

LA CAPACIDAD EUROPEA PARA SUPERAR LA CRISIS, A EXAMEN¹

I. Complacencia de los mercados, gracias al BCE

Desde hace unos meses la zona euro está disfrutando de una fase de relativa tranquilidad financiera:

- Los inversores financieros han reducido significativamente las primas de riesgo que exigían de los países en crisis cuando el Tesoro emitía nuevos bonos y letras; los diferenciales de tipos de interés con respecto al bono alemán, que se habían disparado enormemente, se han reducido. También han disminuido las primas del seguro de impago de préstamos (CDS).
- Italia, Portugal y España no han tenido problemas para colocar deuda incluso por encima del objetivo máximo establecido; e Irlanda ha vuelto al mercado de capitales.
- Ni las dudas sobre la continuidad de ajustes y reformas en Italia (bajo el nuevo gobierno de gran coalición liderado por Enrico Letta), ni el rescate tan mal gestionado de Chipre, ni la probabilidad de que con Eslovenia y Malta haya que diseñar nuevos programas de rescate han podido alterar esa tranquilidad.

Los dirigentes políticos europeos creen que ha quedado atrás la crisis y les gustaría que la tranquilidad continuase, al son del célebre aforismo de Goethe que hace exclamar a su Fausto “Instante, detente, eres tan bello”. Creo que se equivocan. La crisis no está superada y ni siquiera sabemos si ha tocado por lo menos fondo.

Hay dos explicaciones para entender la actual calma en los mercados de capital: Una: Los ajustes fiscales y las reformas estructurales que se han puesto en marcha en los países de la periferia de la zona euro, incluida España, es percibida por los inversores financieros como que la política económica, *grosso modo*, está

¹ Conferencia Semestral, Fundación Rafael del Pino, Madrid, 22/5/13.

encauzada en una buena dirección. Esto es positivo. Pero el beneplácito no está asegurado de forma permanente. Como sabemos, en los mercados financieros las opiniones y expectativas pueden cambiar en menos que canta un gallo.

La segunda explicación, y a mi juicio la fundamental, es que el Banco Central Europeo (BCE) les ha tendido una 'red de seguridad' a los inversores financieros extranjeros. La calma resultante es engañosa.

- Todo empezó con la política de crédito barato a la banca y culminó, en julio de 2012, con el anuncio del presidente Mario Draghi de un programa de compras ilimitadas de bonos del Tesoro Público en el mercado secundario, las llamadas Transacciones Monetarias Abiertas (OMT, en siglas inglesas). Hasta ahora era suficiente el anuncio para calmar los mercados; el BCE no ha tenido que activar este programa de compras. Pero tarde o temprano probablemente lo tenga que hacer. Cuando, por ejemplo, en Suiza el Banco Emisor en septiembre de 2011 decretó un tipo de cambio máximo para el franco suizo de 1,20 euros, con el fin de frenar la continuada apreciación del franco, consiguió a corto plazo frenar la afluencia de capitales foráneos; pero ahora ya está obligado a intervenir en el mercado para defender este tipo de cambio, comprando divisas y ampliando así la masa monetaria en el país con los consabidos efectos a medio plazo sobre el potencial de inflación. En los mercados financieros sigue habiendo los grandes especuladores (George Soros y otros) que cuando se les antoja ponen a prueba la eficacia de 'intervenciones verbales' de la autoridad monetaria.
- La política del BCE equivale a una 'represión financiera' (McKinnon / Shaw): el Estado mantiene el coste de su refinanciación artificialmente bajo a costa de los ahorradores, que apenas obtienen un rédito e incluso son expropiados silenciosamente (y sin base legal alguna) en cuanto los tipos de interés real son negativos, como ya ocurre. Esto desincentiva el ahorro para la previsión de la vejez al margen de la Seguridad Social (tan necesario dado el cambio demográfico) e incentiva a los hogares a comprar bienes de consumo duraderos 'por miedo' más que por necesidad. Inevitablemente disminuye la eficiencia en la asignación de los capitales a los fines más productivos. La consecuencia es una pérdida de crecimiento y de empleo y del bienestar en general.
- Pero el miedo a una eventual fractura de la zona euro (con la salida de los países débiles) se ha disipado, al menos de momento y mientras se pueda confiar en

