

EL FUTURO DEL EURO: Sembrado cada vez de más interrogantes¹

I. Perspectivas económicas, a la baja

Después de dos años y medio de crisis en la zona del euro seguimos sin ver la luz al final del túnel. Lo que en la periferia empezó como una crisis de la deuda pública y privada se ha extendido a una crisis bancaria y a una crisis macroeconómica de recesión y paro laboral al alza. Entre estas tres crisis se ha establecido un vínculo perverso de agravación mutua. Ya son cinco los países que se hallan en esta delicada situación (Grecia, Irlanda, Portugal, España, Chipre). Grecia parece atrapada en un callejón sin salida, por mucho que los líderes políticos europeos declaren lo contrario: ya se baraja la necesidad de un tercer paquete de rescate, esta vez con quitas también para los acreedores públicos (incluido el BCE) y con independencia de que hasta ahora el Gobierno heleno sólo ha cumplido en parte los compromisos firmados. En el punto de mira está también Italia, donde una burocracia temerosa de ver reducidas sus competencias viene abortando una medida de reforma tras otra. Y un interrogante hay que ponerle a Francia. El país galo tiene ya los síntomas de vulnerabilidad ante acontecimientos adversos: unas cuentas públicas desequilibradas, un persistente déficit por cuenta corriente, una sociedad esclerotizada por un desmesurado intervencionismo estatal y, por consiguiente, un potencial de crecimiento muy bajo.

En todas partes se han revisado a la baja las *previsiones económicas* para la zona euro, incluida Alemania, que estaba ejerciendo de locomotora.

- El Consejo alemán de Expertos Económicos, en su Informe 2012-13 (entregado al Gobierno Federal el 7 de noviembre), espera que el PIB real de la zona euro en su conjunto disminuirá en un -0,7% en este ejercicio y en un -0,1%, en 2013

¹ Conferencia Semestral, Fundación Rafael del Pino, Madrid, 15/11/12.

(2011: 1,4%); si excluimos Alemania, las tasas de variación previstas son del -1,1% y -0,4%, respectivamente (2011: 0,9%).

- Las tasas de crecimiento previstas para Alemania son el 0,8% en ambos años (2011: 3%).
- España afronta una contracción económica tanto en este ejercicio (-1,2%) como en 2013 (-1,4%), tras un 0,4% en 2011, según las previsiones alemanes y que son más pesimistas (¿y más realistas?) que las oficiales del Estado.
- Entre los demás países en crisis, Grecia será el que peor irá (-7,9% y -2,3%, tras -7,1% en 2011) e Irlanda el que mejor, con tasas de crecimiento positivas (0,4% y 1,4% en 2012 y 2013, respectivamente; 2011: 1,4%). Irlanda está dando un buen ejemplo de que se puede salir de la crisis. Portugal, Italia y Chipre todavía no están en esta situación y mostrarán en ambos años un retroceso económico, más intenso que España.

Al mismo tiempo es muy probable que empeorará la situación de el mercado de trabajo.

- Para el conjunto de la zona euro las tasas de paro previstas son del 11,3% en 2012 y del 12% en 2013 (2011: 10,1%); sin Alemania, 13,6% y 14,5%, respectivamente.
- Las tasa de paro en Alemania se situarían en el 5,3% y 5,2%, respectivamente; sólo Austria tendría unos registros mejores (3,9% y 3,6%).
- En España, la tasa de paro seguirá siendo la más elevada del área y con tendencia al alza (25,4% y 28,3%, respectivamente), junto con un desempleo juvenil descomunal (a mediados de 2012 estaba en el 49,3% mientras que por ejemplo en Alemania la tasa de paro juvenil era el 8,3%). La tasa de paro juvenil en España incorpora un importante componente de paro encubierto (jóvenes que no buscan empleo, sino que alargan sus estudios con másters y programas similares). No obstante, entre los jóvenes cualificados sin perspectiva de empleo hay muchos que emigran, por ejemplo a Alemania ('brain drain' versus 'brain gain', con sus consabidos efectos adversos y beneficiosos, respectivamente, sobre el potencial de crecimiento).

Las actuales previsiones del FMI están en la misma línea. Así las cosas, la zona euro quedaría descolgada de la economía mundial, aunque ésta también

experimentará una desaceleración en este año (al 3,3%, tras un 3,8% en 2011) y mejorará el registro sólo ligeramente en 2013 (3,6%).

