

# Turbulencias y credibilidad

La entrada de año está mostrando una gran turbulencia en los mercados financieros y desconcierto entre los inversores e instituciones diversas. La volatilidad está relacionada con la pérdida de credibilidad de gobiernos, reguladores y autoridades monetarias. Se desconfía de las autoridades de China para transformar una economía basada en la inversión en otra más apoyada en el consumo. Sus intentos de controlar los mercados financieros no han tenido éxito y cuestionan su buen criterio y entendimiento del funcionamiento de una economía de mercado.

Se desconfía, también, de la capacidad de los bancos centrales para hacer la transición entre las medidas excepcionales que se tomaron para evitar una gran depresión y un entorno normalizado. Además, ya no se sabe si la Reserva Federal de EE.UU. está subiendo o bajando la escalera de los tipos de interés, dado que todo apunta a que en diciembre decidió subirlos al final de un ciclo (moderadamente) expansivo. El espectro de Japón, con sus dos décadas de estancamiento, se aparece a nuestros banqueros centrales. La estrategia de "relajación cuantitativa", imprimiendo dinero para comprar bonos de largo plazo y el compromiso de mantener los tipos a corto muy bajos, ha funcionado parcialmente en EE.UU. Ha inflado los precios de los activos financieros y ha estimulado a los consumidores mediante un efecto riqueza. Al mismo tiempo, ha depreciado el dólar y ha ayudado a las exportaciones. La política monetaria expansiva en la eurozona ha devaluado el euro en relación con el dólar, pero el efecto en el consumo está por ver, dado que los europeos invierten menos en la bolsa. El Banco Central Europeo ha introducido tipos de interés negativos, como en Japón, para el exceso de reservas que los bancos guardan en el banco central. Los tipos de interés negativos nos introducen en un mundo desconocido, al intentar que los bancos den más crédito a las pequeñas empresas pero produciendo un efecto colateral pernicioso en las cuentas bancarias. El efecto de la política monetaria expansiva ha sido una sobreapreciación de la bolsa en

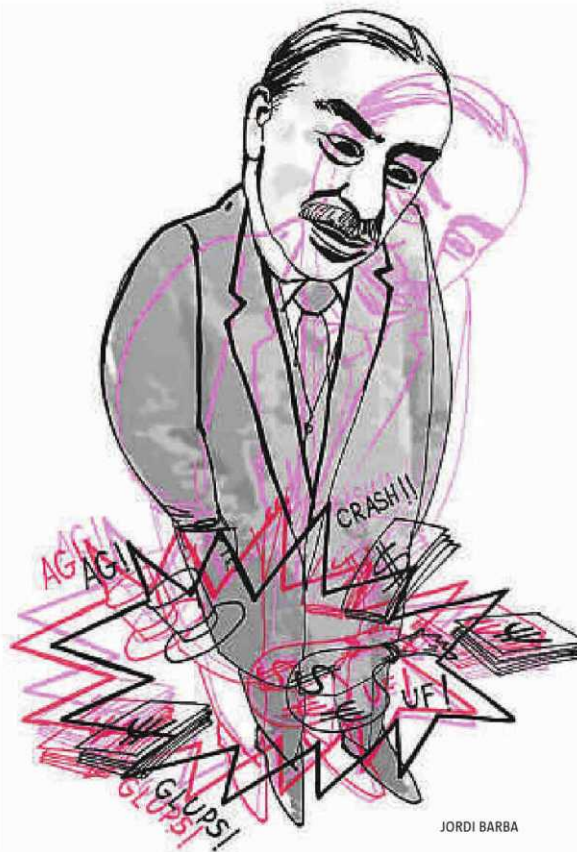
EE.UU. y de los bonos soberanos en la eurozona, creando fragilidad en el futuro.

Se desconfía de la capacidad de la banca de generar retornos razonables en un entorno persistente de tipos muy bajos o negativos y perspectivas económicas a la baja, y que cuestionan los bancos que no han hecho limpieza en su balance después de la crisis. Este ha sido recientemente el caso

perspectivas del negocio bancario, sino también con un cambio regulatorio importante en vigor desde enero. Como resultado de las ayudas que recibió el sector después de la crisis, y para evitar comportamientos arriesgados, las autoridades reguladoras decidieron que en caso de quiebra de una entidad los bonos con los que se financian en parte los bancos deberían tener una quita. Esto ya ha sucedido en Portugal, con gran polémica por la discriminación entre distintos tipos de bonos; pende como una espada de Damocles en Italia, donde estos bonos están en buena medida en manos de particulares, y ha sido el detonante de la crisis en el DB al temer los inversores la conversión en acciones de una clase de estos bonos (denominados CoCos –no es broma–) si el banco tiene problemas. El hecho de que los inversores en bonos de un banco sufran pérdidas si el banco tiene problemas no debería sorprender, pues este es el mecanismo mediante el cual tienen incentivos a vigilar sus inversiones. Al mismo tiempo este mecanismo evita que el contribuyente tenga que salir al rescate no sólo de los depositantes, sino también de los bonistas cuando el banco quiebra. Sin embargo, la transición de un sistema de seguro implícito del bonista a un sistema sin seguro es muy delicada, sobre todo en un entorno de debilidad de algunos balances bancarios, con posible riesgo sistémico. El caso del DB, que ha anunciado que recompra los bonos en cuestión, es paradigmático. El regulador europeo puede perder credibilidad al imponer un sistema de disciplina de mercado cuando la banca todavía no se ha recuperado de la crisis. Las consecuencias puede que no sean las deseadas.

Se desconfía de la capacidad de respuesta de la política fiscal ante la posibilidad de recaída de la crisis dados los elevados niveles de endeudamiento, tanto público como privado, en muchos países. Pero, volviendo a Keynes, solamente una política fiscal y de inversión imaginativa nos sacará del estancamiento.

En síntesis, el problema de credibilidad al que se enfrentan nuestros gobiernos y reguladores es formidable; por el bien de todos, esperemos que acierten en sus decisiones.●



## El problema de credibilidad al que se enfrentan nuestros gobiernos y reguladores es formidable

de algún banco portugués, de buena parte de la banca italiana, con gran cantidad de préstamos morosos, y... del mismo Deutsche Bank (DB), que registró pérdidas enormes en el 2015 y tuvo que realizar provisiones para absorber posibles multas por manipulación del mercado. El castigo a los valores bancarios en la UE en lo que va de año está relacionado no solamente con las

de perder credibilidad al imponer un sistema de disciplina de mercado cuando la banca todavía no se ha recuperado de la crisis. Las consecuencias puede que no sean las deseadas.

Se desconfía de la capacidad de respuesta de la política fiscal ante la posibilidad de recaída de la crisis dados los elevados niveles de endeudamiento, tanto público como privado, en muchos países. Pero, volviendo a Keynes, solamente una política fiscal y de inversión imaginativa nos sacará del estancamiento.

En síntesis, el problema de credibilidad al que se enfrentan nuestros gobiernos y reguladores es formidable; por el bien de todos, esperemos que acierten en sus decisiones.●