que Alemania mantendrá su compromiso con el euro, lo cual es una cuestión de coste-beneficio en términos económicos y políticos (en términos económicos, diversos estudios ponen de manifiesto que una salida de Alemania de la zona euro perjudicaría al país de forma notable: menos crecimiento y menos empleo). Los críticos de Angela Merkel piensan (y desean) que tras las elecciones generales el 22 de septiembre Alemania tendrá un Gobierno de izquierdas (SPD/Verdes) y un canciller Steinbrück complaciente con los países del sur. Pero esto quedaría por ver, puesto que en la sociedad alemana existen muchos temores de que pagarían justos por pecadores.

Bien mirado, la nueva política del BCE equivale a una carta blanca para los políticos y los inversores financieros. Por eso están todos tan contentos – menos el presidente del Bundesbank, Jens Weidmann, que se opone abiertamente a esta política. El precio es alto: al entregarse a la merced de los Gobiernos la entidad monetaria europea renuncia a su mayor privilegio: la independencia frente a los poderes políticos. Técnicamente, el BCE puede esterilizar la excesiva liquidez que ha creado y con ello desarticular el potencial de inflación y de burbujas financieras e inmobiliarias. ¿Pero políticamente? No hay que olvidar nunca que a los Gobiernos no les sentaría mal un entorno con ‘algo más de inflación’, pues obtendrían mayores recaudaciones tributarias y disminuiría la carga real de la deuda. En otras palabras: que nadie esté tranquilo porque actualmente, en un entorno de baja actividad económica, la inflación en la zona euro sea baja (1,2% en abril).

II. Con previsiones de crecimiento desalentadoras, ¿cambio de estrategia?

Al no estar superada la crisis europea no es de extrañar que las previsiones económicas para Europa sean de lo más modestas.

- Con arreglo a las previsiones del FMI (*World Economic Outlook*, de abril), la economía global crecerá en este año a un ritmo (moderado) del 3,3% y en el próximo al 4%, con una expansión del comercio mundial en términos reales del 3,6% y 5,3%, respectivamente. La coyuntura internacional irá a tres velocidades: a la cabeza los países emergentes (liderados por China que ya supera el PIB común de la zona euro, al tipo de cambio del poder de compra), luego Estados

Unidos y otros países industriales de ultramar (incluido Japón), y al final la Unión Europea.

- Para la zona euro, el FMI se prevé una contracción del 0,3% en este ejercicio, mientras que en 2014 se podría volver a registrar un crecimiento positivo, pero estimado en tan sólo un 1,1%. Las recientes previsiones de la Comisión Europea (*Spring Forecast 2013*, de mayo) se encuentran en la misma línea (-0,4% y +1,2%, respectivamente). Además, la zona euro muestra preocupantes síntomas de fragmentación económica: entre el centro/norte (donde hay crecimiento y se crea empleo) y el sur (con pobres expectativas de crecimiento y elevadas tasas de paro y paro juvenil). También es evidente una notable fragmentación del mercado monetario: en vez de una precio del crédito similar para todas las empresas del área, las pymes en los países en Italia o España tienen que pagar para los préstamos bancarios recibidos unos tipos de interés mucho más altos que las pymes alemanas o austríacas.
- Entre las grandes economías de la zona euro, sólo la alemana parece a primera vista estar en condiciones de registrar un crecimiento positivo en este año y el próximo (0,6% y 1,5% según el FMI; 0,4% y 1,8% según la Comisión Europea; 0,8% y 1,9% según los Institutos alemanes). Las condiciones son propicias: (i) el crédito fluye con normalidad a las empresas y los hogares, (ii) la competitividad internacional de las empresas y la presencia en los mercados emergentes es robusta, y (iii) la evolución salarial es estable y con ello junto con una tasa de paro comparativamente baja existen los ingredientes para un consumo privado al alza. Pero también en Alemania hay síntomas de fatiga, como refleja el retroceso de los índices del sentimiento empresarial (Ifo, ZEW).
- En Francia, Italia y España, por el contrario, las previsiones para este año son negativas y para el próximo muy modestas, por mucho que los Gobiernos quieran incitar a empresas y ciudadanos al optimismo, anunciando 'brotes verdes' para un futuro no lejano. En el caso de España hay que añadir el agravante de una tasa de paro laboral exorbitante: más del doble por encima de la media europea y con Grecia la más alta de la zona euro, que en promedio registrará una tasa de paro en el orden del 12% en ambos años. Además es también muy alta la tasa de paro juvenil en estos dos países (por encima del 50%).