II. Las políticas de rescate europeas, cuestionables

Es cierto que el necesario *reajuste interno* en la periferia europea está *en marcha*: el saldo presupuestario primario mejora, el déficit por cuenta corriente disminuye, la deuda privada baja, la evolución salarial se modera, los empleos redundantes en el sector público están siendo suprimidos, las entidades financieras están aumentando su capital principal. Pero todo esto no es percibido en los mercados como suficiente. Ello se debe a que una y otra vez hay que constatar en las actuaciones gubernamentales incoherencias, ambigüedades y demoras significativas y hasta omisiones graves (no sólo en Grecia).

Además, *persisten unos profundos problemas estructurales* en los países meridionales que impiden el despliegue del 'efecto confianza' que normalmente genera la consolidación fiscal, cuando es creíble, de modo que la contracción económica del ajuste se prolonga más de lo que es inevitable, máxime si al mismo tiempo el sector privado hace su propio ajuste, el de reducir su endeudamiento. Los problemas estructurales tienen dos causas fundamentales:

- Hay, por un lado, un exceso de regulaciones y trabas administrativas de la actividad emprendedora (en España agravado por normativas autonómicas que por heterogéneas y frecuentemente contradictorias distorsionan la unidad de mercado).
- Por el otro lado es patente la falta de productividad y competitividad de las empresas. Según el '*Global Competitiveness Report 2012-2013*', publicado el mes pasado por el World Economic Forum de Ginebra (con una muestra de 144 países), Grecia tiene la economía menos competitiva de la eurozona (puesto 96 del ranking mundial / 17 y último en la zona euro); los demás países europeos en crisis no van tan mal, pero sí figuran en puestos discretos (Irlanda 27 / 8, España 34 / 10, Italia 42 / 11, Portugal 49 / 13, Chipre 58 / 15) y lejos de los países más competitivos de la Eurozona (Finlandia 3 / 1, Holanda 5 / 2, Alemania 6 / 3). Por cierto, el primero en el ranking mundial es Suiza, seguida de Singapur. Y eso que

los países más competitivos tienen unos costes laborales por hora trabajada superiores a los de los países en crisis. Por ejemplo, Alemania en la industria manufacturera un 62% más que España (35,66 euros frente a 21,88 euros en 2011), según los cálculos recientes del Instituto IW de la Economía Alemana de Colonia. Pero la industria alemana conoce la fórmula de cómo neutralizar la desventaja competitiva en costes laborales: mediante la innovación en productos y procesos y la internacionalización de la producción, sin que los sindicatos (que no son beligerantes en Alemania) lo impidan. ¿Qué hacen los países meridionales al respecto? ¿En dónde están las pymes españolas dispuestas a innovar y buscar el acceso a los mercados globales, más allá del europeo?

Con este trasfondo y con independencia de que los Gobiernos hagan esfuerzos para embridar los ajustes, ¿cómo no iban las agencias de calificación de riesgo bajarle a diversos países la nota de solvencia y cómo no iban los inversores financieros exigir mayores primas de riesgo? Y dejen aparte, en el caso de España, los crecidos conflictos políticos entre el Gobierno central y determinados ejecutivos autónomos, lo que los mercados también registran, con preocupación. Si Rajoy y Monti critican que las primas de riesgo contienen, por lo menos, dos puntos porcentuales de especulación, debieran de explicar cuál es el motivo: ¿sólo un juego de casino? o ¿el temor de una ruptura del euro y la consiguiente reaparición del riesgo cambiario con una notable devaluación de la reintroducida peseta o lira?

La interconexión entre crisis de sobreendeudamiento, crisis bancaria y crisis macroeconómica ha producido una crisis sistémica de confianza en la Eurozona. *Las ayudas financieras por sí solas no restaurarán la confianza perdida. La mutualización intraeuropea de deudas soberanas y bancarias, tampoco.* Con medidas superficiales no se suprimen las causas de los problemas. La deuda no desaparece, sólo se redistribuyen los riesgos de impago entre contribuyentes de diferentes países con arreglo a las cuotas nacionales en el capital del BCE (la mayor es la de Alemania: 27,1%). Se socializan las pérdidas de los bancos, mientras que se mantienen privatizados los beneficios, y se protege a los accionistas y acreedores de entidades maltrechas. Así no puede funcionar un sistema de economía de mercado, en el que debe regir la unidad entre la oportunidad de ganar dinero y la responsabilidad de asumir pérdidas.

El argumento que esgrime el Ecofin y el Consejo Europeo de Jefes de Estado y de Gobierno de que todo se hace para '*ganar tiempo*', en el que los Gobiernos socorridos corregirían los desequilibrios fundamentales en las economías, no es convincente.

