

Barrer para casa

Juan Carlos Ureta, en el bosque de La Zoreda, en Oviedo. | LUISMA MURIAS



Juan Carlos Ureta

Presidente de Renta 4 Banco

“La economía digital causa desigualdad”

“Estamos viendo la destrucción de lo tradicional, pero aún no el mundo nuevo” ● “El riesgo siempre está ahí aunque no se vea: vivimos tiempos con la volatilidad en mínimos pese a que la incertidumbre sea máxima”

✦ Javier CUARTAS

“Con la economía digital estamos viendo la destrucción de lo viejo, pero aún no la aparición de lo nuevo”, señaló Juan Carlos Ureta, presidente de Renta 4 Banco, quien el jueves dio una conferencia en Oviedo organizada por la APD. A su juicio, el revulsivo de la nueva innovación tecnológica y su efecto sobre la productividad se percibirá cuando se haya generalizado. Aunque alerta: “La economía digital tiende a generar desigualdad”.

—¿Le inquietan las señales de desaceleración e incertidumbre mundiales?

—A nivel global, y en particular en EE UU y Asia, llevamos ya más de diez años de ciclo

de crecimiento y con los mercados financieros muy alcistas. La impresión general es que estamos en una fase tardía y madura del ciclo y que ya hay síntomas de agotamiento del modelo de crecimiento basado en acumular deuda y monetizarla. Se han generado varias unidades de deuda por cada unidad de PIB. Y esto es así porque los bancos centrales han estado comprando esa deuda. Después de la quiebra de Lehman Brothers, en 2008, se realizaron grandes inyecciones de liquidez para fomentar el crédito. Fueron medidas de choque con mucho impacto. Pero cuando se han hecho permanentes, han perdido eficacia. Ahora se preparan nuevas rondas de financiación, pero los bancos europeos tie-

nen depositados 600.000 millones de liquidez en el BCE pese a que este les aplica un interés negativo del 0,4%. Esto es así porque no saben cómo invertirlo en la economía real o no aprecian una demanda solvente de crédito para prestar esos recursos. Esta política monetaria tuvo éxito en frenar la caída de la economía, pero no es capaz de hacerla crecer de forma sostenida.

—Pero, frente a ello, usted ve una corriente contraria, de carácter positivo, con la nueva revolución tecnológica y el ascenso de las clases medias en países emergentes.

—Estamos viendo oportunidades. Hay una nueva oleada de innovación tecnológica con la inteligencia artificial que genera

muchísima productividad y la eclosión de las clases medias en Asia, que se incorporan al consumo y que amplían el mercado. La innovación tecnológica está creando mucho crecimiento en países emergentes, pero con precios y márgenes a la baja, aunque los menores márgenes se compensan con el volumen. Las empresas tienen que adaptarse a una economía de bajo crecimiento y alta transformación y que conlleva “destrucción creativa”. La economía vive ciclos de innovación, al principio la innovación causa periodos de beneficios extraordinarios, pero cuando la innovación se extiende y generaliza causa destrucción.

—La política monetaria ultraexpansiva ha



contribuido a un volumen de deuda mundial sin precedentes. ¿Le preocupa?

—Sí y no. No porque estamos en una economía que tiene una enorme evolución tecnológica por delante y con mucha creación de valor. Pero sí es preocupante porque no compartimos el consenso de optimismo. En Renta 4 vemos riesgos que no están siendo valorados.

—Prevé un gran revulsivo de productividad, pero uno de los grandes debates es que no aparece esa mejora en las estadísticas pese a la revolución digital y a la automatización que están en marcha.

—En todo fenómeno de innovación hay una fase de “decepción” en la que los beneficios del proceso no son visibles. El PIB no los está midiendo en términos de utilidad aunque sí de rentas. El iPhone no genera tanta productividad como en su día lo hizo la red de ferrocarriles en unidades de PIB, pero en crecimiento futuro yo creo que sí. La cuestión está en que la economía digital se caracteriza por volúmenes al alza y márgenes a la baja. Solo cuando toda la sociedad se haya adaptado al mundo digital se apreciará en toda su dimensión. Ahora vemos la destrucción de lo tradicional y aún no el mundo nuevo. En esa transformación hay una pérdida transitoria de PIB.

—Cuando destaca la gran oportunidad de los países emergentes entiendo que no

se refiere al modelo tradicional de los emergentes dependientes de las materias primas.

