

RECUPERACIÓN ECONÓMICA, A DIFERENTES VELOCIDADES Y CON DESEQUILIBRIOS PERSISTENTES¹

El **panorama** actual de la economía mundial es **ambiguo**. Por una lado, todo parece indicar que la recuperación económica prosiguirá, gracias al soporte que le dan los grandes países emergentes (China, India, Brasil) y, en Europa, Alemania. Por otro lado, han vuelto las tensiones a los mercados financieros, reina un enorme nerviosismo entre muchos inversores ante los problemas reiterativos de la deuda soberana en diversos países de la periferia de la eurozona, y son preocupantes los conflictos sobre las políticas de tipos de cambio ('guerra de divisas') que pueden desembocar en proteccionismos perniciosos para todos.

I. Dinamismo en los países emergentes

Nuestras previsiones de crecimiento de la **producción global** para este ejercicio están en el 4,8% (2009: -0,9%) y para el **comercio internacional** en términos reales en el 12,5% (2009: -11%). En 2011, cabe esperar una ligera desaceleración: 4,2% para el PIB global, 7,6% para el comercio internacional.² La probabilidad de una recaída en la recesión (un perfil cíclico 'doble uve' o *double dip*) es considerada como muy baja.

Desde el inicio de la crisis financiera y económica la evolución de la actividad real ha mostrado notables disparidades entre los países avanzados (recesión más o menos aguda) y los emergentes (desaceleración más o menos leve). Esta disparidad se mantiene.

- Los **grandes países emergentes** de Asia e Iberoamérica ya han vuelto a recuperar los niveles de producción anterior a la crisis, los países avanzados, todavía no.

¹ Conferencia Magistral, Fundación Rafael del Pino, Madrid, 25/11/10.

² Fuente de todos los datos utilizados en esta ponencia: Consejo alemán de Expertos Económicos, Informe Anual 2010/11, entregado al Gobierno Federal el 10/11/10.

- Con ello, China, India y Brasil, que junto con Rusia componen el grupo BRIC, son definitivamente un pilar importante de la economía mundial. La aportación del BRIC al PIB global es del 15,5% (en base de los tipos de cambio nominales), o del 23,5% (en base a las paridades del poder adquisitivo).
- La economía emergente más dinámica es la de **China**. Para este ejercicio se prevé un crecimiento del 10,5%, para el próximo uno del 9,6%. Dadas las perspectivas de un sobrecalentamiento de la economía, acompañado de burbujas inmobiliarias, las autoridades chinas persiguen ahora una política de limitación de la concesión de crédito, al tiempo que permiten una leve apreciación del yuan (renmimbi) frente al dólar.
- Las previsiones de crecimiento son igualmente muy halagüeñas para la **India** (9,7% y 8,4%) y **Brasil** (7,5% y 4,1%). También en estos dos países las autoridades monetarias tienen que afrontar los riesgos de inflación y de burbujas en los mercados de activos financieros e inmobiliarios.

II. Moderación en los países avanzados

La previsión de un crecimiento modesto en comparación con el dinamismo que despliegan los países emergentes afecta en primer lugar a Estados Unidos y Japón.

- En **Estados Unidos**, se prevé para este ejercicio un crecimiento del 2,6% (2009: -2,6%) y para el próximo un 2,1%. Para **Japón** las previsiones son del 2,9% (2009: -5,2%) y 1,5%, respectivamente. Las posibilidades de las políticas macroeconómicas expansivas, que se aplican en ambos países, son limitadas para reactivar más la demanda privada. En Estados Unidos, los elevados niveles de paro y el efecto-riqueza negativo debido a las pérdidas de los activos inmobiliarios lastran la demanda de consumo; en Japón, la apreciación del yen frena la exportación y el entorno deflacionista deriva en una atonía de la demanda interna.
- La **Eurozona** podría registrar en 2010 una tasa del 1,6% (2009: -4,1%); en 2011, podría ser el 1,4%. Si excluimos Alemania de los registros de la Eurozona, la tasa conjunta de crecimiento sería inferior (1% y 1,1%, respectivamente), así como el año pasado la contracción hubiera sido menor (-3,8%). Es decir, Alemania puede

lastrar la economía europea en su conjunto, pero también puede tirar de ella y convertirse en locomotora en cuanto sale de la recesión.