- Ya el anuncio oficial de que no se permitirá que un país caiga en bancarrota, cueste lo que cueste, genera el incentivo perverso del llamado 'riesgo moral', es decir, crea situaciones en las que el Gobierno de un país en crisis se comporta como los agentes económicos temen que se comportará: con tibiezas y artimañas que sirvan para reducir el coste de desgaste político ante el electorado, que medidas de ajuste impopulares acarreen. Por eso, el '*quid pro quo*' (ayudas exteriores a cambio de reformas internas) no funcionó bien en el pasado. Donde menos, en Grecia.
- Los que verdaderamente utilizan el tiempo son, por un lado, los bancos extranjeros: para reducir sus tenencias de deuda pública de estos países y endosarle al BCE los bonos estatales de calidad dudosa; y, por otro lado, los residentes que trasladan sus depósitos bancarios y patrimonios financieros a otros países considerados seguros. De hecho, la salida de capitales de España e Italia, y no digamos ya Grecia, ha sido masiva en los últimos tiempos. Tanto, que por ejemplo en España el Tesoro tiene que pedirle (¿presionar?) a los bancos españoles que compren la nueva deuda que emite y que ya no puede vender a inversores foráneos - con la peligrosa consecuencia de prolongar la dependencia mutua entre el Estado y el sector financiero nacional. Y además quedan sin (o con poco) crédito las empresas privadas incluidas las de nueva creación, lo cual perjudica al empleo.

¿Hacia dónde iremos? Por de pronto parece ser que *continuando por el camino de la improvisación* con todo tipo de medidas puntuales y parches, según convenga en cada momento.

Actualmente, se trabaja por instituir rápidamente un supervisor bancario para la UE, con el fin de que los bancos puedan recibir directamente un rescate sin que el préstamo compute como deuda pública y los intereses devengados aumenten el déficit estatal. El Gobierno de España es el que más insiste en esto, por motivos obvios, y el Gobierno de Alemania el que más lo quiere retrasar, creo que con razón.

Pues tal supervisión no puede ser eficaz mientras que no haya en la UE un sistema único de regulación bancaria con estándares rigurosos sobre todo respecto de los requisitos de capital principal y en tanto que los países miembros no estén dispuestos a ceder a la UE su soberanía nacional en este campo. No tiene sentido empezar a construir la casa por el tejado. Lo mismo cabe decir de otras propuestas sobre la futura arquitectura de la zona euro que se discutieron en la Cumbre Europea de octubre y volverán a figurar en el orden del día de la Cumbre en diciembre: (i) un presupuesto común para la zona euro (Van Rompuy), (ii) la asignación de poder al comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios para rechazar presupuestos nacionales y devolverlos al parlamentos afectado (Schäuble), (iii) un Fondo europeo de amortización para la deuda acumulada (Hollande), entre otros. Las probabilidades de llegar a acuerdos concretos a corto plazo son muy limitadas, dados los intereses nacionales contradictorios.

Por de pronto, los protagonistas son el Fondo de rescate europeo (ESM / MEDE), que ha entrado en vigor el 8 de octubre, y el Banco Central Europeo que el 6 de septiembre tomó la decisión de aplicar de forma ilimitada el programa de compras de bonos del Tesoro Público de los países en dificultades en el mercado secundario ('Operaciones Monetarias de Compraventa', OMT en sigla inglesa). El objetivo es reducir las rentabilidades de los bonos periféricos (dígase españoles e italianos).

De entrada, los mercados se han tranquilizado. Pero a la larga el BCE es preocupante, por dos razones:

- Una, la autoridad monetaria se acercaría mucho a la financiación de Estados (que tiene prohibido por el Tratado de la UE), convirtiéndose en el '*taller de reparación*' de los defectos de las políticas fiscales y económicas de los Gobiernos. Esto es caldo de cultivo para riesgos de inflación a medio y largo plazo – y, como daño colateral, para la pérdida de confianza de los ciudadanos en el euro. Además, el presidente del BCE aparece como un 'jefe de Estado en la sombra' (ya asiste a todas Cumbres Europeas), sin tener legitimación democrática alguna. Eso en un estado de derecho es inaceptable.
- Dos, con las intervenciones de compra desaparecería el único mecanismo eficaz para controlar el gasto público y tentaciones de endeudamiento del Estado y los particulares: unos tipos de interés en el mercado de capitales acorde con la

solvencia del prestamista. Sin presión notable por parte de los mercados los Gobiernos pondrán menos empeño del requerido para sanear la Administración Pública, el sector financiero y la economía real. Esto frenará el crecimiento económico, reducirá las recaudaciones tributarias y aumentará el peso de la deuda pública, lo cual perjudica el crecimiento aún más – todo un círculo vicioso.

