

De registrarse una fuerte tendencia a la recesión y continuar la tendencia bajista de la inflación, no es descartable una bajada de tipos de interés.

¿Tipos altos para quedarse un buen rato?



Juan María Nin

Después de la última reunión del BCE de septiembre, con subida de tipos hasta el 4,5%, y de la Fed, que los mantuvo en 5,25%-5,5%, se ha extendido el mantra de tipos altos y por mucho tiempo sin mayor oposición. Se explica porque la inflación cede menos de lo previsto (3,7% en EEUU y 4,3% en la UE), lejos del ansiado 2%. Los mercados esta semana rebajan la probabilidad de otra subida en diciembre del 40% al 23% y, por tanto, las expectativas de mantenimiento prevalecen. Estas subidas no han sido suficientes para enfriar la demanda, pese a ser el instrumento de política monetaria más visible y estar acompañadas de diferenciales de crédito también crecientes debido al empeoramiento de riesgo crediticio que debería acompañar el camino a la recesión.

Pero, la subida de tipos es una de las partes del triángulo que evitó la crisis de 2008 y que permitió ganar tiempo para hacer reformas estructurales. Otra actuación fue un QE (expansión cuantitativa) que alcanza en Estados Unidos los 8,270 billones en 2021. En Europa, el programa QE alcanzó los 6,911 billones aquel año. Con posterioridad, igual que con los tipos, se corrigió a la baja mediante un QT (restricción cuantitativa) previsible en 2023 de 7,245 billones de dólares en EEUU y de 5,192 billones de euros en la zona euro. Brutal, más que suficiente para provocar un *credit crunch* si no fuera por la tozudez de una demanda indomable o el ahorro Covid acumulado.

Pero, queda la tercera parte de la historia, que es la política fiscal, défi-

cit presupuestarios y deuda soberana en máximos históricos, muy del gusto de las actuales Administraciones intervencionistas, del corto plazo electoral y en sentido contrario a las reformas estructurales que exigía la compra de tiempo poscrisis 2008. Acompañadas del impacto de la crisis Covid que abundó, porque no quedaba más remedio, en los déficit fiscales con pésimas consecuencias para la recuperación de la ortodoxia, base de un crecimiento sano.

Pero, los factores de fondo que provocaron la crisis financiera 2008-2012 no han sido corregidos. La Reserva Federal y el BCE mantuvieron tipos artificialmente bajos y generaron falsa bonanza. Las vías convencionales para expandir la base monetaria activaron los programas de compras de activos. Se premió el sobreendeudamiento y se dificultó el necesario ajuste en los precios de los activos. La política fiscal, también heterodoxa, con impacto en la deuda soberana y por contagio también en la privada, contribuyó a mantener la situación de excitación de la demanda de manera artificial. Cuando las cosas empezaban a corregirse, llegó el empujón final basado en las medidas expansivas para compensar los efectos del Covid y la guerra de Ucrania.

¿Claro!, demanda con queroseno y la pregunta ¿por qué no arrancaba la demanda y se quedaba todo en Wall Street? Pues bien, la cadena de la bicicleta enganchó y de ahí a High Street. La calle mayor incendiada por el tipo de interés real negativo, dinero a espuestas y deuda pública espoleando la demanda pública hasta que por fin también llegó a fami-



lias, pequeñas y grandes empresas. Un combinado potente con el añadido de la inflación que aportó la guerra de Ucrania. Con la oferta congelada no se puede copar una demanda desatada con pleno empleo, liquidez en máximos y cuellos de botella industriales y logísticos de solución difícil: ¡el incendio en casa! Solución: doblegar, reducir la demanda con una recesión medida.

