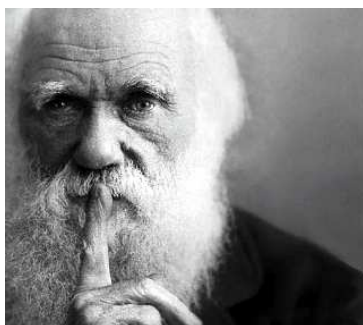


Alex Fusté

Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



¿Qué diría Darwin sobre la controversia monetaria y el futuro de Europa?

El colegio al que fui era, sin duda, una institución ilustrada y de amplias miras. Al igual que el ejército, seguía creyendo en las virtudes punitivas del servicio de cocina, lo que se traducía en tener que lavar cacharros por cada ocasión que el estricto código interno era contravenido. Situación similar sufren hoy los pobres ahorradores europeos que quebranten la nueva ley monetaria, que manda destinar todo el ahorro personal al consumo inmediato, so pena de tener que pagar la correspondiente multa, en forma de interés negativo. Leía hoy en una importante revista económica de Madrid que las grandes entidades de banca privada en Europa venían cobrando a sus clientes por sus depósitos, pero que esta práctica se extiende rápidamente en todas las entidades, afectando a toda tipología de clientes. Hasta ahora, esto venía provocando un “baile” de clientes de unas entidades a otras, pero esto se acaba, y más pronto que tarde ya no habrá “escondite” alguno para el ahorrador dentro de la Eurozona.

En el mundo natural, Darwin estableció que la vida se rige por una dinámica competitiva. Bautizó este proceso con el nombre de “selección natural”. Lamento decirles que, en el mundo económico, la vida no es diferente. Joseph Schumpeter (que es para el mundo económico lo que Darwin al mundo natural), también demostró que la economía se rige por una dinámica competitiva. Bautizó este proceso, como bien saben, con el nombre de “destrucción creativa”; concepto que esconde exactamente el mismo principio rector que el de Darwin. Pues bien. Resulta que en economía, el instrumento para alcanzar la selección natural es el tipo de interés del dinero (alimento necesario para respaldar y financiar proyectos). Sin tipos de interés no hay selección natural, y sin selección natural no hay progreso.

Muchos críticos argumentan que, en realidad, sí que hay un tipo de interés. Lo que pasa es que es bajo. Les engañan. En realidad solo hay un verdadero tipo de interés (el natural). Cuando el tipo de mercado es igual al tipo natural, solo accederán al capital disponible aquellos proyectos con ROIC superior al Coste del Capital (tipo de interés). Es decir; no habrá capital malgastado en proyectos de ROIC bajos. Por supuesto no habrá boom económico, pero tampoco habrá explosión de burbujas. Puede que haya quiebras, pero no una depresión económica. Un entorno de progreso gradual y estable.

En cambio, si el tipo de interés se sitúa muy por debajo del tipo natural (como ocurre actualmente en Europa), será el propio mercado financiero quien tomará prestado para comprar proyectos con ROIC bajo (capital malgastado). El efecto es doble: Montañas de deuda (boom económico) pero un ROIC agregado menor. ¡Claro! Luego ocurre lo que tiene que ocurrir. En algún momento volveremos a abrazar el libre mercado y dejaremos de planchar el precio del dinero. ¿Cómo creen ustedes que se absorberá un aumento del coste de capital

El mundo económico, como el natural, también se rige por una dinámica competitiva, y sin tipos de interés, no hay selección natural, ni progreso.

en una región de ROICs deprimidos? Yo se lo digo. Quiebras masivas y depresión. ¿Muestrario prístino de una flamante inteligencia? En absoluto. 2º de carrera en la facultad de Economía, convenientemente enriquecido con la lectura de “*The High Cost of Free Money*” (Irving Fischer, 1934). El trabajo de Fischer nos descubre el concepto de *Debt Deflation*, que es donde acabaremos.

