

## **VIENEN TIEMPOS INTERESANTES:**

### **El euro y la economía de mercado<sup>1</sup>**

---

#### **I. 2014: el año de la recuperación**

Por primera vez desde el estallido de la crisis de la deuda soberana en la periferia de la zona euro las perspectivas de crecimiento son favorables:

La prolongada recesión desde mediados de 2011 quedará superada en este ejercicio y dará paso a una gradual recuperación económica que continuará en 2015, según acaba de revelar el Informe de Primavera de la Comisión Europea, en consonancia con la mayoría de los analistas.

Pero no echemos las campanas al vuelo:

- La tasa de crecimiento del PIB será modesta: 1,2% en 2014 y 1,7% en 2015 (2013: -0,4%). Es decir, el ritmo de actividad irá muy a la zaga del ritmo global (3,5% y 3,8%, respectivamente). El resto de la Unión Europea en su conjunto podría ir algo mejor, gracias a un buen comportamiento en Lituania, Polonia, Suecia y el Reino Unido.
- El mal endémico en la zona euro - el elevado paro - persiste. La tasa de paro se mantendrá entre el 11% y 12% de la población activa; la del paro juvenil por encima del 20%). Las diferencias entre los países seguirán siendo significativas (con España y Grecia los que más superan la media europea tanto en el total de parados con un 25% como con respecto al paro juvenil con más del 50%). El paro de larga duración también es notable en numerosos países (más del 30%, en España un 50%). Esto significa un deterioro grave de capital humano que debilita el potencial de crecimiento de la economía europea.

---

<sup>1</sup> Conferencia Magistral, Fundación Rafael del Pino, Madrid, 26/5/14.

- La situación fiscal, aunque mejorada, continúa en un estado crítico. Cumplir con los objetivos de déficit público marcados por la Comisión Europea es una tarea ardua. La deuda pública sigue creciendo en numerosos países, incluso más allá del 100% del PIB (como en España) que muchos economistas consideramos como un nivel crítico por contraproducente. No en vano, el Tratado de Maastricht establece un 60% del PIB como límite para el volumen de la deuda pública. La media de la zona euro se sitúa en el orden del 95% (en Alemania alrededor del 75% y en descenso).

### *Incertidumbre respecto de Francia e Italia*

Entre las tres grandes economías de la zona euro, la evolución es muy dispar. Las menores tasas de crecimiento probablemente corresponderán a Francia e Italia (2014: 1% y 0,6%, respectivamente; 2015: 1,5% y 1,2%), mientras que Alemania se desmarca (cerca del 2% en ambos años).

- La economía gala todavía lastra la tibieza con la que el primer Gobierno del Presidente Hollande había afrontado el saneamiento de sus finanzas públicas y la corrección de numerosas deficiencias estructurales en la economía. Queda por ver si el nuevo Gobierno con Manuel Valls al frente puede, como ha anunciado el 8 de abril con el llamado "Plan para la Responsabilidad", reorientar la política económica hacia planteamientos reformistas junto con fuertes ajustes en el gasto público - en contra de la ideología de su partido socialista y de la apuesta de los grandes sindicatos por la lucha de clases (que es interminable). No es de buen agüero que Valls reclame al BCE a que persiga un objetivo de depreciación del tipo de cambio del euro (en contra del mercado) con el fin de estimular las exportaciones y el crecimiento. Esta receta tan típica de Gobiernos franceses, con independencia de efectos colaterales indeseados, no sería muy eficaz en un entorno de una intensa competencia tecnológica globalizada en la que muchas empresas francesas han perdido el tren.
- La economía italiana está lastrada por un elevado grado de incertidumbre derivado de la inestabilidad política que padece el país. También en Italia un nuevo Gobierno, de Renzi, pretende ser más contundente que los antecesores, pero habrá que pasar de la retórica reformista a los hechos; esto va a ser difícil

si bajo la Presidencia italiana de la UE (en el segundo semestre de 2014) Renzi trata de priorizar políticas fiscales de expansión económica frente el ajuste fiscal, como ya viene diciendo bajo el slogan “Eso de ahorrar era ayer”. Por consiguinete, la reducción de la elevada deuda pública (133% del PIB en 2013) no figura en la agenda del nuevo Gobierno.

