



Fotos: ALEX PUJOL

De izda. a dcha. y de arriba a abajo: Ángel Laborda, director de Coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas); José Manuel Amor, economista de AFI; José García Abad, editor de EL NUEVO LUNES; José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España; Manuel Tortajada, redactor de EL NUEVO LUNES; Nicolás López, director de Análisis de MG Valores; Juan Irazzo, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia (Uned), y Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB, UCM.

La desaceleración y el ajuste gradual de la actividad económica de China, el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y el desplome de los precios de la energía y de otras materias primas generan serias dudas sobre el crecimiento de la economía mundial. Así lo han puesto de manifiesto los expertos reunidos en

los Desayunos de EL NUEVO LUNES, en los que se ha analizado la situación de la gran banca europea y la volatilidad existente en los mercados. Todos reconocen un deterioro en el crecimiento de la economía global, aunque descartan una recesión como la vivida en el año 2008, al inicio de la crisis financiera.

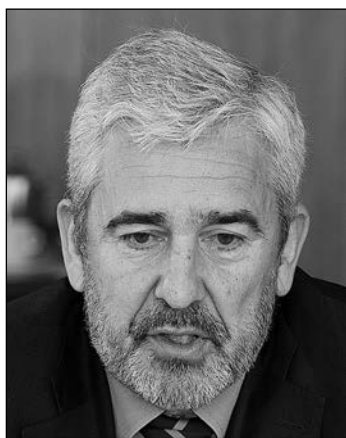
Los tipos negativos amenazan la rentabilidad de los bancos europeos, penalizan el ahorro y el consumo y alimentan el riesgo

La falta de coordinación de los bancos centrales aumenta el temor a una desaceleración mundial

■ M. Tortajada

Los grandes organismos internacionales (FMI, OCDE, CE) han rebajado en sus últimos informes las expectativas de crecimiento de la economía mundial. Todos constatan el impacto que la crisis del petróleo está teniendo en las economías de algunos países emergentes como Brasil y Rusia, las consecuencias de la ralentización china y la enorme liquidez existente en el mercado vía bancos centrales en Estados Unidos, Japón y Europa. A ello se suma la aplicación de tipos negativos para intentar estimular el consumo y la inflación que está mermando la rentabilidad de los bancos, lo que provoca mayor desconfianza.

En este contexto, **Nicolás López, director de Análisis de MG Valores**, tiene la impresión de que los mercados están actuando como si temieran algún evento financiero como pasó en el año 2008 con Lehman Brothers. Y sitúa los temores, principalmente, alrededor de China y del sector energético. A pesar de ello, no cree que vaya a ser, ni remotamente, como lo sucedido al inicio de la crisis financiera puesto que "las condiciones son diferentes". En aquella ocasión, recuerda, "la burbuja inmobiliaria suponía una gran amenaza, mientras que ahora la exposición del sector energético a la banca es incomparablemente más pequeña". En este escenario observa los movi-



Nicolás López:
"Tengo la impresión de que los mercados están actuando como si temieran algún evento financiero como pasó en el año 2008 con Lehman Brothers"

mientos del mercado como "una fase de aversión al riesgo", descartando "una gran crisis".

Juan Irazzo, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia (Uned), por su parte, considera que "estamos sufriendo las consecuencias de un precio del petróleo muy bajo y de los tipos de interés negativos, que van a seguir

por mucho tiempo en Europa". A su juicio, "estos tienen un efecto negativo sobre la banca y perverso sobre el ahorro. ¿Y qué favorece?, la asunción de mayor riesgo por parte de las empresas y particulares".

El catedrático recuerda además que en la situación actual hay otras incertidumbres que tienen como protagonista a China, en pleno cambio de modelo económico exportador a otro de demanda interna y en gran medida de servicios. "Aunque aquí no veo demasiados problemas salvo las decimas de diferencia en el crecimiento que pueda haber entre los datos oficiales y los reales. Por otra parte, tenemos una gran certidumbre que es India, con crecimientos de más del 7%, sin problemas demográficos como China y con una transición política concluida que ya se posiciona como el segundo gran país emergente y que se convertirá en el relevo de China. Por lo tanto, no creo que vaya a haber grandes catástrofes, aunque sí problemas por los tipos de interés negativos y por el precio del petróleo".

Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB, UCM, añade serias dudas sobre el crecimiento. "Creíamos que tras la crisis financiera iba a haber una mayor recuperación en los países desarrollados y, sin embargo, las perspectivas se han complicado notablemente a raíz del cambio de rumbo de la política monetaria de la Reserva Fede-



Juan Irazzo:
"En la actualidad estamos sufriendo las consecuencias de un precio del petróleo muy bajo y de la aplicación de los tipos de interés negativos"

ral, que pilló a contrapié a muchos países emergentes. La anterior coyuntura con condiciones de dinero fácil que permitía que la inversión en estos países fuera suficientemente elevada y un crecimiento muy sostenido sufren ahora las condiciones de unas economías inmaduras y con insuficientes ajustes. Si a eso añadimos la reacción, un tanto torpe, de Chi-

na en el manejo de su depreciación frente al dólar con el riesgo de contagio a todo el continente asiático, que supone la cuarta parte del PIB mundial, no es de extrañar los temores existentes".

Para **José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España**, "estamos ante una nueva fase de la crisis financiera de 2008, en la que lo que subyace es la deuda". Recuerda que "los mercados financieros representan el 13-14% del PIB mundial, lo que quiere decir que no sólo anticipan la evolución de la economía sino que influyen en ella". A su juicio, "los bancos centrales intentaron reconducir la crisis financiera a través solo de una política expansiva. Si eso se hubiera acompañado de reformas, de una política fiscal expansiva, probablemente no nos encontraríamos en la situación actual".

En su opinión nos encontramos también en una crisis de confianza. "Los inversores comenzaron a perder la confianza hace un año y medio cuando vieron que las materias primas se desplomaban. Los mercados siguieron desconfiando cuando vieron que la economías emergentes, y en especial China, empezaron a ralentizarse. Y ya definitivamente perdieron la confianza cuando la situación en los países desarrollados empezó a dar señales de que el crecimiento no iba a ser tan fuerte y cuando la Fed cambió el sesgo".

Ángel Laborda, director de Coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas), advierte que desde hace meses se está produciendo lo que se puede llamar "la tormenta perfecta", aunque, en esta ocasión, no va a tener, a su juicio, los efectos de la crisis financiera de 2008. "Creo que ahora todo se va a quedar, y no es poco, en un debilitamiento importante y superior al previsto por los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, OCDE o Comisión Europea. Estoy convencido que va a ser algo más profundo pero, en cualquier caso, no creo que se vaya a desencadenar otra recesión".

En su explicación cuenta que "estos años pasados se han estado alimentando montones de burbujas de todo tipo. Por ejemplo, por citar solo una, la del petróleo. Con un barril a 140 dólares se hicieron enormes inversiones basadas en las expectativas de crecimiento de China y de otros emergentes que ahora se han venido abajo. Algo así como lo que pasó en la burbuja inmobiliaria, que todo el mundo compraba viviendas porque pensaba que nunca valdrán menos y, al final, el mercado se cae. Y eso pasa ahora con una sobreoferta de petróleo que coincide con China y otras economías emergentes ralentizan su crecimiento y, por lo tanto, la demanda. Y las consecuencias afectan a los países y compañías productoras y también a los bancos. Yeso empuja a los mercados a corregir. En particular en Estados Unidos donde la enorme liquidez facilitada por la Fed, en Japón por el Boj y en Europa ahora por el BCE, ha ido a parar a los mercados financieros y eso ha generado sobrevaloraciones. Para colmo, en esta situación de agitación de los mercados surgen algunas dudas sobre bancos italianos y algún otro alemán y eso genera la tormenta perfecta. Todo esto hay que corregirlo y eso significa menos inversión y menos gasto y eso se va a traducir en una moderación del crecimiento mundial".