Estas perspectivas sombrías son el caldo de cultivo para la proliferación de recetas keynesianas de estímulo de la demanda agregada. Desde las esferas académicas (Krugman, Stiglitz), políticas (Hollande, Letta, Barroso) y sindicales (también alemanas) se reclama un cambio rotundo de la estrategia económica: acabar con el llamado 'dogma de la austeridad'. Concretamente (i) pasar a una política monetaria más expansiva, (ii) relajar la política de consolidación fiscal, y (iii) centrar la política más en impulsar el crecimiento y el empleo que en reducir el déficit público. ¿Es ésta la solución? Pienso que no, ni siquiera a corto plazo. Veamos, por qué.

Política monetaria europea: esta ya es muy expansiva.

- El BCE mantenía desde julio de 2012 el tipo de interés rector en un mínimo histórico (0,75%), y a principios de este mes lo ha bajado al 0,5% (en Alemania y otros países con crecimiento hubiera sido más adecuado no bajar el precio del dinero o incluso subirlo, según la 'regla de Taylor'). Además, el BCE le facilita a los bancos toda la liquidez que éstos deseen.
- Sin embargo, en los países periféricos el mecanismo de transmisión monetario está obstruido; el crédito a empresas y hogares no fluye como sería de desear y a condiciones asequibles. Parece ser que los bancos le dan prioridad a sanear sus balances frente a la opción de asumir nuevos riesgos que toda concesión de créditos acarrea (morosidad) y hacer las provisiones de capital requeridas.
- Si esto es así, el BCE no tiene capacidad real de estimular la actividad, incluso si bajara el tipo de interés a cero. Sería un acto simbólico, basado en la esperanza de tener un efecto psicológico positivo sobre los actores económicos que se traduciría en una mayor inversión empresarial y un incrementado del consumo privado. A lo mejor ayudaría algo si el BCE tratara de reactivar el crédito bancario colocando el tipo de interés sobre la facilidad de depósito en terreno negativo (actualmente está en el 0%) o si comprara titulizaciones de préstamos a pymes o del Banco Europeo de Inversiones (todo esto se está estudiando en el BCE, consciente de que es terreno desconocido). Pero no hay que hacerse ilusiones sobre el alcance y la eficacia de tales medidas. Seguir el ejemplo del Banco de Japón, que a instancias del Gobierno Abe ha puesto recientemente en marcha una política monetaria ultraexpansiva y de depreciación agresiva del yen, sería arriesgado: no hay garantía alguna de que se impulsaría un crecimiento sostenido, pero sí existiría el riesgo de efectos colaterales indeseados (repunte de

la inflación, burbujas de activos financieros e inmobiliarios, devaluaciones competitivas en el comercio internacional). Por más que se trate de lanzar mensajes optimistas: Problemas estructurales de fondo no se pueden eliminar simplemente con dinero barato. Unos tipos de interés bajos, incluso negativos en términos reales, por sí mismos no transforman el estancamiento o la recesión, que padece la economía europea, en un auge de la actividad. Tampoco pueden subsanar la crisis de confianza, que persiste. El mejor apoyo a un crecimiento sostenido que puede dar la política monetaria es asegurar a medio plazo la estabilidad de precios en la zona euro. Lo demás es la responsabilidad de los Gobiernos.