### *Alemania, a primera vista bien, pero con interrogantes*

Alemania, por el contrario, intensificará su actividad en 2014 y 2015.

- Las previsiones más recientes de los Institutos alemanes apuntan a una tasa de crecimiento del PIB del 1,9% en este ejercicio y del 2% en el próximo – por encima del potencial (2013: 0,4%). La tasa del paro registrado podría disminuir desde el 6,9% en 2013 a un 6,7% en 2014 y un 6,5% en 2015, con una población activa creciente. El paro juvenil se sitúa en un 7%. El impulso básico al crecimiento vendrá de la demanda interna (como en 2011-13), especialmente del consumo privado; la inversión empresarial en bienes y equipo y la inversión en la construcción de viviendas registrarán notables aumentos, tras la caída sufrida en 2013. La aportación del sector exterior sería negativa (-0,1%). A ver si toman nota de ello los críticos (krugmanianos) del modelo alemán que no cesan en lamentar la debilidad de la demanda interna.
- Dicho esto, debo advertir sobre la nueva política económica del Gobierno de Gran Coalición de Angela Merkel entre conservadores (CDU/CSU) y socialdemócratas (SPD), que va a ser más intervencionista, más reguladora y más redistributiva. El riesgo es que tarde o temprano los nuevos planteamientos de izquierda redunden adversamente en el ritmo de actividad, como muchos analistas alemanes nos tememos (por considerar que está programado el encarecimiento de la mano de obra de baja cualificación, la subida de las cotizaciones sociales para todos, un aumento de impuestos, unos incentivos perversos sobre la oferta de trabajo etc.). Aunque el Gobierno naturalmente lo desmienta: Alemania podría jugarse los logros de las reformas estructurales de la “Agenda 2010” que hace diez años había puesto en marcha un canciller socialdemócrata (Schröder) en consenso con la entonces jefa de la oposición en el Parlamento Federal (Merkel). Para Europa no sería nada bueno

si la primera economía pierde dinámica. Por eso me sorprende el regodeo con el que se difunden comentarios en España (en los medios de información y las tertulias televisivas y radiofónicas) siempre que se pueda contar algún dato negativo sobre la economía alemana.

### *España: por fin con perspectivas favorables*

En España se irá consolidando la recuperación. En este ejercicio, el PIB podría volver a crecer – al 1,1% según la Comisión Europea. Y en 2015 al 2,1% (2013: -1,2%; 2012: -1,6%). Las previsiones del Gobierno son el 1,2% y 1,8%, respectivamente.

- El motor del crecimiento serán las exportaciones y el turismo, si bien la demanda interna irá ganando algo de fuerza (por primera vez en siete años su aportación al crecimiento será positiva). Al sector industrial todavía le cuesta conseguir que la reactivación termine de asentarse. Pero es un dato positivo que hay cada vez menos concursos de acreedores y, por consiguiente, una mejora de la solvencia de las empresas en su conjunto, lo cual estimulará la inversión.
- Con independencia de un entorno internacional favorable, la economía española comenzará, aunque lentamente, a cosechar los frutos de las reformas emprendidas por el Gobierno de Rajoy (mejora de la confianza de los agentes económicos, ganancias de competitividad de las empresas). Lo importante es mantener el pulso reformista y no caer en la autocomplacencia.

### *Condiciones monetarias, ¿desconcertantes o previsibles?*

En un escenario de moderado crecimiento, la inflación en la zona euro permanecerá contenida y en mínimos históricos.

- La subida prevista del IAPC por la Comisión Europea (0,8% en 2014, 1,2% en 2015, tras el 1,3% en 2013) quedará por debajo del objetivo de inflación del BCE (“debajo, pero cerca del 2% anual a medio plazo”).

