

---

## **Relación de artículos seleccionados, publicados en el primer trimestre de 2012**

*Instituto Econospérides*

### **Balanza de pagos**

Todo está en la balanza de pagos. *Ángel Laborda*. El País, 25 de marzo de 2012.

### **Coyuntura económica**

A la búsqueda del tiempo económico perdido. *José M Domínguez*. La Opinión de Málaga, 14 de marzo de 2012.

Crecimiento con bajo empleo. *Victorio Valle*. El País, 30 de marzo de 2012.

### **Fiscalidad**

Tipo máximo del IRPF: ¿Dónde está el límite? *José M. Domínguez*. La Opinión de Málaga, 11 de enero de 2012.

### **Planificación financiera**

Los andaluces ante el reto de la jubilación. *José Luis Jiménez*. La Opinión de Málaga, 1 de marzo de 2012.

### **Política económica**

Consolidación fiscal. *Carlos Sebastián*. Cinco Días, 22 de febrero de 2012.

La dificultad de reducir el déficit público. *Ángel Laborda*. El País, 26 de febrero de 2012.

Nuestro plan para la recuperación económica. *Luis de Guindos*. El País, 26 de enero de 2012.

### **Reformas económicas**

No es tan fiero el león como lo pintan. *Ángel Laborda*. El País, 12 de febrero de 2012.

### **Sistema Financiero**

Cómo recuperar la confianza en los bancos. *Simon Lewis*. El País, 5 de febrero de 2012.

La crisis bancaria y el oro. *Paul Marson*. Cinco Días, 19 de marzo de 2012.

La reforma del sistema financiero. *José María López*. Málaga Hoy, 4 de enero de 2012.

Viaje al futuro del crédito. *Joaquín Maudos*. Cinco Días, 29 de febrero de 2012.

### **Unión Monetaria Europa**

¿Austeridad o crecimiento? *Josep Oliver*. Cinco Días, 13 de febrero de 2012.

¿Cómo podría ser una unión política europea? *Nicolas Berggruen y Nathan Gardels*. El País 26 de enero de 2012.

Europa debe cambiar el rumbo bancario. *Nicolas Veron*. El Economista, 10 de enero de 2012.

Las diez raíces de la crisis del euro. *Zsolt Darvas*. El Economista, 14 de enero de 2012.

¿Qué aflige a Europa? *Paul Krugman*. El País, 4 de marzo de 2012.

Solidaridad en la zona euro: ¿de qué hablamos? *Sofía Fernández y Eulalia Rubio*. Cinco Días, 2 de marzo de 2012.

Una Europa hecha jirones. *Guliano Amato*. El Economista, 16 de febrero de 2012.



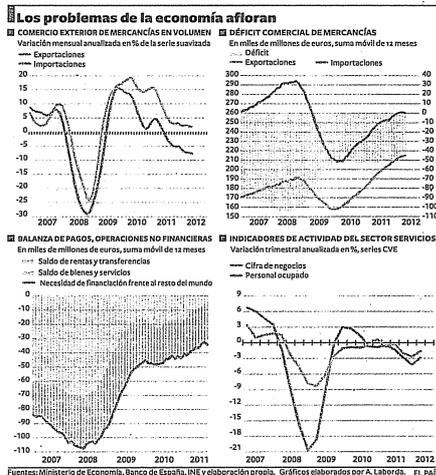
# Todo está en la balanza de pagos

Ángel Laborda

El País, 25 de marzo de 2012

Esta semana conocimos los datos de comercio exterior de mercancías del mes de enero, lo que podemos aprovechar para hacer un repaso de cómo van nuestras operaciones con el exterior, no solo las comerciales, sino de todo el conjunto de la balanza de pagos. Esta estadística es una de las más importantes e interesantes para analizar una economía, pues todas las fortalezas, debilidades, desequilibrios cíclicos económicos y financieros de la misma acaban reflejándose en ella.