—Exacto. No vinculados a las materias primas y tampoco a los ingresos medios. Hay economías que ya crecen en valor añadido y que están transformándose para huir de la “trampa” de los ingresos medios y de las materias primas.

—Cuando alerta del agotamiento de la expansión monetaria para monetizar deuda se distancia claramente de la nueva corriente denominada Teoría Monetaria Moderna, muy en boga y que ha recibido críticas tanto de los economistas más tradicionales como de muchos considerados progresistas.

—La teoría es bastante falaz. En una economía con recursos ociosos y que no genera inflación ni desórdenes, plantea, en vez del keynesianismo clásico, que el banco central emita dinero, pero en vez de inyectarlo al sector bancario (que quizá no sea capaz de transmitirlo a la economía real) o directamente a la gente (que quizá lo ahorre y no lo gaste) se dé directamente a los gobiernos. Presupone que los gobiernos lo gastarán bien y de forma eficaz, y que además es imposible que haya impagos de deuda soberana por muchos bonos que se emitan si se financian con moneda propia. Pero este modelo solo es sostenible si el Gobierno gasta bien (y sabemos que no siempre es así) y mientras la gente confíe en esa divisa.

—Sería quizá la puntilla definitiva, además, a la independencia de los bancos centrales.

—Creo que ya se la han cargado, lamentablemente. El Banco de Japón ya es dueño de tres cuartas partes de la Bolsa de Tokio a través de ETF (fondos cotizados).

—¿Es inevitable que la nueva economía digital genere más desigualdad y que por lo tanto alimente aún más los fenómenos de malestar social y político que expresan los populismos, nacionalismos y extremismos?

—Por su propia dinámica, la economía digital tiende a generar desigualdad. Al basarse en la disrupción, genera ganadores exponenciales y perdedores exponenciales, y desigualdad real y percibida. Tiende también a la desigualdad porque desplaza valor. La generación de riqueza no es igualitaria. Si no se ponen correcciones, la dinámica tenderá a un crecimiento exponencial pero desigual. Y esto ahonda el malestar político. Se habla de desigualdad generada por el modo en que se salió de la crisis. Los mercados financieros lo amplifican porque financian muy generosamente a empresas digitales como Uber y otras, aunque están en pérdidas económicas abultadas, pero esto supone restringirlo a otras empresas de la economía real. La lucha por los recursos es darwiniana.

—¿El alza del proteccionismo y de los populismos euróforos, el “Brexit” y los extremismos nacen de esa insatisfacción?

—Son consecuencia directa de la bolsa de malestar social en las clases medias de EE UU y Europa por una situación (real o percibida) considerada injusta. Pero los populismos proponen soluciones falsas. El fenómeno de Donald Trump también es una respuesta a ese malestar.

—¿Se inclina por que los bancos centrales sigan intentando mantener el crecimiento económico en la fase tardía del ciclo con más políticas ultrarrelajadas o por que se permita a la economía que realice los ajustes que en algún momento serán inevitables?

—La Fed empezó muy suavemente a endurecer su política y a subir tipos. El BCE recortó el volumen de compras mensuales de deuda. Pero hemos visto que los mercados financieros reaccionaron con turbulencias, como ocurrió en diciembre. Esto llevó



Las empresas tienen que adaptarse a una economía de bajo crecimiento y alta transformación que conlleva “destrucción creativa”

La gestión de la inversión debe dejar de fijarse en el coste de la deuda para centrarse en el valor del activo, y aquilatar entre liquidez y riesgo

La Bolsa indica optimismo, y los bonos, pesimismo; hay señales equívocas. El modelo de crecimiento basado en monetizar deuda se está agotando

Las fusiones bancarias son inevitables. La agricultura ocupaba al 50% de la población y hoy solo al 5%, pero produce más; esto ocurrirá con los servicios

a un frenazo de los bancos centrales y dieron marcha atrás porque se asustaron y también por presiones políticas. Los bancos centrales van a tener un dilema muy complicado entre permitir el ajuste o seguir cebando el modelo con resultados futuros dudosos y que no sabemos adónde nos lleva. Ya no será una economía de mercado, sino de capitalismo de Estado, poscapitalista o al menos una economía de mercado muy intervenida. Y sobre todo si la Teoría Monetaria Moderna prospera.

—En este escenario, ¿qué modelo de gestión e inversión postula?