- Actualmente, en la zona euro hay incluso temores de deflación, una vez que en los últimos meses la tasa de inflación interanual ha caído por debajo del 1%. Esto tiene tres explicaciones: (i) Una es que en los países periféricos los precios y salarios bajan en el contexto de la “devaluación interna” que es imprescindible para sanear la economía y recuperar la competitividad internacional. (ii) La segunda explicación es que la debilidad de la demanda interna apenas da margen para subir precios. (iii) En tercer lugar, la actual fortaleza del tipo de cambio del euro frente al dólar abarata la importación de productos procedentes de países terceros, incluidos el petróleo y el gas natural.
- En otras palabras: lo que observamos es un episodio de desinflación, es decir, una reducción de las tasas de subida del nivel de precios, no un episodio de deflación; para ello tendría que bajar el nivel de precios común durante un período más o menos largo. En este caso sí habría un problema porque (i) aumentaría el valor real del atesoramiento del dinero, lo que enriquece a quien no gasta para consumir, (ii) aumentaría también el valor real de las deudas empresariales y estatales, lo que frena la inversión financiada con crédito, y (iii) aumentarían los salarios reales dada la inflexibilidad de los salarios nominales a la baja, lo que crea desempleo. Pero la probabilidad de una deflación en la zona euro es muy baja: la recuperación económica junto con el aumento de los costes laborales y la probable normalización de los precios alimenticios y energéticos son factores más propicios al alza del nivel de precios que a la baja. De hecho, la inflación subyacente (excluidos alimentos y productos energéticos), aunque también es baja, está subiendo. A los hogares no les viene mal que los precios alimenticios y energéticos sean tan favorables como en la actualidad: los ajustes de salarios y empleo se hacen más llevaderos para las personas afectadas.
- Es curioso que la baja inflación crea tanta preocupación porque supone un problema para los deudores. Efectivamente, ni el Estado, ni las empresas, ni los hogares pueden reducir el peso real de sus deudas como les fue posible en el pasado con tasas de inflación más elevadas. Pero esto había supuesto una redistribución subrepticia de rentas desde los acreedores, los tenedores de patrimonios financieros y sobre todo de los asalariados y los pensionistas hacia los deudores. La baja inflación corrige este sesgo – a favor de una mayor justicia social. Y de paso le pone un freno a tentaciones de endeudamiento desmesurado por parte de Gobiernos, empresas y hogares. Pero los que con tanta insistencia

evocan el fantasma de la deflación y presionan al BCE a que afloje aún más las riendas monetarias tienen otros intereses: más gasto público (la izquierda política y los sindicatos), más ganancias bursátiles (bancos y accionistas) y una depreciación del euro (empresas exportadoras).

Como resulta que la inflación en la zona euro es más baja que en EE.UU. y la política monetaria del BCE (todavía) algo menos expansiva que la de la Reserva Federal, el tipo de cambio del euro viene apreciándose.

- Pero hay un factor adicional de mucha relevancia para los países meridionales, incluida España: la célebre declaración de Draghi del 26 de julio de 2012 de aplicar una política de compra ilimitada de bonos periféricos (OMT, en sigla inglesa), si fuera necesario para contener las primas de riesgo y tranquilizar a los inversores financieros de que no habrá ni quiebras de Estado ni una ruptura de la zona euro. Por aquel entonces, el tipo de cambio del euro estaba en 1,20 euros/dólar; actualmente está rozando los 1,40 euros (a mediados de mayo). Aquel anuncio institucional ha estimulado la afluencia de mucho capital foráneo a la periferia, que ofrece rentabilidades atractivas, lo cual presiona el tipo de cambio del euro frente al dólar (y otras monedas) al alza.
- Una cosa es ver con buenos ojos, como muchos hacen en España, el regreso de la inversión extranjera, otra muy distinta el percatarse de la creciente dificultad de las empresas españolas de continuar, ante el deterioro cambiario de la competitividad-precio, con su estrategia de abrir mercados de exportación en países fuera de la zona euro que con tanto éxito llevaron a cabo en tiempos recientes. Los logros derivados de la contención de los costes unitarios laborales se van diluyendo con esta política del BCE en apoyo de los Gobiernos.

## **II. Tras contener la crisis, robustecer la unión monetaria**

La recuperación económica en la zona euro y sobre todo el mejor comportamiento de los países-crisis no garantizan la futura viabilidad de la Unión Monetaria como unión de estabilidad. Para ello es necesario reforzar la arquitectura institucional.