La ‘estricta condicionalidad’ (Draghi) de la ayuda prestada a ajustes y reformas por parte de los países socorridos no es creíble, dadas las experiencias con el ‘riesgo moral’. Si las condiciones impuestas no se cumplieran, me temo que no pasaría nada. Siempre se podrá recurrir a ‘circunstancias excepcionales’ para justificarlo. Está claro que ni el MEDE podría reclamar la devolución de los préstamos otorgados, ni el BCE podría vender los bonos periféricos adquiridos. Si lo hicieran, los mercados lo interpretarían como una señal de que la zona euro se quebranta, y los tipos de interés más primas de riesgo se dispararían hacia arriba. Por eso, el BCE podría convertirse en rehén de Gobiernos renitentes.

De continuar con parches se socavarían los pilares de la zona euro. La expondríamos a que degrade hacia una unión monetaria ‘latina’ (italiana), en la que regirían estándares blandos para la política monetaria con inflación y devaluación del euro, o que termine sufriendo una implosión incontrolada. Todo el mundo habla sobre una eventual salida de Grecia, unos a favor, otros en contra y nadie con un conocimiento claro de las repercusiones para ese país y los demás. Pero ¿qué pasaría si uno de los países estables, y no me refiero a Alemania, abandonara el euro?

III. La responsabilidad nacional, prioritaria

El otro camino sería el que nos conduce dentro de la zona euro hacia una unión de estabilidad y bienestar sostenible. En este camino marcarían la pauta los propios Gobiernos mediante políticas de equilibrio macroeconómico y de eficiencia microeconómica. Restableceríamos el espíritu de Maastricht (‘Maastricht 2.0’).

- Aplicaríamos rigurosamente el principio de la responsabilidad de los países dentro de las coordenadas europeas con respecto a la estabilidad monetaria, la sostenibilidad presupuestaria y la robustez del sistema financiero con una 'unión bancaria europea' en toda regla como colofón del proceso.
- Esto supone para los países actualmente en crisis que, a falta de un tipo de cambio propio, tienen que proceder irremediabilmente a una *devaluación interna generalizada* (en precios, salarios, beneficios, pensiones y demás prestaciones sociales) que disminuya la absorción interna de recursos domésticos y facilite la realocación de los factores productivos desde los sectores domésticos de la economía, los llamados '*non tradables*' (administración pública, servicios consuntivos) hacia el sector de los bienes internacionalmente comercializables ('*tradables*'). Allí está como buen ejemplo Irlanda, que ya está saliendo de la crisis (Islandia, que en octubre 2008 estuvo en quiebra, igual). La devaluación interna es una *conditio sine qua non* en todos los planes de rescate que se vienen aplicando.
- *Con o sin intervención desde afuera, en cada país los Gobiernos tienen que adoptar improrrogables reformas radicales* con el fin de subsanar definitivamente los desequilibrios inhibidores del crecimiento y del empleo, acumulados durante años. Por eso es un tanto extraña la discusión política en España de si pedir o no un rescate de la economía, y de pedirlo, cuándo y a qué condiciones. La cuestión que debiera examinar el Gobierno actual es si el país tiene o no la capacidad de resolver sus problemas con medios propios. Si el resultado de tal exámen es que sí, no hay que discutir sobre un rescate. Si es que no, tampoco hay que estar discutiendo durante meses sobre esto, sino hay que pedirlo. Para eso está el MEDE, no para exhibirlo en la vitrina. Las condiciones que tendría que asumir España no serían otras que las que tiene que cumplir de todas las formas para el saneamiento de la economía. Lo único novedoso sería que la '*troika*' (CE, BCE, FMI) evaluaría periódicamente si el Gobierno cumple lo acordado – pero no para molestar, sino para asegurar que la operación del rescate terminará siendo exitosa. Curiosamente, el presidente del Gobierno de España declaró solemnemente el 31 de octubre ante el Congreso de los Dipuutados que solicitará un rescate de la economía, si ello 'fuera necesario a los intereses generales de los *españoles*'. ¿Que dirá si en este caso la canciller alemana le contesta que apoyará la solicitud española siempre y cuando ello corresponda

con los intereses generales de los *alemanes*? Un método sorprendente para construir lo que estos estadistas llaman "Más *Europa*".