La notable recuperación de la **economía alemana** es seguramente el dato más positivo de la evolución económica de la Eurozona. Tras el desplome del PIB alemán en 2009 (-4,7%), en este ejercicio las previsiones sitúan la tasa de crecimiento en un 3,7%, y en el 2,2% en 2011. Las tasas de paro registrado serían del 6,8% y 6,3%, respectivamente (2009: 8,2%), las más bajas desde 1992 (el primer año tras la reunificación alemana). La economía española, por el contrario, le costará salir del estancamiento actual, y las tasa de paro seguirán siendo de las más elevadas de la UE.

¿Es Alemania el fénix que resurge de las cenizas?

- Hace diez años, Alemania era considerada – con bastante razón – el ‘enfermo de Europa’, plagado de deficiencias estructurales fundamentales. El coste financiero de la reunificación de Alemania (en el orden del 5% del PIB al año) también lastraba la economía. Alemania se presentaba como una economía renqueante, que con su enorme peso en la Unión Europea frenaba el crecimiento en toda la región.
- De eso hoy ya nadie habla. Al contrario, ahora reina el asombro ante el dinamismo económico desplegado, junto con cierta perplejidad sobre la aparentemente irresistible competitividad internacional de las empresas. Ni que decir tiene que en Alemania no es oro todo lo que reluce. Pero sí es cierto que el año pasado, en que vivimos la recesión más fuerte de la posguerra, no había pronóstico alguno (ni del Gobierno Federal, ni del Bundesbank, ni de los analistas alemanes, ni de los organismos internacionales) que diera registros como los que manejamos en la actualidad.
- La salida de la recesión ha sido más fácil para Alemania que para otros países avanzados porque, entre otras cosas, (i) no ha habido un sobreendeudamiento de los hogares, (ii) no ha habido burbujas inmobiliarias, (iii) las empresas durante la crisis han continuado invirtiendo en I+D+i, lo que es todo un aval en la competencia globalizada, (iv) la demanda de exportación (bienes de equipo, productos químicos, material de transporte) exhibe una elasticidad-renta superior a la unidad, lo cual vincula a la economía alemana con la evolución de la

economía mundial (para lo bueno, como ahora, y para lo malo, como en el año pasado), (v) los agentes sociales han practicado durante varios años la moderación salarial, y (vi) los diferentes gobiernos han ido ejecutando desde 2003 importantes reformas estructurales (mercado de trabajo, pensiones, sistema tributario, energía, universidades, entre otras).

- Un dato muy interesante es que actualmente la mayor aportación al crecimiento alemán proviene de la demanda interna, principalmente de la inversión en capital fijo. Por consiguiente, el argumento tan extendido en círculos extranjeros de que la recuperación económica en Alemania recibía todos los impulsos desde el exterior ya no es válido. La recuperación tiene una base amplia, lo cual la hace sostenible y aleja el riesgo de una recaída en recesión, aunque en 2011 se ralentice algo el ritmo de actividad debido a los planes de austeridad fiscal del Gobierno Federal y la posible moderación del crecimiento global.

III. Factores de ralentización en los países avanzados

Los factores que más lastran la reactivación provienen de **tres áreas**: el sistema financiero, el sector de la construcción, y la deuda pública.

Primer área: En los **mercados financieros** internacionales aún no se ha restablecido por completo la confianza entre los inversores, lo que se refleja en un volumen de operaciones en el mercado interbancario inferior al que se registraba antes de la crisis. En diversos países existe todavía para bancos y cajas una apreciable necesidad de provisionar pérdidas derivadas de impagos de prestamistas hipotecarios lo cual impide que los créditos a las empresas y los hogares fluyan con normalidad.

Segundo área: En países como Estados Unidos, Gran Bretaña y España el sector de la **construcción residencial**, que había expandido desproporcionadamente en un entorno de tipos de interés real negativos, estímulos fiscales generosos y una financiación crediticia arriesgada y que entró en crisis con un enorme stock de viviendas sin vender, está ahora inmerso en un profundo proceso de reajuste estructural. Esto frena, si es que no contrae, la inversión en construcción y destruye

en gran medida empleo, lo que aumenta el paro de larga duración y con ello atenaza el consumo privado.

Tercer área: El **endeudamiento del Estado** ha aumentado mucho en los últimos años.