- Se habla mucho de crear una unión fiscal europea, pero ello requiere la renuncia por parte de los Estados miembros a la soberanía presupuestaria. Nadie está

dispuesto a ello, tampoco en Alemania o España. Lo que algunos pretenden es que se mancomune la deuda pública (por ejemplo mediante la emisión de eurobonos y programas de rescate, si fueran necesarios), mientras que los Gobiernos conservarían todas las competencias en materia de gasto e impuestos – tal y como ha ocurrido en el pasado.

- En una economía de mercado, que es el modelo que contempla el Tratado de la UE, debe regir “el principio de la unidad insoluble entre el control y la responsabilidad de la propia actuación” a todos los niveles de agentes económicos: hogares, empresas, bancos, Administraciones Públicas. Este principio es tan fundamental porque garantiza que funcione limpiamente la competencia en los mercados y porque crea los incentivos eficientes para la inversión, el trabajo y el ahorro. Los empresarios lo saben. No obstante, muchos en el Sur de Europa simpatizan con “unión de transferencias y de endeudamiento”. Ello llevaría el euro a terreno resbaladizo, marcado por la inestabilidad financiera, los conflictos políticos intraeuropeos y la proliferación del euroescepticismo (eurofobia) entre los ciudadanos - para lo que ya hay síntomas inequívocos como han puesto de manifiesto las elecciones parlamentarias europeas de ayer. Perderíamos todos.

Así las cosas, las políticas económicas nacionales continuarían siendo la clave para crear en cada país un entorno favorable a la creación y el crecimiento de empresas, a la inversión en equipo e infraestructuras, al progreso tecnológico y la innovación en productos, y al trabajo bien retribuido. Volvería a reanudarse la convergencia real de las economías menos desarrolladas hacia las más avanzadas, que había quedado interrumpida durante los años de crisis. Cuanto más convergencia haya, más fortaleza tendrá la Unión Monetaria porque todos los países miembros podrían asumir tipos oficiales de interés únicos y un tipo de cambio del euro igual para todos (lo que en la actualidad no es el caso). Ni que decir tiene que es mejor la convergencia real hacia arriba que no hacia abajo.

La fórmula para institucionalizar el principio de control y responsabilidad ya la preveía el Tratado de Maastricht que prohibía programas de rescate (cláusula “*no-bail out*”) y la financiación de un Estado por parte del BCE. Esa fórmula no ha sido

respetada, como sabemos. Para el futuro hay que reactivar estas dos reglas. Lo que no puede funcionar indefinidamente es que sea un organismo europeo – el BCE – el que tenga que responder de la conservación de la zona euro, aunque no haya sido creado para ello y ponga en entredicho su reputación y credibilidad.

Otra fórmula, de más reciente aprobación en el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo, para fomentar la unidad de control y responsabilidad se va a plasmar en la Unión Bancaria Europea. Ya están encarrilados dos pasos institucionales de alto relieve:

- Uno es la creación de un mecanismo común de supervisión bancaria a cargo del BCE. Entrará en vigor el próximo noviembre, una vez analizados y dados por sostenibles la calidad de los activos y la exposición a eventuales escenarios adversos de 128 entidades con relevancia sistémica (16 bancos españoles, 24 alemanes).
- El otro paso dado es el establecimiento de un mecanismo único para la reestructuración o liquidación ordenada de entidades crediticias insolventes, a cargo del llamado Consejo de Resolución Único (de nueva creación). La entrada en vigor de este mecanismo está prevista para el 1 de enero de 2015.