Cara al futuro, es absolutamente indispensable para las autoridades nacionales crear las condiciones para *recuperar la senda del crecimiento del potencial económico*. La fuente del crecimiento es la inversión empresarial, incluida la inversión en I+D+i, y es a partir de ahí donde habrá empleo y consumo. El consumo es una partida importante de la demanda agregada, pero no es el motor del crecimiento, como muchos afirman e incluso creen.

- Por eso, el 'Pacto por el Crecimiento y el Empleo', que aprobó el Consejo Europeo en junio, debería centrarse en un planteamiento de *reformas estructurales*. Su función es dar paso a la competencia y a la iniciativa privada y a crear márgenes para reducir costes de producción y fomentar la productividad de los factores utilizados. Necesarias son también reformas que mejoren la eficiencia en la prestación de servicios públicos y en los procedimientos judiciales y que extingan las fuentes de la corrupción y del nepotismo. En otras palabras: políticas de oferta. Muchas de ellas se pueden hacer sin que le cueste algo al Estado. Piénsese en la reducción de la burocracia, la modernización de las administraciones públicas, la liberalización de los servicios profesionales y actividades comerciales etc.
- A nivel europeo se aprobó (en marzo del 2011) el 'Pacto por el Euro Plus' precisamente con el objetivo de flexibilizar la economía real. *En el foco tiene que estar el mercado de trabajo* para dotarle con la capacidad suficiente de absorber choques exógenos adversos sobre la economía. Sólo con esa capacidad pueden producirse en la economía *avances de la productividad laboral acompañados de la creación de empleo* (y no tanto resultantes de aumentos del paro, como actualmente en España).

En este aspecto, la reforma del mercado laboral emprendida por el actual Gobierno de España (a partir de febrero) va en una dirección adecuada. Indispensable es además un *sistema eficaz de formación profesional de los jóvenes*, realizado conjuntamente en las empresas y unas escuelas especializadas, como lo tienen, en diversas variantes, Alemania y Austria así como Dinamarca y Suiza. En Alemania, este llamado 'sistema *dual* de formación profesional' genera la mayor parte de la

mano de obra cualificada para las empresas y las administraciones públicas y constituye un pilar de la competitividad internacional de las empresas alemanes, incluidas las pymes. Es bueno que España vaya a implantar el 'modelo alemán', como acaba de anunciar el Gobierno Central. Para que funcione, las empresas (grandes, medianas y pequeñas) tendrán que involucrarse y generar y mantener un oferta adecuada de puestos de aprendizaje para los jóvenes.

Paralelamente con buenas políticas económicas nacionales *se puede ir avanzando en el camino de la integración fiscal y financiera en Europa* y de este modo lograra mejor que hasta ahora el equilibrio macroeconómico. Pero al margen de las solemnes declaraciones al término de Cumbres Europeas, el test de Litmus provendrá de la *disponibilidad de los países a renunciar de su soberanía nacional en materias centrales de la política económica*. De momento, predominan las reservas, dondequiera que uno mire, y no sólo en la clase política, sino también en la sociedad. Nadie sabe a ciencia cierta, cuándo estará Europa a punto para dar el salto cualitativo. El camino por recorrer será largo y complicado.

IV. La crisis como oportunidad

Y acabo: Recuperar la confianza de los agentes económicos, llevará su tiempo, y anclar las exigencias de rentabilidad de los inversores financieros en niveles sostenibles, también. *La varita mágica* que elimina, sin más, la triple crisis y abre las puertas a un dinamismo sostenido *no existe en el mundo real*. Desde luego, la política monetaria del BCE no sirve de panacea. Pero no por eso hay que desanimarse. La crisis no será eterna y de ella Europa podrá salir con un nuevo vigor ('efecto limpieza de mercados e instituciones').

Si todos los Gobiernos hacen bien sus deberes en casa, las expectativas de crecimiento y empleo a medio plazo irán mejorando paulatinamente – y la zona euro quedará afianzada. De paso se haría atractiva para los países que hasta ahora se han reservado el derecho de tener una moneda propia (Dinamarca, Reino Unido, Suecia) o que no quieren integrarse en el euro a pesar de que el Tratado de la UE se lo requiera (Hungría, Polonia). Entonces el Premio Nobel de la Paz, con el que la

UE ha sido galardonada este año, habría constituido una auténtica inyección de europeísmo – mucho mayor de lo que el simple eslógan político de ‘Más Europa’ puede crear.