

Carta de la Redacción

La política monetaria ha vuelto a la senda expansiva a ambos lados del Atlántico. Se han frustrado así las expectativas de hace apenas un año, cuando se esperaba en la eurozona el comienzo de un proceso de endurecimiento monetario y en Estados Unidos la continuidad de las subidas de tipos iniciadas a finales de 2015. En Europa, las últimas decisiones del Banco Central Europeo han reforzado las políticas acomodaticias como reflejo de las preocupaciones de las autoridades monetarias ante la incertidumbre generada por factores como el *brexit*, los conflictos comerciales o el enfriamiento de las economías emergentes, que amenazan con alejar más aún a la eurozona de su objetivo de inflación, lo que es tanto como decir, que la desaceleración podría estar entrando en terreno peligroso. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha vuelto a reducir el tipo de referencia por segunda vez en lo que va de año, mostrando también su inquietud por la marcha de la inversión empresarial y de las exportaciones.

La situación es especialmente delicada en Europa, donde el tipo de las operaciones principales de financiación está ya en el 0% y los programas de compra de activos presentan dificultades de continuidad en el caso de algunos países por haber superado los límites asignados. La aplicación de políticas expansivas parece estar alcanzando un punto de inflexión y conviene, por tanto, evaluar si llegados a ese punto está en tela de juicio la efectividad de la política monetaria para impulsar la inflación y —dígase o no de forma explícita— recuperar las tasas de crecimiento. La imposible adopción de un *mix* de política económica con una presencia siquiera mínima de política fiscal a escala europea ha dejado a la política monetaria en la más absoluta soledad, y debido a ello, en la necesidad de utilizar hasta el límite sus instrumentos de relajación monetaria. El problema es

que mientras la influencia de las políticas ultraexpansivas sobre la evolución macroeconómica es decreciente, los costes son cada vez mayores.

El artículo de ERIK JONES, que abre este número de *Cuadernos de Información Económica*, realiza una revisión de los tres debates que, a su juicio, se entrecruzan en la definición, ejecución y consecuencias de la política monetaria del BCE. En primer lugar, hasta dónde puede y debe llegar la adopción de dosis adicionales de acomodación monetaria en el actual escenario de previsiones sobre inflación y desaceleración económica. ¿Era necesario implementar este nuevo paquete de estímulos monetarios?, ¿qué margen resta ante posibles *shocks* negativos? En segundo lugar, el mecanismo de transmisión monetaria a través del sistema bancario distribuye de forma desigual los costes y beneficios de las políticas expansivas entre las propias entidades y países, y genera incentivos también distintos según la posición de cada banco respecto a su dependencia del crédito del BCE. Y tercero: el BCE tendrá que fraguar un nuevo consenso sobre el *timing*, el contenido, los parámetros y las repercusiones de la política monetaria en función de si los gobiernos de la eurozona están o no dispuestos a colaborar en los esfuerzos de reactivación económica mediante programas de estímulo fiscal.

Las consecuencias de los tipos de interés cero o negativos sobre la actividad y los resultados de los bancos españoles son objeto de análisis en el artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE, PEDRO CUADROS SOLAS y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ. La presión de la situación monetaria actual sobre la rentabilidad bancaria compromete la estabilidad financiera, debilita el canal del crédito, provoca efectos no lineales dependiendo de la base de depósitos de

cada banco y puede dar lugar a efectos invertidos de contracción de la demanda de crédito por la vía de las expectativas. De hecho, a pesar de que el tipo oficial de referencia es cero, el propio BCE ha constatado que el crédito aún se mantiene en niveles modestos. El efecto negativo en el margen de intereses podría prevalecer sobre impacto positivo que los tipos reducidos pudiesen tener en la morosidad bancaria. La reducción de la capacidad y el saneamiento de activos han permitido a los bancos españoles contrarrestar los efectos de la política monetaria ultraexpansiva. Es decir, la caída de los ingresos por intereses se ha visto parcialmente compensada por la disminución de los gastos por intereses, de modo que el diferencial entre ambos se ha mantenido prácticamente estable. Sin embargo, esta dinámica resulta difícil de sostenerse a largo plazo, sobre todo si se entra en tipos oficiales negativos, habida cuenta que los tipos de los depósitos bancarios difícilmente se establecerán por debajo de cero.