—El modelo de inversión dominante en los últimos años se fundamentó más en fijarse en el coste de la deuda que se asumía que en el valor del activo en el que se invertía. La reflexión era: si me financio al 1% o al 2%, invierto en activos que me rindan algo más, de modo que cuanto más bajo sea el coste de la deuda, se acaba entrando en activos de peor calidad. Este modelo de gestión debe cambiarse. Hay que virar y fijarse mucho más en la calidad del activo que en el coste de la deuda porque el coste del pasivo puede subir y se pueden producir turbulencias, y la forma de protegerse es teniendo posiciones en activos de calidad. Antes era habitual tener una cartera con el 70% en renta fija y un 30% en renta variable, de modo que, aunque cayera la Bolsa, la cartera era mayoritariamente conservadora. Pero esto ya no se puede hacer porque la renta fija da el 0%. Así que lo que hay que hacer es distribuir la inversión no entre renta fija y variable, sino entre qué porcentaje en posición de liquidez y qué porcen-

taje de riesgo. El inversor conservador deberá tener un mayor porcentaje en posición de liquidez y la parte de riesgo deberá distribuirse entre renta variable y renta fija, a sabiendas de que hasta activos tradicionales sin riesgo (como el bono alemán a diez años) ahora sí lo tienen, dado que con el tipo interés en negativo si inviertes 100, recuperarás 99,9 euros al cabo de un decenio, además de asumir los riesgos de inflación, de que durante ese tiempo hayan subido los tipos y del deterioro del valor del dinero.

—Pero la expansión monetaria, con tipos ínfimos, conduce a la pérdida de la percepción de riesgo, sobre todo en una fase de recuperación económica.

—Esto es lo más inquietante. Cuando se pierde el respeto al riesgo es muy preocupante. El riesgo siempre está ahí, aunque no se vea. Estamos viviendo una etapa en la que existe una volatilidad en niveles mínimos históricos, pese a que se está produciendo una incertidumbre política, geopolítica y social creciente. Estamos ante la gran incógnita de qué ocurrirá en las tensiones entre EE UU y China, y en un momento en el que mientras las Bolsas indican una tendencia optimista sobre la economía, los bonos, en sentido contrario, apuntan claramente al pesimismo. Hay señales equívocas: la volatilidad sigue en mínimos con una incertidumbre máxima. Lo que explica esta divergencia es la expansión monetaria de los bancos centrales.

—De hecho, la volatilidad se disparó en algunos momentos en los que se suscitaron dudas.

—Por ejemplo, en febrero de 2018. La volatilidad se multiplicó por cinco en apenas una hora.

—¿Y España?

—España tiene en este momento el 40% de su deuda pública emitida en tasas negativas. El Tesoro cobra en vez de pagar por financiarse. Esto solo seguirá siendo así si el Banco Central Europeo sigue comprando deuda. Pero esto puede cambiar.

—¿La gestión empresarial también debe cambiar como la de las inversiones?

—Es lo mismo. Cada vez se parecen más en la gestión de los recursos y del riesgo. Se puede percibir que todo va a ir muy bien, pero ¡cuidado! ¡No valoremos el futuro tan de color de rosa! Pueden venir turbulencias. No interpretemos mal las señales.

—Liberbank y Unicaja acaban de renunciar a su fusión, pero los reguladores siguen pidiendo más integraciones. ¿Son imprescindibles?

—Son inevitables. No es que haya recorrido para más fusiones. Es que no hay alternativa. Porque la que hay es que cada entidad haga recortes de oficinas y empleo brutales sin fusiones. Todo proceso de concentración es una excusa para hacer ajustes de capacidad. La banca universal y comercial (quizá también la de inversión) está sobredimensionada en capacidad en la Unión Europea. El sector está abocado, como le ocurrió a la agricultura en su momento, a producir más con menos tamaño. Si de la agricultura vivía el 50% de la población, ahora lo hace el 5%, pero produce más que entonces. Esto mismo va a ocurrir en la banca y en general en los servicios. Son excedentarios en capacidad instalada. Uno de los grandes banqueros españoles comentó: “Si en dos años no han subido los tipos de interés, serán inevitables las fusiones a gran escala”. Ha pasado ese plazo y los tipos de interés no han cambiado. Estamos en la lógica de las economías de escala, propia de la era digital: menos margen y más volumen. Y esto incide en la banca. La llamada gestión pasiva es un mecanismo de respuesta.