

ANTICIPANDO LA ADVERSIDAD



Juan María Nin

Consejero de Societá General de Banque y presidente del grupo de trabajo de Economía del Círculo de Empresarios

Mucho se ha comentado sobre la actuación del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, en la reciente reunión de agosto en Jackson Hole y su revisión del marco de actuación de la política monetaria de la Fed, vigente desde 2012. Básicamente hay novedades en los objetivos de estabilidad de precios, con el objetivo del 2% que no cambia, pero con un añadido que sí es novedad: después de periodos en los que la inflación se ha situado persistentemente por debajo del 2%, la política monetaria será la que aporte inflación de manera moderada por encima del 2% durante algún tiempo. Es decir, cuando la recuperación asome acompañada de inflación no se cortará la misma con subidas de tipos, evitando lo que muchos consideran “errores” cometidos en el pasado que, por lo visto, impidieron la recuperación. También es notable el cambio que supone la reformulación del objetivo de máximo empleo, reportando déficits en vez de desviaciones y, así, evitar que cuando éstas sean positivas se dispare de manera automática la corrección mediante un sesgo restrictivo de la política monetaria. La valoración que se hace de manera mayoritaria de esta medida coincide con la anterior: evitar cortar la recuperación y jugársela a que la inflación será contenida. *Matchball* y partido para las palomas.

También hemos visto una opinión bastante unánime a favor de que el BCE abrace, como ha hecho la Fed, lo que se llama el “segundo mandato”, consistente en promover con eficacia los objetivos de máximo empleo. Efectivamente, esto podría contemplarse como un segundo mandato para el BCE (el primero es la estabilidad de precios) ya que debe apoyar las políticas económicas generales de la UE que están en el artículo 3 del Tratado de la UE: pleno empleo y medio ambiente, cohesión económica y social y justicia social.

En la práctica, estos cambios confirman la impresión de que vamos a tener tipos de interés naturales bajos y por mucho tiempo (*lower for longer*), una idea que los mercados parece que comparten. Pero... ¿dónde están los límites? De momento uno de ellos está en las reticencias de la Fed a establecer tipos nominales negativos, el otro por cuánto tiempo esta estabilidad es sostenible.

Recordemos que el tipo de la deuda de EEUU a 10 años está en un 0,7 nominal aproximadamente y que el tipo real ya es negativo: -1,05 aprox., y que el BCE, al igual que el BCJ y otros, están ya en tipos negativos. Esto nos permite concluir que hemos tocado fondo en cuanto a tipos y probablemente también en políticas de facilidad cuantitativa, *quantitative easing*, lo que conduce, indefectiblemente, a una política fiscal incluso más agre-

siva que la actual si la decisión es, tal como sucedió en 2008, que el *muñeco* no se caiga a la espera de un cuasi milagro en forma de aumento de productividad que permita pagar la deuda o bien una gran inflación para que se coma la deuda, opción siempre políticamente más manejable que una recesión y que es por donde me parece que van los tiros.

Para ello, abrir la espita a la inflación, aunque se hable de moderación por encima del 2%, es un primer paso. Encaja bien con las exigencias del Gobierno Trump cuando la Reserva subió tipos y quiso impedirlo pero también con los modos y gustos del partido demócrata y del socialismo en general. También con las exigencias de un grupo de manifestantes con camisetas verdes presente en la reunión de Jackson Hole en 2014, que

rechazaban las subidas de tipos de interés. Preocupante unanimidad.

La puerta a la inflación se abre y está aún por verse si seremos capaces de cerrarla

Como decíamos, estas medidas han sido ampliamente comentadas en términos favorables por la academia y la prensa especializada, apalancadas en los buenos resultados para cortar la crisis de 2008, pero no tanto las consecuencias de fondo que

estas decisiones puedan tener, sobre todo las negativas que tan poco interesan y, por esto, el título de este artículo.

La primera de ellas es la expuesta sobre la coincidencia de criterio entre la administración Trump y la previsible posición demócrata a partir de noviembre. Extraños compañeros de habitación, bien avenidos en este punto. Es el triunfo de la confianza en la ingeniería social y financiera y el gusto por la inflación y la demanda como motores de la economía y el olvido de las políticas de oferta, siempre más antipáticas, complejas y de largo plazo, y con menor rédito electoral. La política monetaria y fiscal no son neutras ideológicamente y, de momento, perdemos los liberales.

