

Teoría Monetaria Moderna



La MMT (teoría monetaria moderna) no es nueva.

En los últimos meses se ha hablado mucho en los círculos económicos y en los mercados de la aplicación de la MMT, siglas que corresponden a la teoría monetaria moderna, y que suponen el siguiente paso en la utilización de los estímulos monetarios para reavivar el crecimiento económico. Recordemos que estamos hablando de lo que se conoce como fase tres de la política monetaria.

La fase uno consistía en la utilización de los tipos de interés para tratar de suavizar el ciclo económico con las subidas y bajadas del precio del dinero. Teniendo en cuenta que la tendencia de la inflación desde la época de inicios de los años ochenta del siglo pasado fue a la baja, llevó a un proceso de reducciones cada vez mayores en el precio del dinero en cada desaceleración o crisis económica, los tipos llegaron a cero en Estados Unidos e incluso a negativo en la última crisis económica en la eurozona y en Japón

Tipos e inflación en Estados Unidos



Fuente Bloomberg. Periodo 31.01.1980-05.11.2019

Inflación y tipos en Alemania

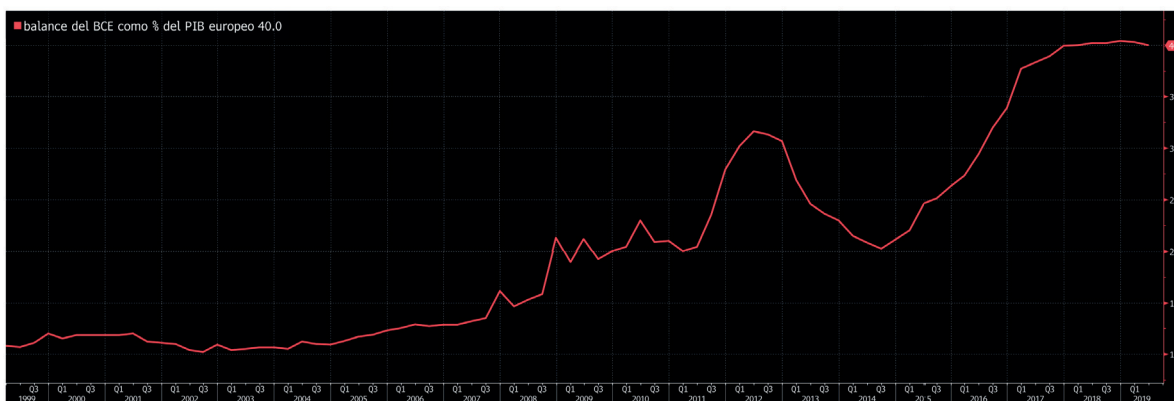


Fuente Bloomberg. Periodo 31.01.1990-31.10.2019

En el momento en el que se alcanzaron esos niveles suelo en tipos, la capacidad de que las bajadas de los mismos por parte de las autoridades monetarias sirvieran para estimular la economía desapareció.

La fase dos fueron los programas de reflación cuantitativa (QE) de compra de deuda, tanto pública como privada, por parte de los bancos centrales a través de la expansión de su balance. Los primeros que iniciaron esto fueron los americanos y los británicos, siendo el BCE el último en incorporarse al programa en marzo de 2015.

Balance del BCE como porcentaje del PIB de la Eurozona



Fuente Bloomberg. Periodo 31.03.1999-31.05.2019

Balance de los bancos centrales de UK, Japón, Euro y USA como % del PIB



Fuente Bloomberg. Periodo 31.03.1992-30.09.2019

En realidad, el programa de reflación cuantitativa supone una forma adicional de estímulo monetario. Conforme estas compras se realizan en grandes cantidades, suponen la entrada de un fuerte incremento en la demanda de los bonos que, ante una teórica oferta estable, implican una subida de precios de los bonos sobre todo los de medio y largo plazo, es decir, una bajada de las rentabilidades futuras a las que cotizan estos instrumentos.

Evolución de los bonos a 10 años alemanes en la implantación del QE



Fuente Bloomberg. Periodo 05.11.2014-04.11.2016

Por supuesto, es difícil diferenciar el efecto puro de los programas de QE, porque si por un lado suben el precio de los bonos, por otro lo que se espera de ellos es que estimulen el crecimiento económico, y en ese sentido que se exija una rentabilidad más elevada por esa expectativa de mayor crecimiento futuro. El gráfico 5 muestra cómo se comportó el bono a diez años alemán con la implantación del QE por parte del BCE en 2015, y su extensión a las emisiones de bonos del sector privado no financiero.

