando George W. Bush, vicepresidente del Gobierno de Estados Unidos, hizo la reflexión *Starving the beast*. Ante la avalancha de propuestas demócratas para engordar el Gobierno federal, la contramedida propuesta para dejarles sin espacio de maniobra debía ser aumentar el gasto y bajar impuestos. "Matar de hambre a la bestia". Así fue, pero la maniobra continuó; la "bestia", ahora *zombie*, sobrevivió, y la deuda alcanzó récords históricos.

**Presidente del Grupo de trabajo de Economía y Unión Europea del Círculo de Empresarios**

## Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo, Iñaki Garay

SUBDIRECTOR: Pedro Biurrun

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Estela S. Mazo, Javier Montalvo, Emelia Viaña, José Orihuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Clara Ruiz de Gauna (Nueva York)

Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Investigación Miguel Ángel Patiño  
Emprendedores / Jurídico Sergio Saiz / Opinión Ricardo T. Lucas / Comunidad Valenciana Julia Brines  
País Vasco Marian Fuentes / Galicia Abeta Chas / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

MADRID. 28033. Avenida de San Luis, 25-27. 1.ª planta. Tel. 91 443 50 00. Expansión.com 91 050 16 29. / BARCELONA. 08036. Avinguda Diagonal, 431 bis, 6.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax. 93 496 24 05. / BILBAO. 48009. Plaza Euskadi, 5, planta 15, sector 4. Tel. 94 473 91 00. Fax. 94 473 91 58. / VALENCIA. 46004. Plaza de América, 2, 1.ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax. 96 351 81 01. / SEVILLA. 41011. República Argentina, 25, 8.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax. 95 427 25 01. / VIGO. 36202. López de Neira, 3, 3.ª. Oficina 303. Tel. 638 87 91 95. / BRUSELAS. Tel. (322) 2311932. / NUEVA YORK. Tel. +1 303 5862461. Móvil 639 88 52 02. / LONDRES. Tel. 44 (0) 20 77825331.



PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTE GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL: Nicola Speroni

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICACIONES: Aurelio Fernández

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECCIÓN GENERAL DE PUBLICIDAD Tel: 91 443 55 09 / SECRETARÍA DEPARTAMENTO DE PUBLICIDAD Tel: 616 506 719 / COORDINACIÓN Tel: 91 443 52 58 / 91 443 52 80 Fax: 91 443 56 47 / INFORMACIÓN PUBLICIDAD marketingpublicitario@unidadeditorial.es / CATALUÑA Mar de Vicente, Avinguda Diagonal, 431 bis, 6.ª planta, 08036 Barcelona. Tel: 93 496 24 22 / ZONA NORTE Marta Meler, Plaza Euskadi, 5, planta 15, sector 4, 48009 Bilbao. Tel: 94 473 91 07 / LEVANTE Marcos de la Fuente, Plaza de América, 2, 1.ª planta, 46004 Valencia. Tel: 96 337 93 27 / ANDALUCÍA Y EXTREMADURA Rafael Marín, Avda. República Argentina, 25, 8.ª B. 41011 Sevilla Tel: 95 499 07 21 / INTERNACIONAL Juan Jordán de Urrés, Avda de San Luis, 25, 28033 Madrid. Tel: 91 443 55 24.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27. 1.ª planta, 28033 Madrid. Tel. 91 275 19 88. TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS Y ATENCIÓN AL CLIENTE 91 050 16 29.

DISTRIBUYE Logintegral 2000, S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com  
RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006): Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva.  
IMPRIME: BERMONT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 670 71 50. Fax 91 327 18 93.