El debate sobre los efectos de la política monetaria de tipos cero o negativos en la rentabilidad de los bancos de la eurozona presenta bastantes similitudes con la situación vivida en Japón hace década y media, por lo que algunos se refieren así a la “eurojaponización” de la banca europea. ÁNGEL BERGES, FEDERICA TROIANO y FERNANDO ROJAS realizan una comparación entre la banca japonesa en el decenio de los 2000 y la de la eurozona desde 2008. En ambos casos, el mantenimiento de los tipos de interés en cero durante un largo periodo de tiempo comprime a la baja los márgenes unitarios. Para hacer frente a dicha situación la banca japonesa ha respondido con una presencia casi nula de morosidad y, por tanto, de menor necesidad de provisiones, y con una estructura de gastos de personal y generales mucho más ligera que la banca europea. De este modo, las entidades niponas han sido capaces de generar una rentabilidad sobre recursos propios menor que en tiempos anteriores, pero razonablemente estable, con un negocio con poca volatilidad y riesgo de crédito. Probablemente sea esta la razón por la que la ratio de capital exigible por el regulador japonés se sitúe muy por debajo de la europea.

En todo caso, el consenso adoptado en el seno del G-20 sobre el nivel mínimo de fondos propios y deuda subordinada, y la aprobación de la normativa equivalente europea (el denominado *MREL*, *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities*), avanza de forma más exigente en la reducción de riesgos por parte del sistema financiero de la Unión Europea. El artículo de MARTA MARTÍNEZ GUERRA disecciona el contenido del *MREL* y analiza la lógica a la que responde: que

dichos requerimientos sean suficientes para absorber las pérdidas que pueda presentar una entidad y posteriormente dotarla de un capital mínimo suficiente para poder seguir operando, sin recurrir por tanto a fondos públicos. El alcance de esta nueva normativa –aunque con un periodo intermedio de aplicación antes de su plena entrada en vigor– exigirá a la banca europea cambios importantes en su estructura de financiación.

La capacidad de la política fiscal para acompañar a la política monetaria en la recuperación de las tasas de crecimiento en la eurozona está condicionada por la situación de déficit y deuda de cada país. En ausencia de instrumentos presupuestarios suficientes por parte de las instituciones europeas, son las autoridades nacionales las que tienen la posibilidad de utilizar la política fiscal para influir así en la evolución macroeconómica. Sin embargo, se trata de una capacidad que, en la práctica, está limitada por los objetivos de consolidación fiscal. El artículo de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN y JOSÉ FÉLIX SANZ-SANZ realiza un análisis comparativo del esfuerzo llevado a cabo por los países de la UE para salir del procedimiento de déficit excesivo, tanto en el número de años como en la velocidad media de los ajustes. España es el país que más tiempo ha tardado en situarse por debajo del umbral del 3% del PIB en términos de déficit, empleando un total de diez años. La senda de consolidación fijada para alcanzar el equilibrio presupuestario en 2022 se encuentra, por el momento, condicionada por las sucesivas prórrogas presupuestarias y por la actual incertidumbre del escenario político.

En el proceso de descentralización que ha dado lugar a la conformación del Estado autonómico en España se ha venido señalando, como una de las características del sistema, la desproporción existente entre el elevado nivel de autonomía alcanzado por el lado del gasto y el comparativamente mucho menor grado de autonomía por el lado del ingreso. La literatura sobre federalismo fiscal considera que un desequilibrio de ese tipo diluye la responsabilidad política de los gobiernos subcentrales y produce severas ineficiencias en el proceso de elección social del gasto público y de la correspondiente carga tributaria. En términos comparativos, sin embargo, tal como se refleja en el artículo de SANTIAGO LAGO PEÑAS, España es el país de la Unión Europea con mayor descentralización tributaria hacia los gobiernos regionales, si bien está por detrás de países como Canadá, Suiza, Estados Unidos o Australia. Ahora bien, ello no significa que no existan abundantes retos pendientes. Por una parte, endurecer la denominada “restricción presupuestaria blanda” en la

que se han movido las haciendas autonómicas. Por otra, realizar un ajuste en algunos de los tributos cedidos, aumentado el grado de responsabilidad fiscal de las comunidades autónomas y estableciendo una relación más directa entre las decisiones de los gobiernos regionales y su efecto sobre los contribuyentes y las propias arcas autonómicas. Especial trascendencia adquiere en este punto el papel que pueden desempeñar las regiones en la implementación o reformulación de nuevas figuras tributarias como las relacionadas con la reforma fiscal verde.

La recuperación económica iniciada en España a finales de 2013 ha permitido recuperar una parte importante de la renta media de los hogares que se

había visto seriamente dañada por el impacto de la Gran Recesión. A su vez, los niveles de desigualdad se han reducido notablemente. Sin embargo, la renta media aún se encuentra por debajo de la existente antes de la crisis en términos reales y la desigualdad de rentas todavía es superior. El artículo de GONZALO GARCÍA y DIANA POSADA suscita la relación existente entre los niveles de desigualdad y pobreza relativa y la continuidad del proceso de recuperación del consumo privado, como palanca del mantenimiento de tasas de crecimiento de la actividad económica. En este sentido, el empleo se configura como un factor determinante de la continuidad en la recuperación del consumo, habida cuenta de la importante propensión al mismo de los hogares situados en la parte baja de la distribución.