Se han publicado diversos estudios sobre la efectividad de los programas de reflación cuantitativa llevados a cabo por parte de los bancos centrales en cuanto a la capacidad de estimular la actividad económica. No vamos a entrar en el debate, pero sí somos de la opinión de que, al menos, en los mercados financieros la actuación de los bancos centrales ha afectado seriamente los precios de los diferentes activos.

La combinación de fijación de tipos de interés en mínimos históricos, y la retirada de activos invertibles del mercado al ser comprados, ha provocado un desplazamiento de los inversores en su curva de rentabilidad esperada y riesgo a asumir necesario para obtener dicha rentabilidad que no se ha limitado sólo a los activos de renta fija, sino a todo tipo de activos financieros.

Esta es una de las críticas fundamentales que se le hace al programa de QE o la fase dos de la política monetaria, la desconexión entre el crecimiento de la economía y el efecto que ha tenido en el precio de los activos financieros. Las actuaciones habrían ido dirigidas a favorecer a los tenedores de capital sin realmente beneficiar a las capas más débiles de la sociedad, incrementando la concentración de la riqueza y la desigualdad social.

Evolución del PIB y de la bolsa americana desde 2006



Fuente Bloomberg. Periodo 30.09.2006-05.11.2019

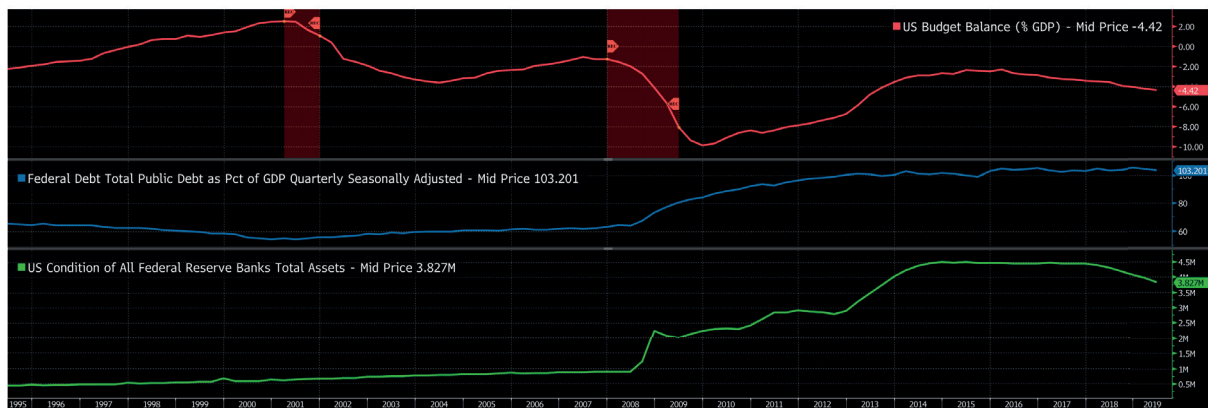
Esa desconexión es lo que lleva a pensar en la implementación de una nueva forma de política monetaria, la fase tres, en la siguiente crisis o desaceleración económica, que realmente acabe estimulando la economía mientras trata de beneficiar a los más débiles.

¿En qué consiste la fase tres también llamada MMT? Pues básicamente en una combinación de política fiscal y monetaria. Los incrementos de gasto público realizados para estimular el crecimiento y que generan un aumento del déficit público, son financiados directamente por las autoridades monetarias. Es decir, una monetización directa del déficit que incrementaría las posibilidades de generar más inflación.

Como ponemos en el título de la nota, esta política no es original. Es algo que se ha hecho con cierta frecuencia a lo largo de la historia, y el caso más reciente lo tenemos tanto en Reino Unido como en Estados Unidos y Japón en la forma en que se tomaron medidas para solucionar la recesión provocada por la crisis financiera. Recordemos por ejemplo que, en Estados Unidos, se incrementó sustancialmente el gasto fiscal en 2008-2009 en el momento en el que la Reserva Federal lanzó su primer programa de QE en marzo de 2008, y que le llevó a comprar el 75% del volumen de bonos nuevos emitidos por el

gobierno (gráfico 7). En el caso del Reino Unido, se realizaron sustanciales rebajas fiscales y se incrementó el gasto social de forma que el déficit público subió también del 2% al 10% del PIB, siendo financiado en un 60% por las compras de bonos del Banco de Inglaterra. En Japón, con la llegada de Abe al gobierno y el nombramiento de Kuroda como banquero central, se implementó el programa llamado de las tres flechas que implicaba estímulo fiscal, reflación monetaria y reformas estructurales de la economía.