- En Estados Unidos, Japón y Gran Bretaña, el ratio de la deuda sobre el PIB ha subido en más de 30 puntos porcentuales entre 2007 y 2010, en la zona del euro en 18 puntos porcentuales (España: 10 puntos, Alemania: 7 puntos).
- La situación de las finanzas públicas es a todas luces insostenible en la mayor parte de los países avanzados (en contraste con los emergentes). Pues tarde o temprano el coste de refinanciación de la deuda pública tiende a subir exponencialmente, si el tipo de interés es superior a la tasa de crecimiento económico, lo que es habitual ('condición Domar' de la asignación eficiente de los recursos). De momento, Estados Unidos y Alemania son considerados como deudores muy solventes ('efecto refugio' en situaciones de incertidumbre global). Pero también en estos dos países el nivel de endeudamiento público es muy elevado: Estados Unidos cerca del 100% del PIB; Alemania casi el 74%, sin contar la deuda contraída con la nacionalización del banco hipotecario Hypo Real Estate que pondría el ratio de la deuda sobre el PIB en el 82%.
- La teoría y la evidencia empírica establecen una relación no-lineal entre la tasa de crecimiento económico a largo plazo y el aumento del ratio de la deuda pública sobre el PIB a partir del 90% (Reinhard/Rogoff y otros). Para la zona del euro, la Comisión Europea prevé un 88,5% del PIB en 2011, muy por encima del umbral de Maastricht (60%) y del nivel pre-crisis en 2007 (66%).
- Como descartamos la opción de un choque de inflación sorpresa (para lo que se necesitaría la colaboración activa de los Bancos Centrales), no hay otra alternativa que la de la consolidación presupuestaria, es decir, la eliminación de los déficits públicos en su componente estructural, que su principal fuente. Sólo entonces disminuirá el ratio del endeudamiento estatal sobre el PIB hasta niveles sostenibles. Para ello, el Ejecutivo tiene que cerrar los presupuestos futuros con un saldo primario positivo: mediante recortes del gasto público (sobre todo el no productivo) y aumentos de la recaudación tributaria (preferentemente via impuestos indirectos como el IVA, además de combatir el fraude fiscal).

- La política de consolidación presupuestaria tiene que ser creíble para que pueda tener los 'efectos confianza', que son tan necesarios para que las economías vuelvan a recuperar la senda del crecimiento autosostenido. En Alemania, el ajuste fiscal iniciado es razonablemente creíble, porque recientemente se ha establecido en la Constitución una norma que obliga al Gobierno Federal a mantener el presupuesto casi equilibrado a partir de 2016 (déficit estructural permitido: 0,35% del PIB) y prohíbe a los gobiernos de los *länder* incurrir en déficit público a partir de 2020. En España, por el contrario, la credibilidad del Gobierno en materia de consolidación presupuestaria deja de desear. Los presupuestos se configuran con un cuadro macroeconómico alejado de la realidad en cuanto a las tasas esperadas de crecimiento económico, de empleo y de paro laboral. El juego del Ejecutivo practicado en los últimos ejercicios de sobreestimar la futura producción e infraestimar el futuro desempleo, se ha repetido con los Presupuestos Generales del Estado para 2011, recientemente aprobados en el Congreso de los Diputados: el Gobierno de España proyecta un incremento del PIB del 1,3%, cuando las previsiones de los analistas y organismos internacionales oscilan entre el 0,4% y el 0,8%; el Gobierno estima un ascenso del empleo del 0,3%, cuando los demás piensan que lo más probable es una caída del 0,5%; y para la tasa de paro, el Gobierno prevé un 19,3% frente a una tasa superior al 20% pronosticada desde afuera. Como consecuencia, las previsiones de déficit público también difieren: -6% del PIB dice el Gobierno, -6,9% dice la OECD. ¿La tenemos tomada con España? ¿Nos equivocamos colectivamente? Mediante previsiones irreales no se transmite a los mercados tranquilidad.

Un problema *sui generis* de la deuda pública es el relacionado con el riesgo de una **suspensión de pagos** por parte de un Estado miembro del euro. Después de Grecia, le toca el turno ahora a Irlanda.