Consolidación fiscal: diversos países en crisis ya han relajado de hecho los ajustes.

- Los déficits públicos no se han reducido al ritmo pactado con la Comisión Europea. Los niveles siguen siendo elevados, como ha revelado Eurostat. En 2012, el promedio para la zona euro era el 3,7% del PIB. Sólo Italia ha cerrado el ejercicio con un 3% del PIB, que es el umbral marcado por el Tratado de Maastricht (tras un 3,9% en 2011). Irlanda es el país-crisis que mayor ajuste ha efectuado en un año, sin quitas a los acreedores (del 13,4% del PIB al 7,6%), logrando una recuperación económica (0,9% en 2012; 1,1% previsto para 2013).
- El nivel de endeudamiento del Estado ha ido aumentando, alejándose de la norma europea del 60% del PIB: hasta el 92,7% del PIB para el conjunto de la zona euro.
- El gasto público, si bien ha sufrido recortes en determinadas partidas, sigue siendo elevado en proporción al PIB, y con ello lo es el peso del sector público en la economía. Y como revelan diversos estudios es por el lado del gasto público (reducción y restructuración) donde hay que emprender la consolidación fiscal para que la política sea creíble y genere confianza en los mercados.

Es decir, la austeridad que ahora tanto se critica es una austeridad relativa, no radical en el sentido de que el Estado gaste menos de lo que ingresa y ahorre de verdad.

- Subir impuestos no es ahorrar.
- Acumular déficits públicos, aunque sea a un ritmo menor que en el pasado, provoca un *crowding-out* del sector privado de las fuentes de financiación crediticia.

- El ajuste no ha ido más allá de lo que la economía puede absorber, aunque soportando efectos contractivos y la destrucción de puestos de trabajo, normalmente los supérfluos (en España, en el sector de la construcción residencial sobredimensionado y en empresas públicas en las Comunidades Autónomas y los municipios sin objetivos razonables).
- El que la recuperación económica y la creación de nuevos empleos tarden en llegar se debe en primera línea a que estos países tienen que llevar a cabo una reasignación profunda entre sectores de los factores de producción y aumentar la productividad y competitividad de la economía - y esto lleva su tiempo. Las reformas estructurales no han sido tan contundentes como afirman los Gobiernos y se lo cree la ciudadanía (con la excepción de Irlanda).

Si ahora se prolongaran los períodos para cumplir con el objetivo del déficit del 3% del PIB en uno o dos años (digamos que para España y Francia), nadie sabe si entonces la tarea será más fácil. Al mismo tiempo podrían reaparecer en los mercados financieros las dudas sobre si el Gobierno se toma en serio el saneamiento de las finanzas públicas. El francés, a mi juicio, no. Entonces el Pacto europeo de Estabilidad Fiscal, aprobado en la Cumbre Europea de marzo 2012 habría suspendido ya en la primera ocasión de ser sometido a un test de credibilidad. Entraríamos en un nuevo círculo vicioso de inestabilidad financiera y desequilibrio macroeconómico. Los esfuerzos de ajuste realizados en el pasado habrían sido en vano. A un enfermo que está en la UVI tampoco se le retirarían los cuidados intensivos por el hecho de que su estado de salud no mejora al ritmo esperado.

Fomento del crecimiento y del empleo: las políticas de ajuste fiscal junto con las reformas estructurales no constituyen una finalidad en sí; su objetivo es recuperar la senda del crecimiento y empleo.

- Suena bien eso de que primero hay que impulsar el crecimiento económico y una vez conseguido este objetivo reducir la deuda pública, lo que será más fácil hacer porque el crecimiento habrá generado una recaudación tributaria adicional. Más ingenuidad (o engaño), imposible.
- En la realidad, un aumento adicional del gasto público tiende a ser permanente ('ley de Wagner', de 1891). Cuando se llenan las arcas públicas con ingresos

tributarios – si es que se recupera la economía y no se repite la historia de Japón con una creciente deuda pública sin más crecimiento -, los políticos nunca tienen problema alguno para inventarse nuevos programas de gasto con el fin de satisfacer a sus electores y comprar votos nuevos. La reducción de la deuda se olvida por completo.