La nueva filosofía es significativa en dos aspectos fundamentales en una economía de mercado: (i) Un banco tiene que poder quebrar, como una empresa en la economía real; lo importante es que ello no destabilice el sistema financiero. El exceso de capacidad bancaria en la zona euro no es sostenible; debe de corregirse con la salida del mercado de entidades financieras. Se establecerá un Fondo de Resolución Único con aportaciones de los bancos (aunque el volumen inicial previsto de 55.000 millones de euros me parece insuficiente si se produjera una nueva crisis bancaria con contagio sistémico). (ii) Se ha acordado el concepto del “*bail in*” dentro de un modelo de responsabilidades “en cascada”: los primeros en asumir el coste de las medidas a tomar ya no serán, como hasta ahora, los contribuyentes propios y extranjeros (éstos serán los últimos), sino los propietarios (accionistas) y bonistas de la entidad maltrecha y los depositantes de grandes volúmenes (de más de 100.000 euros). Estas dos regulaciones son cruciales para poder acabar de una vez para siempre con la mala práctica de que los bancos puedan privatizar los beneficios de sus negocios (una vez pagados los impuestos) y socializar las pérdidas. Los bancos

deben estar sujetos con sus operaciones al control del mercado al igual que lo están las empresas con sus productos. Ha de suprimirse la protección implícita de la que gozan los bancos grandes (*“too-big-to-fail”*) y los bancos estrechamente vinculados entre sí (*“too-interconnected-to-fail”*). El tiempo dirá si estas nuevas regulaciones serán aplicadas en casos concretos a rajatabla, es decir, sin intromisiones políticas por parte de los Gobiernos. No es precisamente tranquilizador que el cierre de un banco, propuesto por el BCE y el Consejo de Resolución Único, pueda ser impedido por la Comisión Europea y el Ecofin; ambos se han reservado el derecho de veto.

Lo que queda por reformar es el trato de los bonos del Estado en los balances bancarios. Actualmente se consideran como activos sin riesgo, que los bancos no tienen que provisionar con capital. Esto es falso, como se ha puesto de relieve durante la crisis. La provisión con arreglo a la solvencia de los bonos es indispensable, aunque no les guste a los Gobiernos porque les saldría más caro endeudarse. Además, es conveniente que una nueva regulación imponga a las entidades financieras un límite infranqueable para la compra de bonos estatales del propio país. De esta forma se les protege frente a eventuales presiones por parte de los Gobiernos nacionales interesados en colocar deuda en la cantidad necesaria y a un interés asequible. Ya no se pondría en aprietos a la banca en tiempos de crisis de la deuda soberana, como ha ocurrido en el pasado.

Otra tarea ardua, pero inexorable, es la de crear un régimen concursal el caso de la bancarrota de un Estado. Por supuesto que no se trata de “liquidar” un país, como si fuera una empresa o un banco inviables. De lo que se trata es de disponer de unas reglas objetivas, coherentes, vinculantes y transparentes para la adopción de procedimientos de saneamiento por parte del Gobierno nacional y del Consejo Europeo, sin una politización del proceso. Lo que hemos visto durante los últimos cuatro años - políticas económicas anticrisis con un activismo cortoplacista y expuesto al chantaje político - debe pasar a la historia, dados sus efectos colaterales negativos.

### III. A modo de conclusión

Termino con tres observaciones:

- La primera es que la probabilidad de que se consolide la recuperación económica en la eurozona es elevada. Pero no se debe bajar la guardia. La tranquilidad actual en los mercados financieros es engañosa por depender en gran medida de que el BCE sea un “comprador de última instancia” de deuda pública. El BCE no ha sido creado para asumir esta función y no la podría ejercer indefinidamente.
- En segundo lugar, es absolutamente indispensable que la consolidación fiscal y las reformas estructurales pendientes continúen con contundencia y credibilidad. Esta es la fórmula para que la economía de mercado pueda funcionar con los agentes económicos creando expectativas de crecimiento y empleo positivas a medio plazo.
- Y la tercera observación es que los Gobiernos tienen que tomarse en serio las reglas de juego (los principios constitutivos) de una unión monetaria. Uno no puede ser miembro de un club y luego ir a su aire. Todos los Gobiernos tienen que aplicar con ejemplaridad políticas de equilibrio macroeconómico y de eficiencia microeconómica. Este es el camino adecuado para elevar el potencial de crecimiento en cada uno de los países y avanzar en la convergencia real que es una “*conditio sine qua non*” para la viabilidad de la zona euro como un área de estabilidad de precios y dinamismo económico.