En enero, las exportaciones de mercancías continuaron avanzando, pero a una tasa muy moderada. El crecimiento tendencial de las mismas en los últimos meses a precios constantes se ha desacelerado hasta una tasa anualizada del orden del 2%, muy inferior al 15% que crecieron en 2010 o al 10% de 2011. Ello es consecuencia del debilitamiento de la demanda de nuestros mercados exteriores. En realidad, las exportaciones están aumentando algo por encima del crecimiento medio ponderado de dichos mercados, lo que significa que se gana alguna cuota de mercado. En términos nominales, el crecimiento es bastante superior, pues los precios siguen aumentando notablemente (en 2011 lo hicieron en torno al 5%), bastante por encima de los del mercado interior y de lo que permitiría la corrección en marcha de los costes laborales por unidad producida. Ello no casaba bien con la idea de que si España no exporta más es porque ha perdido competitividad-costes. El problema del desequilibrio comercial con el exterior parece venir por otras vías adicionales: la insuficiencia de la base de empresas exportadoras y la incapacidad de competir en nuestro propio mercado interior. Y en todo ello influye la poca vocación exportadora (internacionalización) de la empresa media española y el retraso y poca atención que en nuestro país se dedica a la innovación, desarrollo de nuevos productos o mejora de la cali-



dad. Estamos en el quinto año de crisis, sabemos desde hace mucho que la superación de la misma y el futuro de la economía española pasan por abordar todos estos puntos, pero no parece que la política económica les preste una atención especial. Las importaciones siguen en terreno negativo e intensifican su ritmo de caída, que en los últimos meses se acerca al 8% anual en volumen. Detrás está el profundo ajuste en marcha en el gasto interno en consumo e inversión. Sin embargo, sus precios crecen bastante más que los de las exportacio-

nes, lo que dificulta la corrección del déficit comercial (gráfico superior derecho). La causa es la imparable subida de los precios del petróleo y otras materias primas, lo que nos lleva a otra consideración de política económica: es urgente abordar el retraso respecto a los países de nuestro entorno en eficiencia energética y reducir la dependencia exterior. De hecho, todo el déficit comercial actual se concentra en la balanza energética, pues el resto de los intercambios ya están equilibrados. Continuando con la balanza de pagos,

en 2011 el déficit comercial casi se cubrió con el superávit de servicios turísticos y no turísticos. Por ello, la balanza de bienes y servicios está a punto de equilibrarse (gráfico inferior izquierdo). Sin embargo, el déficit del conjunto de operaciones no financieras aún se mantuvo en una cifra elevada, un 3,2% del PIB. Ello es porque nuestros pasivos frente al exterior superan a los activos en una cifra equivalente al 90% del PIB, lo que nos cuesta casi 30.000 millones netos al año en concepto de rentas de inversión. Es una carga muy pesada cuando la economía no crece. El déficit por operaciones no financie-

**La balanza financiera arrojó un descubierto de 109.000 millones en 2011, más del 10% del PIB**

**Esta situación no es sostenible por mucho tiempo; tenemos un serio problema de financiación**

ras debe financiarse, obviamente, por un superávit en las operaciones financieras. Y aquí es donde la balanza de pagos muestra el problema más acuciante de la economía española en estos momentos: en 2011, si excluimos al Banco de España (Eurosistema), la balanza financiera registró un déficit (salidas netas de capitales) por más de 68.000 millones. En total, nuestras cuentas quedaron con un descubierto de 109.000 millones, más del 10% del PIB. Lógicamente, el Eurosistema rellenó este inmenso agujero, pero esta situación no es sostenible por mucho tiempo. Tenemos un serio problema de financiación. ¿En cómo amañando la balanza de pagos se llegan a descubrir todos los rincones y problemas de una economía? »

Ángel Laborda es director de coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

# A la búsqueda del tiempo económico perdido

José M. Domínguez

La Opinión de Málaga, 14 de marzo de 2012

Y a desde que la crisis económica y financiera empezó a dar sus primeros zarpazos sobre un solar hispano que durante un fugaz ensueño parecía que era indelible a las convulsiones internacionales, la palabra retroceso se fue colando en nuestro lenguaje y en nuestro pensamiento. En los primeros compases de la crisis, desde estas mismas páginas tratamos de poner de relieve que, contrariamente a lo que estábamos inclinados a creer, el retroceso provocado por aquella no nos había devuelto, en un visto y no visto retorno al pasado, a comienzos de los años noventa del pasado siglo. La capacidad productiva, la magnitud de la actividad económica generada, el capital humano y las infraestructuras disponibles a principios del año 2009, entre otros elementos, nos situaban, a pesar de todo, aparentemente al menos, en una posición bastante más favorable que la de dos décadas atrás.