Déficit público americano, deuda pública sobre PIB y balance de la FED



Fuente Bloomberg. Periodo 30.06.1995-30.06.2019

Pero no solo en la última crisis hemos tenido ejemplos de MMT, aunque no se hayan calificado como tales. A lo largo de la historia hay ejemplos reconocibles de tal política. No pretendemos ser exhaustivos, damos aquí solo un par de ejemplos.

El primero fue el programa directo de empleo de la administración Roosevelt (Works Progress Administration) orientado a dos medidas de estímulo fiscal:

- Que al menos el 90% del dinero de los proyectos fuera a salarios y que representara un 2% del PIB americano durante el periodo entre 1935 y el inicio de la segunda guerra mundial y
- Que los pagos anticipados de los bonos a los veteranos de guerra con endeudamiento directo del gobierno tenían el soporte de la FED como garantía cuando alguien quería canjear dichos bonos por dinero.

El segundo ejemplo son los bonos MEFO (Sociedad de Investigación Metalúrgica S. L) al inicio de los años treinta

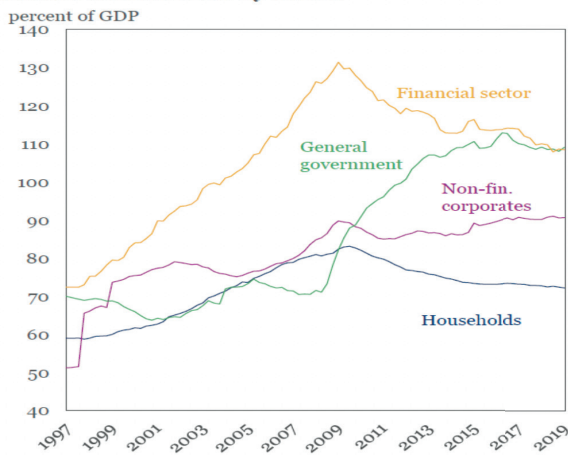
en Alemania. Estos bonos fueron el instrumento para la expansión fiscal, y el Banco Central alemán garantizaba su conversión a marcos en cualquier momento. El gobierno realizaba pagos a las compañías con estos bonos y éstas podían pagar incluso los salarios en este instrumento que los trabajadores gastaban en su día a día. En 1939 el 40% de la deuda pública alemana estaba formalizada en este tipo de bonos con los que se financiaron canalizaciones, autopistas y el rearme del país.

La mayor parte de los ejemplos históricos en los que se siguieron políticas de MMT, en general reflejan que se acabó generando inflación. Este es uno de los mecanismos con los que se respondió a la crisis financiera de la década pasada, con la idea de poder reducir el gran incremento del endeudamiento público. La deuda pública sustituyó la deuda privada de familias y empresas (gráfico 8). Pero, si tradicionalmente en episodios históricos pasados el crecimiento económico elevado había permitido reducir los niveles de deuda pública de manera paulatina, las bajas tasas de crecimiento actuales dificultan dicha reducción (gráfico 9).

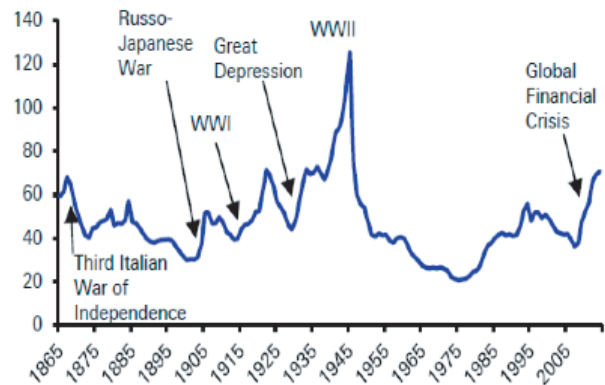
Por supuesto los mercados no se mueven de forma lineal y esto genera oportunidades importantes que debemos aprovechar en la construcción de carteras, pero recordemos que las rentabilidades son continuas, y la división del tiempo de medición anualmente es una convención. El arranque de este año nos está permitiendo endulzar el amargor del final de 2018, pero mirado en un año las bolsas mundiales siguen con retornos negativos, acercándose a esas predicciones pesimistas de los modelos.