- Al riesgo de una insolvencia soberana no se le había dado importancia cuando se configuró el Tratado de Maastricht hace 20 años. Hoy sabemos que un país miembro de la Eurozona, al no tener ya un Banco Central propio que pudiera financiar con su moneda déficits públicos (aunque sea causando inflación) y apoyar a sus bancos (como han hecho en esta crisis la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra), se expone a los vaivenes de los mercados financieros

internacionales. Los inversores financieros internacionales sentencian a un país si consideran desmesurado el nivel de endeudamiento (público y privado), insuficiente su esfuerzo de mejorar la competitividad y productividad de la economía, y débil la capacidad de elevar el potencial de crecimiento económico. La adopción del euro se revela *ex post* como el haber cometido un 'pecado original' ("*original sin*", lo denomina la literatura financiera). La falta de un mecanismo regulatorio para gestionar de forma ordenada la insolvencia soberana constituye un serio déficit institucional de la Eurozona.

- El Consejo Europeo de Jefes de Estado y de Gobierno ha tratado de subsanar esta deficiencia creando, el 9 de mayo de 2010, un Fondo de Emergencia dentro del presupuesto comunitario, dotado de 60.000 millones de euros, y el llamado Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSF, en siglas inglesas), con una dotación de 440.000 millones de euros y una duración de 3 años a partir de su entrada en vigor en julio (hasta mediados de 2013). Irlanda es el primer país que recibirá ayudas a través de este mecanismo (para Grecia se había puesto en marcha ya antes un programa especial de rescate); en el punto de mira de los mercados están también Portugal y España, además de Italia. Pero persiste la incertidumbre en los mercados. Las primas de riesgo de los bonos estatales han vuelto a dispararse recientemente, al igual que el coste de los seguros de protección contra eventuales impagos ('*credit default swaps*', CDS). Posiblemente estemos asistiendo a un proceso en el que los inversores internacionales están reclamando una compensación por el 'miedo' de una quiebra de Estado que incluso puede ser mayor de lo que realmente el Estado en cuestión necesita.
- Sea como fuere, las ayudas que pueda recibir Irlanda, y que eventualmente se podrían activar también para Portugal y España son de hecho ayudas a la banca alemana y francesa, entre otros acreedores extranjeros (de Holanda, el Reino Unido y Estados Unidos). En los tres países periféricos, los bancos alemanes son el mayor prestamista (marzo 2010: unos 431.000 millones de euros, equivalente al 25% de todos los préstamos bancarios concedidos a estos países, según cálculos del BIP; Francia: 17%). La espada de Damocles que planea sobre la zona del euro es que una insolvencia de Estado pondría en serios aprietos a la entidades bancarias en Alemania y Francia, lo que podría desencadenar nuevas turbulencias financieras de gran alcance en todo el área del euro y más allá. No

es de extrañar que nada más detonar la crisis de Irlanda el consejero delegado del Deutsche Bank, Josef Ackermann, exhortara la UE a salvar con todos los medios disponibles a todo país del área que tenga dificultades de solvencia (“Europa merece pagar cualquier precio”). Es un ejemplo ilustrativo del problema del ‘riesgo moral’: una vez que una entidad financiera ha adquirido relevancia sistémica, el EFSF se convierte en un mecanismo de protección encubierta (pero eficaz) para esa entidad a costa del contribuyente, con independencia de los errores que hayan podido ser cometidos en la gestión al no haberse evaluado con el rigor necesario la calidad del país-prestamista. Esto no es compatible con el ‘principio de la responsabilidad’, que es fundamental para el buen funcionamiento de la economía de mercado. No es aceptable que la banca internacional considere que los beneficios son -suyos-, mientras que las pérdidas son de -todos-.

- Por eso, si los mandatarios políticos de la UE deciden, como han anunciado que harán en la próxima Cumbre Europea a mediados de diciembre, establecer un **Fondo de estabilización financiera permanente** en sucesión al actual EFSF temporal tendrán que aceptar el ‘plan Merkel’: Este plan consiste en incluir un sistema de corresponsabilidad que obligue a los acreedores extranjeros y nacionales a contribuir directamente al saneamiento financiero del país, ya sea al de las finanzas públicas (renunciando a parte de la deuda), ya sea al de los bancos maltrechos (reconvirtiendo deuda en capital accionario (*‘debt equity swap’*)). Del peligroso *‘bail out’* actual pasaríamos a un saludable *‘bail in’* en el futuro. Que quede bien claro: Un euro estable y fuerte es impensable sin unas finanzas públicas sólidas y un sistema financiero en el que cuentan mucho los criterios de la prudencia a la hora de conceder préstamos y de realizar inversiones.