Aunque es innegable que la idea del «aterrizaje suave», asumida todavía en 2007 y una buena parte de 2008, se truncó por un brusco descenso a tierra sin tren de aterrizaje, más adelante, a la altura de 2010, pareciera, o tal vez solo se anhela, que pudieran intuirse algunas tenues luces al final del túnel. Sin embargo, después de repasar el



abecedario al encuentro de letras que pudiesen describir el perfil del ciclo económico, la deseada letra «V» hubo de ser descartada para dar paso a otras de vaticinios menos favorables, y en aquella, de momento, únicamente se constata un trazo descendente añadido. A fuerza de tantos vaivenes y conmociones, ha llegado a ser imposible identificar los puntos de mayor algidez de la gran crisis en la que estamos instalados.

No es de extrañar, así, que la palabra retroceso haya quedado grabada a fuego en nuestra conciencia colectiva, arraigando ineludiblemente la noción de tiempo perdido, respecto de la que se emiten opiniones para todos los gustos, y que no es exclusiva de España. En este contexto, tampoco resulta sorprendente que alguien, con una perspectiva internacional, con base en indicadores objetivos, se decidiera a elaborar un índice de tiempo económico perdido. El semanario británico *The Economist*, con su habitual sentido pragmático, ofrece una ilustrativa información, bajo la denominación de

índice Proust, en inevitable alusión al celebrísimo autor de la múltiple obra *A la búsqueda del tiempo perdido*.

El reloj así concebido se basa en siete indicadores pertenecientes a tres categorías generales: a) riqueza financiera de las familias, precios de los activos financieros y precios de la propiedad inmobiliaria; b) producción anual y consumo privado; c) salarios reales y desempleo. Una media aritmética de cuánto tiempo se ha perdido en cada una de estas categorías genera la medición global propuesta.

La utilización de esa máquina para calibrar el tiempo económico nos llevaría a los españoles, en un viaje retrospectivo, al año 2004, lo que implicaría la pérdida aparente de ocho años. No es, sin embargo, España el país que experimenta un mayor retroceso, al verse claramente superada por un considerable grupo de países, encabezados por Grecia (trece años) e Islandia (doce años). En contraposición, Alemania, con algo más de dos años, es la economía, dentro de la muestra para la que se dispone de in-

formación, que registra un menor repique.

Sin pretender en absoluto negar la evidencia del tremendo impacto de la crisis, hay una cuestión que planea cuando se evalúan sus consecuencias: ¿resulta posible realizar algún tipo de matización a la noción de tiempo económico perdido? Este concepto nos lleva a la sensación de que una serie de activos se han volatilizado, han desaparecido sin dejar rastro. Es cierto que esto es lo que ocurre cuando, por ejemplo, se destruyen infraestructuras por catástrofes naturales. Sin embargo, ¿debe olvidarse el valor de los bienes y servicios producidos y consumidos durante el tiempo pasado?, ¿debe ignorarse completamente el hecho de que, durante un periodo, ha habido ganancias en términos de renta y de empleo?, ¿se ha acumulado algún capital no financiero durante el tiempo económico perdido que sea aprovechable?, ¿es lo mismo tener un reloj parado durante un año que un reloj que ha funcionado durante un año y se para a su término?...

Más allá de las posibles disquisiciones filosófico-económicas, si que hay un tiempo económico irremisiblemente perdido, ligado al drama del desempleo, el de aquellas personas que no logran encontrar un puesto de trabajo. No hacen falta muchos instrumentos de precisión para la medición de esa lacra social, que corre el riesgo de ocasionar la marginación de una generación completa.

Cuando, en 2004, vivíamos una etapa de bonanza económica y de expansión aparentemente imparable, era difícil imaginar que, ocho años más tarde, el reloj de los indicadores económicos hubiese podido retornar a la posición de aquel año. Aun con los matices expresados, el tiempo ofrece un nuevo *benchmark*, una nueva vara de medición de la actuación económica de las naciones. Como piedra de toque puede aportar una perspectiva aleccionadora e ilustrativa. No obstante, quizás puede ser más productivo, en lugar de tratar de buscar un tiempo pasado perdido y recrearse en las lamentaciones, procurar no desaprovechar las oportunidades que brinda el tiempo presente para sentar las bases de un futuro mejor.