Hoy, el NIRP (*negative interest rate policy*) ya está dejándose notar en nuestras vidas. Lo leía esta mañana en la prensa, con la decisión mayoritaria de los bancos de substraer el interés al depositante (fiscalizar el ahorro), y trasladar ese dinero a los estados (en forma de menor coste de su deuda). Esto no es más que el reflejo de un problema que venimos arrastrando, y no hacemos nada inteligente para arreglarlo: Nuestra infraestructura económica no soporta la superestructura política. En esencia, la actual planificación monetaria central se corresponde con la estrategia macroeconómica que implementó la URSS, que abolió el concepto de retorno de capital, y que resultó en 40 años de progresivo deterioro, para acabar colapsando a lo supernova.

Las autoridades del BCE pretenden trasladar consumo futuro al presente. Quizá (sólo) por ello aún disfrutemos de algo de crecimiento en la Eurozona

Por supuesto puedo entender que las autoridades del BCE pretenden trasladar consumo futuro al presente mediante la fiscalización del ahorro (algunos lo llaman represión financiera), y quizá por ello aún disfrutemos de algo de crecimiento en la Eurozona. Lo parece ser que no habrían entendido nuestras autoridades es que dicho crecimiento ha sido a costa de dejar el ROIC agregado de la Eurozona entre los más bajos del mundo. (Ver en tabla inferior las dos *proxies* que uso para ROIC, poniendo el énfasis en la comparativa)

Profitability (By Region) ▼ 📄 ▼ Add Field		
	ROE Common Equity % (FY0)	Net Profit Margin, (%) (FY0)
▶ Global Emerging Markets (21071)	10.38%	7.76%
▶ Euro Zone (21071)	9.10%	5.88%
▶ North America (21071)	13.00%	8.12%

Source: Eikon - Aggregates

Nos guste o no, un ROIC agregado bajo tiene consecuencias. Una de ellas es que acostumbran a darse episodios de alta inestabilidad (especialmente en los mercados de deuda corporativa y de *equity*). ¿Por qué? Simple. El capital se canaliza hacia centros de mayor remuneración, y huye de entornos sub-óptimos. Así de simple. Hasta el momento, el BCE va controlando estos episodios mediante intervenciones agresivas (según fuentes, cada vez que el VIX se dispara por encima de 25x, el BCE empieza a vender volatilidad, interviniendo así sobre el mecanismo que fija el precio del riesgo). Un curso de acción barato

que le permite, de momento, controlar el valor de los activos. ¿Qué puedo decir? La historia revela que estos esquemas de control económico acaban fallando. ¿Cuanto puede durar la función? Quizá hasta que el ROIC agregado alcance una fracción de lo que fue. O quizás hasta que los ahorradores se hartan, e igual que los fluidos fluyen desde sitios de alta presión a otros de baja presión, busquen refugio en lugares de menor represión financiera. O quizá cuando el esquema de compra de activos del BCE nos lleve a la irreversible merma del *free float* en el mercado de deuda, hasta un nivel suficientemente bajo como para que los bancos centrales con reservas netas decidan no comprar activos que no puedan venderse en 24 horas (entonces dejarán de tener esa divisa en su balance, y la rotura definitiva vendrá por una crisis del Fx, Como suele ocurrir en estos casos).

Las costuras de este “traje” europeo vienen tensándose peligrosamente. Personalmente, no me extraña ver donde estamos. No sé hasta donde y cuando podremos seguir estirando los encajes, aunque sí creo que aún hay margen antes de poder presenciar aquello que el Coronel William J. Clear dijo sobre que “*en las trincheras no hay ateos*”, en clara alusión al momento grave en el que todos, sin excepción, empezamos a rezar. ¿Por qué digo que aún hay margen? Casi de forma contra intuitiva, y de cara al año que viene, una Europa con menor austeridad fiscal (pues alcanzado el límite en política monetaria parece abrirse el camino para la política fiscal expansiva), y habiendo evitado dos desastres políticos (Brexit e Italia), bien podríamos tener un crecimiento “decente” en Europa. Pero esto sirve sólo para el 2020, que es el horizonte máximo que alcanzo a vislumbrar para la región. Lamentablemente, no me atrevo a dar una visión constructiva para un periodo más largo. Puedo ofrecerles una pista. Más allá del 2020, tendrían que cambiar mucho las cosas para alterar mi visión estructural desfavorable en la Eurozona, y por lo tanto, su moneda, sus bonos (especialmente crédito) y sus acciones.

Cordiales saludos.