Pero seguimos con una inflación en EEUU del 3,7% y en Europa del 4,9%, y la ansiada “recesión de bolsillo” no acaba de llegar. ¿Por qué los factores deflacionarios de liquidez no acaban de triunfar? Parece una batalla equilibrada contra

los inflacionarios excesos de liquidez, cuellos de oferta, alza precios materias primas, etc, que se ha situado en tablas y, por esto, el mantra de tipos altos por mucho tiempo. El mandato de los bancos centrales es controlar la inflación y lo harán.

Decisión política

Con este telón de fondo, veamos por qué dudo que el mantra acabe siendo un hecho tan persistente como se ha diagnosticado. La decisión política con el disparo de inflación parece

clara: mejor una buena recesión, suave eso sí..., que una inflación disparada que todo lo destruye. Técnicamente impecable porque vuelve a haber espacio para instrumentos de política monetaria y fiscal ante un problema serio de oferta.

Ahora bien, la pregunta es por qué ha tardado tanto, pese a la contundencia del tripartito de medidas monetarias y fiscales, en arrancar la economía real, que cuando lo ha hecho ha arraigado con tanto éxito que la conveniente deflación y minirecesión no llegan pese a decisiones tan contundentes. Creo que la respuesta está en el marco económico y social que acompaña el giro, pero también en un factor cualitativo residente en la “asimetría” de las medidas de política monetaria. La clave no está tanto en la inmediata transmisión financiera, que sí, cuanto en los efectos en la economía real. Tengo la impresión que ¡es más difícil arrancar que frenar! Es decir, las mismas medidas de gestión de tipos y QE no funcionan igual hacia adelante que hacia atrás, sus efectos parecen asimétricos.

Si esto fuera así, la pregunta es si no estaremos transponiendo a la situación actual, los años que tardamos en arrancar la demanda para “simétricamente” proyectar y, con ello, mantener tipos altos por más tiempo del esperado porque la ansia-

da recesión no llega. Por este factor cualitativo de asimetría es por lo que me pregunto si el mantra debe ser el escenario central. La experiencia dice que, al final, la Reserva Federal y demás bancos centrales ganan, y, claro, las medidas, especialmente la menos visible de restricción cuantitativa, acabarán impactando más pronto que tarde, y si no veamos el movimiento de los bancos por captar depósitos bancarios. El dinero ya no es gratis ni abundante, el crédito se encarece, el riesgo empeora, y si esto se acompaña de otros factores, se allana el camino a la recesión o a una peligrosa estanflación.

En cuanto a la política fiscal, si ésta cambia para recuperar zonas racionales de déficit y deuda, y con ello recuperar la sostenibilidad del sistema mediante el ajuste del gasto sustantivo y no productivo, público sobre todo pero también privado, unido a la restricción del crédito y nuevas exigencias de más capital como acompañamiento de la reducción de la deuda pública y privada en el sistema, respiro medioambiental con crecimientos cualitativos que no cuantitativos por mucho tiempo, reinado de la inteligencia artificial en la política y la economía, consolidación de las criptomonedas, envejecimiento de la población, todo ello a la vez inflacionario y deflacionario pero con sesgo y preponderancia de esto último, la recesión podría estar más cerca de lo que pensamos porque las mejoras de productividad se esconden y el mantra de tipos altos y por mucho tiempo cambiar para un nuevo ciclo de ajuste con tipos bajos y también por bastante tiempo...

Un escenario de recesión moderada deviene posible a partir del próximo año acompañado de liquidez moderada o incluso escasa, restricción del crédito y exigencias añadidas de capital por deterioro de la calidad de los activos. Un escenario deflacionario moderado que exigirá pasar a tipos más bajos, liquidez mejorada, pero déficit fiscal contenido, menos deuda y más capital.

Aunque el consenso actual de mercado espera estabilidad de tipos hasta bien avanzado de 2024, no es descartable que, de registrarse una fuerte tendencia a la recesión y continuar la tendencia bajista de la inflación, entremos en una bajada de tipos de interés que hoy no forma parte del mantra.

Vicepresidente del Círculo de Empresarios