En su análisis, **José Manuel Amor, economista de AFI**, considera que lo que está ocurriendo es el resultado de la falta de solución de la crisis financiera. "En el fondo



Ángel Laborda:
“Se está produciendo lo que se puede llamar la tormenta perfecta, aunque no va a tener los efectos de la crisis financiera”

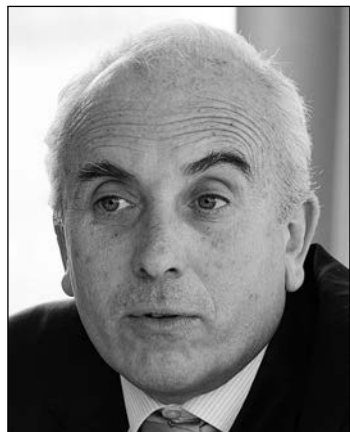
tenemos un volumen de deuda que es tremendamente elevado para lo poco que crecemos. Y las deudas cuando pesan mucho lo que hacen es restringir la actividad económica. Hemos intentado luchar contra esa losa bajando tipos de interés de una forma agresiva, y vemos que ni con tipo cero ni con negativos se consigue una movilización de recursos hacia actividades de inversión a medio plazo. Tampoco generamos inflación, que sería otra forma de licuar la deuda. Y en este contexto el mercado piensa que si seguimos así habrá que reestructurar y los ojos se vuelven hacia los bancos puesto que son ellos los que tienen la deuda”.

A su juicio, “el problema ahora es que las palancas que estamos utilizando para resolver el problema generan más problemas. Caso de los tipos de interés negativos con su repercusión en la rentabilidad de los bancos pero, además, está alimentando el riesgo y eso puede traducirse en una retracción de los consumidores y las empresas por las caídas bursátiles en estos últimos meses”.

El peligro de los bancos

Entrando en detalle en la situación en la que se encuentran los bancos y las dudas que generan, **Nicolás López**, entiende que detrás de la corrección sufrida estas semanas en las Bolsas, en especial en Europa, hay algunos factores como la caída de la rentabilidad del sector durante los próximos años motivada por los tipos de interés negativos”. A su juicio, “la recuperación de los beneficios de los bancos después de la gran crisis se va a retrasar a pesar de que parecía que la situación había tocado fondo y que iba a revertir. Y eso es lo que, en su opinión, no va a ser tan fácil por un conjunto de factores. Entre ellos sitúa, “los tipos de interés bajos y la presión regulatoria para que sigan incrementando sus ratios de capital”. Y estos dos factores afectan a la rentabilidad del accionista, comprimiendo a la vez las valoraciones. “Actualmente estamos -dice- en valoraciones bajas que lo que indican es que más que una crisis financiera como la de 2008 estamos, básicamente, en un escenario de rentabilidad baja”.

Juan Pedro Marín Arrese constata también que el elemento fundamental hoy en día es el riesgo de un entorno de tipos de interés negativos. “Eso es lo que se está descontando en las caídas de los títulos bancarios. Y es algo que se ve porque cada vez que hay una reunión de las autoridades monetarias más importantes se multiplican los rumores sobre posibles reducciones adicionales en los tipos



J. L. Martínez Campuzano:
“Nos encontramos ante una nueva fase de la crisis financiera de 2008, en la que lo que subyace es la deuda”

de interés y eso tiene una incidencia en la rentabilidad de la banca, un elemento clave porque sin rentabilidad es muy difícil mantener la solvencia”.

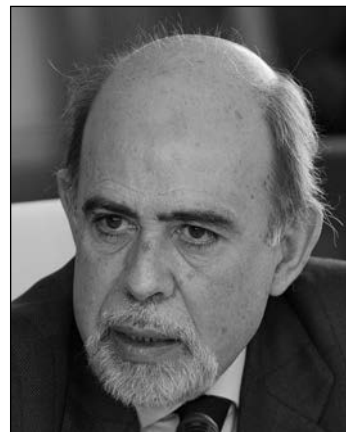
Recuerda que hemos asistido primero a movimientos de tipos de interés negativos en países pequeños y medianos que lo que pretendían era salvarse de una apreciación excesiva de sus monedas frente al euro. “El caso típico es el de Suecia, Dinamarca y Suiza. Y eso es relativamente asumible y lógico si tenemos en cuenta que son pequeñas economías que de otra manera podrían verse directamente afectadas por este movimiento. Hemos visto también el caso de Japón, mucho más curioso porque en un primer momento entra en tipos negativos, hay un ajuste a la baja del yen pero, inmediatamente

te, a la primera posibilidad de que el Banco Central Europeo pueda incrementar sus tipos negativos hace que su moneda se haya revaluado nuevamente”.

