

Aprovechando el 4 de julio



AHORA MISMO

José Luis Martínez
Campuzano

Para muchos estadounidenses es una semana semifestiva. Un momento de calma tras los sobresaltos derivados del Brexit. Sí, los riesgos derivados del proceso de desconexión de Reino Unido de la Unión Europea no sólo se perciben en Europa. De hecho, según estamos escuchando a varios consejeros de la Fed, probablemente son lo suficientemente relevantes como para dificultar que el proceso de normalización de tipos siga adelante... a corto plazo. Ya saben que el mercado no descuenta nuevas subidas de tipos de interés oficiales antes de mediados del próximo año. Y para entonces, ya veremos.

Tipos de interés oficiales de medio punto para una economía que crece a ritmos nominales por encima del 4,5%. Naturalmente, la situación lo merece. Y aquí podemos introdu-

cir todo un conjunto de factores domésticos e internacionales. Entre los primeros, las bajas perspectivas de inflación. Utilizando los *breakeven* de inflación a 10 años, hablaríamos de un 1,4%, por debajo del objetivo del 2% y con descensos recientes. Por otro lado, bajo la máxima de que los mercados siempre tienen razón, el descenso en los últimos días de la rentabilidad del bono a 10 años hasta un 1,45%. Al final, no hay prisa por subir los tipos de interés oficiales. Y dado el difícil (inquietante, he escuchado) contexto internacional, tampoco es cuestión de forzar la subida.

Pero, ¿saben una cosa? Con distintas palabras, no tan diferentes argumentos, llevamos casi dos años hablando del tema. Y siempre con la misma conclusión: no acaba de llegar el momento para seguir subien-

Siempre hay un argumento (o excusa) para no subir los tipos de interés

do los tipos de interés. Y eso que, en general, se admite que la política monetaria expansiva es demasiado laxa en Estados Unidos.

Hablemos ahora de la principal referencia macro en Estados Unidos durante la semana. Me refiero a los datos de empleo de junio. ¿La previsión del mercado? Una cifra cercana a 150.000 nuevos empleos (120.000 netos al considerar el final de la huelga en el sector de las telecomunicaciones en mayo), sin cambios en la tasa de paro del 4,7% y una aceleración hasta el 2,8% (2,5% antes) de los salarios por hora trabajada. En definitiva, creación de empleo moderada pero compatible con la aceleración en el crecimiento de los salarios. O dicho de otra forma, más debate sobre la posibilidad de que la economía estadounidense haya alcanzado su tasa natural de desempleo, lo que está presionando al alza los salarios. Consideren que en el pasado el 70% de la aceleración de la inflación vino de los salarios. ¿Una conclusión demasiado simple? Evidentemente lo

es. Sobre la base de la complejidad no contemplada descansa el aplazamiento recurrente en la subida de tipos. Además, con una revisión (también recurrente) de los tipos de interés objetivo. Siempre hay un argumento (o excusa) para no subir los tipos de interés.

Baja productividad

Con todo, debo admitir que la presidenta de la Fed utilizó un factor nuevo en su última comparecencia ante las Cámaras: la productividad. La baja productividad marginal, que limita el crecimiento potencial y supone una amenaza tanto para la solidez de la creación de empleo como para la recuperación de la inflación. ¿A qué se debe la baja productividad? Siendo un mal generalizado en los países desarrollados, no hay tampoco argumentos convincentes para explicarlo. Con todo, en la mayoría de los casos se apela a la falta de "progreso". Si no les cuadra con la innovación que supone todo el proceso de transformación digital, consideren que

requiere poco capital y es también poco intensiva en mano de obra. Bajo *stock* de capital en el que también influyen factores como el deterioro demográfico o el de las perspectivas de crecimiento ante incertidumbres como la elevada deuda pública, los riesgos geopolíticos, la desigualdad social y hasta un nivel demasiado bajo de los tipos de interés... ¿por qué no?

¿Se sienten confusos tras todo lo anterior? Les adelanto que nos ocurre a todos. Es, en parte, una consecuencia de mantener medidas monetarias excepcionales durante demasiado tiempo, de manera que ya parecen normales. Una nueva normalidad, dirán algunos. Yo, por mi parte, defensor de estas medidas en el pasado, ahora las veo como un problema adicional y no tanto como un beneficio. Siempre hay que saber retirarse a tiempo. En la vida. Y naturalmente, también en política monetaria.

Portavoz de la Asociación Española de Banca