No andamos sobrados de personalidades políticas de calibre que entienden que para el crecimiento económico no hace falta más Estado sino menos y que el mercado libre y la empresa privada son la verdadera máquina de producción y empleo; en la Unión Europea sólo se me ocurren dos estadistas: Ludwig Erhard ('milagro alemán', en los años cincuenta) y Margaret Thatcher ('renovación británica', en los años ochenta). Nuestros políticos de hoy prefieren el camino populista, sin garantía alguna de que tomarlo estará colmado de éxito. Es curioso que la insistencia con la que habla de impulsar el crecimiento por la vía del gasto no vaya acompañada de una lista de proyectos concretos. A la opinión pública se la deja a oscuras de a dónde irían a parar los gastos del Estado. El blabla es parte del juego, porque no hay más que los políticos temen que encontrarse desde afuera con estudios sobre coste-beneficio que pongan en entredicho la eficacia del gasto público como motor del crecimiento económico. A la gente que desconoce los mecanismos económicos se la puede seducir fácilmente a que crea que un mayor grado de intervención del Gobierno en la economía es la varita mágica para solventar la crisis (los españoles son muy proclives a este pensamiento, por encima de la media europea, según revela un reciente estudio de la Fundación BBVA "Values and Worldviews", de abril).

Pero que quede claro: el Estado no puede 'comprar' ni crecimiento económico, ni empleo, ni bienestar social. Y el problema del paro juvenil no se puede eliminar por decreto, como parece que piensa la Comisión Europea cuando exhorta a los Gobiernos a que éstos den una garantía de empleo, de aprendizaje o de prácticas para los jóvenes. Con las mismas podían decretar el fin de la recesión y de la crisis de la deuda soberana.

Dentro de todo este debate político sobre el cambio de la estrategia económica es curioso que los mismos políticos que propagan su filosofía de crecimiento económico

no se sonrojan cuando suben impuestos directos que no favorecen nada la dinamización de la economía (Impuesto sobre la Renta, Impuesto sobre Sociedades, Impuesto sobre Patrimonios). Lo hemos visto en España y en Francia. En Alemania, en la actual campaña electoral los partidos de la izquierda propugnan tal subida de la presión fiscal. Estos mismos políticos también critican duramente a países como Irlanda o Chipre de practicar una ‘competencia desleal’ cuando atraen a empresas extranjeras mediante una fiscalidad comparativamente baja. Lo que verdaderamente les molesta es que la competencia tributaria internacional limite sus posibilidades de apretar a su antojo las tuercas fiscales a los propios ciudadanos y empresas, con el fin de poder perseguir objetivos particularistas de gasto.

¿Qué queda de la nueva estrategia de crecimiento y empleo? Políticas de oferta y con visión de medio plazo – consolidación fiscal y reformas estructurales – son más prometedoras.

III. La zona euro en la encrucijada

El lema de ‘basta ya con la austeridad’ es una variante más entre las muchas con las que nuestros políticos vienen sometiendo la zona euro a un test de viabilidad. La ligereza con la que lo hacen es verdaderamente preocupante. No sé cómo se puede creer que la zona euro tiene un futuro halagüeño como un área de estabilidad y bienestar

- si infringimos las reglas de juego establecidas en el Tratado de Maastricht (sostenibilidad de las finanzas públicas, independencia del BCE) y dejamos en papel mojado acuerdos complementarios (Pacto de Estabilidad Fiscal, Pacto por el Euro Plus, garantía de depósitos bancarios hasta 100.000 euros por cuenta y titular);
- si instalamos una rutina de rescates con el dinero de los contribuyentes foráneos y hacemos la vista gorda cuando un país socorrido sólo cumple las condiciones acordadas a medias;
- si toleramos que los bonos del Tesoro son tratados por el regulador como activos sin riesgo que los bancos pueden comprar sin tener que proveer el capital adecuado para la cobertura del riesgo, que es real;