Por lo tanto, “hay un efecto de ajuste que todavía está por resolverse y frente a eso una ausencia de coordinación de los bancos centrales. Y eso es lo que perciben los mercados”.

Jose Luis Martínez Campuzano dice que los bancos están como están por tres razones. “Por el lado del pasivo les exigen por regulación salir al mercado a financiarse a tipos de interés relativamente altos en la coyuntura actual, por el lado de los activos porque los créditos cada vez son con márgenes menores y en un entorno en el que la incertidumbre económica también reduce la rentabilidad. Y, además, no sabemos hacia qué tipo de banco nos dirigimos: un banco internacional, especializado, ect... Aún no lo sabemos. Por tanto, los bancos están pagando esa incertidumbre y la falta de rentabilidad”.

Respecto al petróleo, **Juan Iranzo**, reconoce que su bajo precio, a corto plazo nos está beneficiando a los países netamente importadores pero la gran preocupación son los problemas que se están generando. “Entre ellos, el hundimiento de un país que se estaba recuperando como es Rusia. Porque, además, asociado al petróleo viene el problema del gas. Tampoco hay que olvidar los problemas que genera a los países árabes que, aunque les sale más barato producir crudo, pueden tener problemas de insolvencia en algunos proyectos faraónicos ya iniciados. A su vez, estas dificultades se trasladan a las empresas occidentales como las petroleras. No hay más que ver los resultados de Repsol. También sobre las



Juan Pedro Marín Arrese:
“Hay un efecto de ajuste que todavía está por resolverse y frente a eso una ausencia de coordinación de los bancos centrales”

empresas constructoras que están desarrollando grandes proyectos en estos países árabes. Y la paralización de nuevos proyectos de extracción que ya suponen 350.000 millones en todo el mundo, sobre todo en aguas profundas, y que probablemente nunca se recuperarán. Y lo que veo en la Bolsa es una enorme falta de madurez. Y cuando falta madurez la volatilidad se dispara.

Ángel Laborda explica que la ralentización de la economía mundial va hacer más difícil la situación de la banca, en particular la europea. “Una banca que, en algunos casos, no sanearon suficientemente sus balances y que están trabajando en un contexto difícil y con exceso de capacidad que aún no se ha corregido”.

En España se ha realizado una



José Manuel Amor:
“En el fondo tenemos un volumen de deuda que es tremendamente elevado para lo poco que crecemos”

de las mayores reestructuraciones y ajustes de capacidad productiva en el sector y aún así sigue habiendo exceso de capacidad productiva, pero en otros países o entidades aún no se ha hecho. “Si a eso sumamos los tipos de interés bajos hace que las cuentas de resultados del sector y sus expectativas sean bajas, lo que genera de nuevo temores a algún tipo de problema financiero. Se suma también las exigencias de los reguladores y propuestas políticas como las de Sauble en Alemania para que se compute con el riesgo debido la deuda pública en manos de los bancos. Y si esto se hiciera sería otra puntilla a la banca europea porque en un momento determinado casi se le obliga a que compre deuda pública y ahora se le penaliza con lo que ello supone para sus balances. Está bien la regulación y la supervisión pero no se le puede estar constantemente machacando al sector.

En este escenario, **José Manuel Amor**, cree que “soluciones para evitar que la situación empeore hay, pero no vemos a nadie que tire del carro. Y los únicos que podrían tirar serían Estados Unidos, China y alguna otra economía desarrollada y no estamos viendo ningún tipo de coordinación. En este entorno, los riesgos para los bancos son elevados porque hablamos de un sector que se mueve por la confianza. Y en los próximos meses nos vamos a volver a plantear, sobre todo con la moderación del crecimiento en Europa, hasta qué punto tenemos abierto la exposición soberana de la banca. Y mucha gente dice que con la unión bancaria tendríamos cerrado este look bancario yo no lo comparto.