Evolución de la deuda por sectores (% PIB) Deuda pública sobre PIB en desarrollados

Mature Market Debt by Sector



Fuente: IIF Institute of International Finance



Fuente: Deutsche Bank

En el mundo actual, la deuda se ha incrementado de manera notable. Hacer frente a los pagos de intereses como gasto corriente de la misma pone un techo importante a las subidas de tipos sin que pueda crear una crisis sistémica. Se requieren mecanismos alternativos para tratar de que dichos niveles de deuda sean sostenibles sin perder la capacidad de estimular el crecimiento económico, y tratar de evitar los crecimientos de las desigualdades que se han visto en los últimos años, y que llevan aparejada una gran fractura social.

Tradicionalmente se considera que los procesos inflacionistas suelen perjudicar a los más débiles. Una posible combinación de política fiscal dirigida a colectivos identificados, unida a esa financiación directa del déficit por parte de las autoridades monetarias, puede trabajar en esa dirección.

■ El "help to buy" para apoyar al mercado de la vivienda en Reino Unido, por el que el gobierno daba un préstamo sin intereses sobre el 20% del valor de una vivienda sin intereses.

■ El programa "cash for Clunkers" para la sustitución de vehículos contaminantes, subvencionando con 4500 dólares la compra de vehículos nuevos en Estados Unidos; con tres mil millones de dólares de gasto y setecientos mil vehículos en el programa.

■ O el plan renove en España, son ejemplos de políticas fiscales que cumplen estos objetivos. No nos olvidemos de un importante hito, sobre todo en Europa, con el cumplimiento de los objetivos del acuerdo de París de 2015 y la subida de la temperatura del planeta por debajo de dos grados y posiblemente uno y medio. Las inversiones necesarias están cifradas en más de un 3% del PIB europeo, requiriendo claramente participación pública, y seguramente puedan ser incentivadas y abaratas en coste con la intervención de las autoridades monetarias. Por ahora los anuncios al respecto hechos por parte del gobierno alemán no han supuesto incremento del gasto fiscal pues sustituyen a otras partidas.

No estamos abogando porque la solución de las economías sea la aplicación de la MMT, solo pretendemos describir las líneas básicas de funcionamiento de la misma y como pueden impactar en los activos financieros. ¿Qué efectos puede tener en los mercados? Lo desconocemos. Inicialmente, desde luego, producirá un acalorado debate entre las diferentes corrientes de pensamiento económico seguidoras de la escuela keynesiana, favorable a dichas medidas, y la ortodoxa escuela austríaca, contraria a ellas, que defiende lo bien que van las cosas en Alemania con su modelo de disciplina presupuestaria.

Si vamos a monetización directa del déficit, lo más probable es que sí que se genere un aumento de la base y masa monetaria, un poco más de crecimiento y algo de inflación y, en teoría, favorezca los activos que mejor se pueden proteger de dicha inflación, es decir, las acciones frente a los bonos. Si no hay monetización, y los estímulos fiscales no son notables y eficaces en la reducción de las diferencias de riqueza y renta, las previsiones avanzan escenarios de bajo crecimiento, perpetuación de tipos bajos mientras no se pierda la confianza en la devolución de la deuda, posibles aumentos de la inestabilidad social, y retornos nominales muy bajos o negativos en los activos financieros.

No nos cabe ninguna duda de que, en adelante, se hablará mucho más de la MMT. Como hemos tratado de explicar, no es un instrumento absolutamente novedoso, pero claramente la forma en la que se instrumente si lo podrá ser.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/s financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Ni CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U. ni sus empleados, representantes legales, consejeros o socios aceptan ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas que puedan producirse basadas en la confianza o por un uso de esta publicación o sus contenidos o por cualquier omisión. No se aceptará ninguna responsabilidad por el uso de la información contenida en este documento. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U. CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el nº15. CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U., está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 36997, folio 1, Hoja M-660174. NIF A-08818965.