El segundo efecto negativo es que se pro-

ducirá un impacto adicional al que ya se ha encapsulado en la rentabilidad del negocio bancario, debido al deterioro de los márgenes de intermediación solo corregido por la ilusión, también a corto plazo, de un efecto compensatorio consecuencia de la simultánea reducción en paralelo del coste de la morosidad y la contención del coste de capital. Otra vez una visión cortoplacista y *buenista*, que oculta lo que realmente importa a largo y que trasciende la rentabilidad del negocio bancario: la fortaleza y sostenibilidad, en palabra de moda, de una economía social de mercado. En efecto, hay dos consecuencias tóxicas para el sistema que aporta el efecto negativo en el margen de negocio de los bancos y que no estamos teniendo en consideración, salvo las prudentes advertencias de algunos superviso-

res. Por un lado, la reestructuración del sistema bancario que, en cuanto a costes, debería ser una consecuencia natural (como la ha sido en otros sectores) de los cambios que la crisis ha comportado. Pero esta reestructuración no se hace evidente para los gestores en toda su magnitud (algunos expertos hablan de obesidad mórbida...) debido al efecto positivo de compensación en resultados por la menor morosidad que hemos comentado y que permite una gestión más acomodaticia y a largo plazo en cuanto a la reducción de costes, con la vana esperanza de enganchar la recuperación y evitar decisiones incómodas. A esto se añade una consecuencia natural e inmediata de la política de tipos bajos y por largo plazo (*lower for longer*), que consiste en la encapsulación de *activos malos*, préstamos de particulares y empresas que en una situación de tipos naturales más altos serían problemáticos, lo que introduce en la economía real estructuras de actores, competidores o no, que sobreviven en el mercado con esta asistencia artificial, apoyada en el sistema

La carga de la política monetaria actual se traduce en déficit públicos nunca vistos

bancario que cuenta para ello con un incentivo nuevo en forma de liquidez sobreabundante y, si fuera menester, con *regulatory and supervisory forbearance*, es decir con la flexibilidad que reguladores y supervisores han aportado al sistema en estos momentos de crisis para mejor encarrilar la primera bola de partido del aumento de morosidad que ha encapsulado la banca y, así, desembocar con más margen de maniobra en una segunda etapa en la que los activos débiles y/o dudosos ganan tiempo para provisionar o incorporar garantías públicas en su refinanciación, lo que también pondrá un problema futuro, que ya hemos comentado en otra reflexión proponiendo un Banco Malo Europeo.

Esta incorporación de costes al sistema económico, que alguien paga, es un resultado, un efecto negativo no querido, pero que es necesario contemplar y medir, de la política monetaria actual y fiscal futura que prima la huida del abismo que supondría una crisis correctora que, a buen seguro, sería violenta, quizás devastadora, con la esperanza puesta en que la *compra de tiempo* habilitará para hacer las reformas estructurales que permitirán la salida de esta trampa *contra el tiempo*, evitando males mayores.

Así se ha hecho con éxito en la crisis de 2008 pero esto no debería ser obstáculo para analizar dos cuestiones adicionales a las señaladas hasta ahora y que constituyen riesgo moral que merece, cuando menos, paliativos.

La primera es que los agentes económicos, familias y empresas, de recto comportamiento financiero, tienen que competir de manera injusta con aquellos más imprudentes, de peor gestión, y que están artificialmente sostenidos por la política actual. Esta competencia se traduce en una generación de costes extraordinarios del sistema vía imposición adicional o simplemente por competencia directa con quienes no deberían continuar en el mercado.

La segunda y más importante es que la carga de esta política monetaria y fiscal se traduce en déficit públicos nunca vistos y una subsiguiente acumulación de deuda pública soberana, récord en la historia, que se pasará a la siguiente generación, o siguientes..., salvo que cambios sustanciales en la productividad del sistema derivado de las reformas estructurales que deben acometerse en este nuevo *time bonus*, permitan solucionar el problema para honrar los compromisos derivados de esta deuda. Si no es así, una inflación importante a la que se ha abierto la puerta al contemplarse “moderadamente” su aceptabilidad por encima del 2% sin que ello suponga medidas correctoras, tal como se ha aceptado después de la última reunión de Gobernadores en Jackson Hole con la que empezaba el artículo, se encargará de castigar a ahorradores y gestores prudentes de riesgo para favorecer a deudores imprudentes, públicos y privados, tan pronto la moderación se desborde.

Se ha abierto la puerta a la inflación y habrá que ver si podemos cerrarla. La otra opción, medidas estructurales, puede acompañar, pero es más incómoda.



ISTOCK