IV. Desequilibrios macroeconómicos

Intensos conflictos internacionales provienen de los llamados **desequilibrios en las balanzas de pago por cuenta corriente**: entre los países con persistentes déficits, en primer lugar Estados Unidos, y los países con notorios superávits, principalmente China, Japón y Alemania.

- El gobierno de Obama critica, con razón, a China de mantener infravalorado el tipo de cambio de su moneda (renmimbi) frente al dólar con el fin de estimular sus exportaciones. El gobierno chino critica, también con razón, a Estados Unidos por su política monetaria ultra-expansiva que promueve una devaluación del dólar que podría debilitar la coyuntura en China, y en otros países. Habría que añadir que la Reserva Federal está inundando el sistema financiero internacional con liquidez y creando así un campo de cultivo para repuntes inflacionarios y burbujas especulativas en los mercados inmobiliarios y de activos financieros – con las consabidas consecuencias.
- A Alemania se la critica desde Estados Unidos y Francia por tener una tasa de ahorro elevada (en el orden del 10% de la renta nacional) y una demanda de consumo débil. Desde Alemania se replica que uno de los problemas estructurales de la economía norteamericana son el bajo ahorro y el excesivo endeudamiento de los particulares con el fin de mantener unos niveles de consumo por encima de la realidad de sus posibilidades.

La solución para el conflicto de política cambiaria con China es la flexibilidad de los tipos de cambio.

La solución al problema con Alemania son reformas estructurales a ambos lados: Unas reformas estructurales adecuadamente diseñadas e implementadas harían (i) que en los países con superávits exteriores los niveles de inversión fueran más altos (lo que reduce el superávit, dada la tasa de ahorro) y (ii) que en los países con déficit aumentara la eficiencia económica y con ello la de los capitales que afluyen de afuera (lo que reduce el déficit hasta alinearlos con las necesidades de inversión para progresar en la convergencia real).

Lo que quede como superávit y déficit sería normal entre economías con diferentes estructuras productivas y niveles de desarrollo. Lo que no tiene sentido es querer ponerle límites a los saldos, como proponía el secretario del Tesoro estadounidense, Timothy Geithner, en vísperas de la cumbre del G-20 de Seúl: un máximo del 4% para superávits o déficits. Para ello se necesitaría un sistema global de intervencionismos estatales que no son aceptables en una economía de mercado y de competencia como estipula el Tratado de la UE. Muy aparte de que dentro de la

zona del euro el concepto de saldo de la balanza por cuenta corriente de un país miembro es un tanto ancestral; a nadie se le ocurre criticar en Estados Unidos porque, por ejemplo, California tenga un superávit en su relaciones comerciales con Pensilvania; lo único que cuenta es el saldo de Estados Unidos en su conjunto frente a otros países (actualmente con un déficit del 3,5% del PIB). La zona del euro tiene su balanza por cuenta corriente generalmente equilibrada, con un pequeño déficit en 2008 y 2009. Es decir, Alemania con su superávit (actualmente un 5% del PIB) no somete a estrés a los mercados de cambio.

V. Conclusión

Y termino con este tono de ‘disculpa’: el que Alemania parezca ser un aguafiestas porque va bien, porque ha hecho sus deberes de casa mejor que otros, porque la gente trabaja, y porque las empresas son creativas. Mas valdría que norteamericanos, franceses y otros traten de tomar a Alemania como ejemplo. Dada la globalización de los mercados, todos los países de la zona del euro tienen que esforzarse por tener una economía competitiva al máximo. Estimaciones macroeconómicas para la economía mundial (modelo NiGEM, National Institute’s Global Econometric Model) revelan, que ni subidas salariales, ni estímulos fiscales a la demanda tienen efectos significativos sobre la importación de un país. Fuertes subidas salariales en Alemania mejorarían relativamente la competitividad-precio de las otras economías de la zona del euro frente a la economía alemana; pero al mismo tiempo tanto Alemania como la zona del euro perderían competitividad frente al resto del mundo.

Alemania sola no va a salvar a Europa. Sólo con un compromiso serio de reformas estructurales por parte de todos los países europeos, la nueva agenda “Europa 2020” puede lograr su objetivo, que es el de hacer de la UE un espacio económico dinámico y con capacidad de competir con las economías asiáticas y americanas tanto en los mercados de bienes y servicios (vía comercio), como a la hora de atraer inversiones directas y personal cualificado de afuera (movilidad de los factores).