- si consentimos que los bancos con exposiciones importantes en países debilitados exageren el riesgo sistémico de la quiebra de un país y los efectos contagio y consigan que los Gobiernos y el BCE se plieguen de lleno a sus intereses;
- si declaramos como 'caso excepcional' la participación de los accionistas y acreedores privados en los programas de rescate (Grecia, Chipre) y rompemos así la cadena de responsabilidades (*bail-in*) en perjuicio de los contribuyentes (*bail-out*);
- si cedemos a las presiones de introducir eurobonos a sabiendas que entonces creamos el incentivo perverso de no profundizar en la reestructuración económica de los países de la periferia;
- si abrimos las puertas para un sistema de transferencias financieras intracomunitarias sin aclarar cómo se generarían los enormes recursos necesarios y por quiénes;
- si descartamos la opción de que un país estructuralmente debilitado por la falta de competitividad y potencial de crecimiento y necesitado de una política monetaria y de tipo de cambio propia abandone la zona euro (aunque fuera sólo transitoriamente).

Para tranquilizar a la opinión pública crítica, como la alemana, los políticos se han inventado un lenguaje peculiar: el que "no hay alternativa" a lo que están haciendo. A cualquier empresario se le tienen que poner los pelos de punta, porque sabe que para tener éxito siempre hay que buscar alternativas (nuevos productos, nuevos mercados). Y en el campo político recordar que la democracia vive de las alternativas que se reflejan en los programas de los partidos políticos (en Alemania acaba de constituirse un nuevo partido precisamente con la denominación 'Alternativa para Alemania', AfD, que con un programa eurocrítico concurrirá a las elecciones generales parlamentarias el próximo septiembre, probablemente sin alcanzar el mínimo requerido para entrar en el Parlamento Federal, que es el 5% de los votos, pero sí con la capacidad de arrebatarle votos a la actual coalición que ésta necesitaría para poder seguir gobernando).

La unión monetaria no podrá funcionar ni económica ni políticamente si necesita continuamente obras de reparación que marcan la agenda de las Cumbres

Europeas. Hay que resucitar el espíritu de la responsabilidad propia a la que cada uno de los países se ha comprometido cuando se ha adherido a la UE. Es imprescindible que todos los países miembros hagan todo el esfuerzo necesario para colocarse en la senda del crecimiento económico y avanzar así en la convergencia real entre las economías.

- Lo que necesitamos son condiciones propicias para la inversión empresarial y la innovación tecnológica así como la formación profesional de los trabajadores. Es decir, políticas de oferta, no de demanda, porque el problema no es de tipo keynesiano sino estructural.
- La clave son finanzas públicas saneadas y sostenibles y reformas estructurales que flexibilicen los mercados y hagan eficientes las instituciones. Ajustes fiscales, reformas estructurales y la recuperación económica son complementarios. En este aspecto, las cosas están mejorando, también en España.

Queda todavía mucho camino por recorrer y el gran interrogante es si los Gobiernos sabrán aguantar la presión de la calle contra las políticas de austeridad y de reformas. Es más cómodo alargar los procesos del ajuste fiscal y suavizar las reformas - y luego confiar en que la economía se recuperará por sí sola. Quien caiga en esta tentación le hará un flaco favor a la sociedad, porque con voluntarismo político nunca y en ningún país se han resuelto problemas de fondo. No se haría más que perpetuar la crisis.

Hay que aprovechar al momento de la calma (el instante tan bello de Fausto) para hacer bien los deberes en casa. Comprar tiempo con la ayuda exterior, si, pero desaprovecharlo, no. Reclamar 'Más Europa' carece de sentido lógico si los Gobiernos no son capaces de sanear y asegurar la viabilidad de sus propias economías e instituciones.