En un mundo de ausencia de coordinación lo que va a suceder es que “tendrá que corregirse por la parte más débil, es decir, default empresariales y bancarios y eso genera más problemas para la economía. Es difícil ser optimista ahora mismo porque se están agotando las palancas y no hay invenciones nuevas. Estamos cerca de entrar en un punto de no retorno y sólo va a depender de que haya coordinación y políticas efectivas que nos permita estabilizar la confianza”.

La trampa de liquidez de Keynes

■ El término trampa de la liquidez es empleado en la teoría económica para describir una situación en la que los tipos de interés se encuentran muy bajos, próximos a cero en el que la preferencia por la liquidez tiende a hacerse absoluta, es decir las personas prefieren conservar todo el dinero antes que invertirlo, por lo que las medidas tendientes a aumentar la masa monetaria no tienen ningún efecto para dinamizar la economía y las autoridades monetarias no pueden hacer nada para llevar la tasa de interés a un nivel adecuado.

La teoría de la trampa de la liquidez es originalmente una propuesta keynesiana, que incluye como solución ante una situación semejante la realización de las inversiones públicas necesarias para conseguir el pleno empleo, aprovechando que el gobierno puede en un momento así tomar dinero prestado a tasas de interés ínfimas.

Juan Iranzo asegura que estamos en una trampa de liquidez de libro. “Cuando los tipos de interés son muy bajos

los agentes económicos se asustan en vez de consumir e invertir. Es en la situación en la que está Japón desde hace muchos años y es lo que ahora hemos puesto de manifiesto todos. La liquidez no se ha trasladado a la economía real porque el consumo y la inversión tienen que moverse con expectativas positivas. Y los tipos de interés negativos crean lo contrario”, asegura

José Luis Martínez Campuzano no está de acuerdo y explica que “en la situación actual hay problemas coyunturales y estructurales. Un problema coyuntural obvio es que sigue habiendo mucho exceso de capacidad. La crisis financieras son crisis muy largas, larvadas durante décadas, y, al final, cuando afloran se tarda muchísimo tiempo en resolverlas. Estamos pidiendo inversión en capacidad a muchas industrias y eso no tiene mucho sentido. El stock de capital en las economías desarrolladas está al nivel de los años ochenta porque realmente en estos momentos no se necesita más. Y, en este sentido, hay una nueva

industria relacionada con las tecnologías de la inversión que requiere muy poca inversión en capital. Es decir, la nueva industrialización no requiere de tanto capital ni tampoco tanta mano de obra. Y luego está la demografía. En Japón el crecimiento potencial no llega a un punto porque muchas de las empresas se han ido a crecer fuera. Y ese problema lo tenemos en otros países desarrollados, como España por ejemplo. Y con esto quiero decir que hay muchos problemas que no tienen solución a corto plazo y que las políticas económicas como las fiscales tienen que hacer lo imposible para dar tiempo. La caída de las Bolsas sí es un problema de confianza, pero el crecimiento de las economías no tiene que ver con la confianza sino que intervienen otros muchos elementos”.

Iranzo coincide en que estamos “en un momento de cambio estructural y utilizando políticas que en el pasado pudieron servir pero ahora no. Si hablamos de políticas fiscales más expansivas es evidente que generan

mucho más endeudamiento. Creo que no hay valor político para poner en marcha reformas estructurales importantes. Estamos en un momento muy delicado, no hay que olvidar que por la falta de rentabilidad pueden saltar por los aires muchos planes de pensiones. En España, por ejemplo, no se está reformando adecuadamente la sanidad ni las administraciones públicas ni el mercado laboral”.

Nicolás López apunta que también tenemos un problema de expectativas. “Quizas tengamos que asumir que en los próximos años Europa sólo puede crecer al 1-1,5%. Un crecimiento que, para **José Manuel Amor**, ni siquiera está garantizado porque “si no somos capaces de salir de la situación actual es posible que el futuro sea mucho peor”. A su juicio, “hay sitio para todo, para los bancos centrales y para planes de infraestructuras, hay tiempo para reformas estructurales que no tengan un resultado muy negativo a corto plazo”.