# Crecimiento con bajo empleo

Victorio Valle

El País, 30 de marzo de 2012

**T**ras casi cuatro años de una situación económica muy severa y con difícil salida, existe un general acuerdo en que la prioridad de la política económica española debe ser el crecimiento y la creación de empleo.

Conviene tener claro que cuando se habla de crecimiento económico podemos estar dando a ese concepto diferentes interpretaciones. Algunos se refieren al crecimiento potencial a largo plazo de la economía, que depende básicamente de los elementos que aumentan la productividad global de los factores, tales como el capital humano, los avances tecnológicos y las mejoras en la utilización eficiente de los recursos. Otros se refieren al crecimiento efectivo; el real de cada año. Existe la convicción entre los economistas de que las divergencias entre el crecimiento efectivo y el potencial son consecuencia directa de una demanda agregada insuficiente. Sin embargo, tras pasado este punto, las opiniones se bifurcan. La doctrina prevalente en el seno de la Unión Europea es que ese *bache* debe cubrirse con demanda externa, reduciendo costes y precios y haciendo, por tanto, los productos nacionales más competitivos. Otros, sin negar esta necesaria línea de actuación, piensan que, pese a las dificultades de financiación, algún programa de impulso de la demanda interna protagonizado por el sector público ayudaría a generar un crecimiento a corto plazo que empieza a ser urgente dados los tintes dramáticos que el paro y la pobreza están adquiriendo en países como España.

Con estas ideas como referencia, no cabe duda de que el nuevo Gobierno surgido de las elecciones del 20 de noviembre de 2011 lo está haciendo bastante bien. Incluso está haciendo, por razones de necesidad, cosas que sobre el papel son poco conformes con sus convicciones. Primero fue el aumento impositivo; después, la sabia decisión de pausar la reducción del déficit para evitar los daños colaterales de una reducción excesivamente drástica del gasto público por cumplir los compromisos anteriores, y más recientemente, el acuerdo alcanzado con las entidades financieras para facilitar el pago de la deuda comercial de

las corporaciones locales a sus proveedores. En este último punto conviene introducir, sin embargo, ciertas dosis de relativismo. La financiación bancaria va a permitir transformar una deuda comercial en una deuda financiera. De hecho, los proveedores que ahora recibirán recursos en efectivo destinarán una parte sustancial de los mismos a pagar las deudas privadas que hubieran contraído y a reponer los activos financieros o reales que tuvieron que enajenar para seguir viviendo ante el retraso en los pagos, pero no se crea que toda esa liquidez neta se va a destinar por sus perceptores a abordar nuevos proyectos empresariales. En realidad, es un importante alivio de la situación que moderará algo la caída del consumo y permitirá mejorar la estructura financiera de muchas empresas.

*El crecimiento del empleo va a ir rezagado con respecto a la recuperación de la producción*

*El ajuste del mercado laboral será lento y requerirá reducciones salariales muy intensas*

Por otra parte, en un terreno más acorde con su filosofía económica, el Gobierno ha abordado un programa de reformas importantes que contribuirán a mejorar el funcionamiento de la economía española y la competitividad de nuestras exportaciones a medio y largo plazo.

¿Qué perspectivas proyecta todo esto?

En primer término, la propia crisis, aunque sea a un coste elevado, ha aportado una importante elevación de la productividad del trabajo. Entre finales de 2007 y diciembre de 2011, la productividad ha crecido casi un 10% y los costes laborales unitarios en la industria manufacturera se han reducido casi un 2%.

En segundo lugar, la línea de refor-

mas seguida por las autoridades implicará una reducción notable de los costes de producción que—si la economía internacional, y particularmente la europea, empieza a tirar y el sector financiero está en disposición de apoyar con un aumento del crédito—generarán un posicionamiento crecientemente importante de España en el comercio mundial.

Dos riesgos, sin embargo, acechan, en mi opinión, a ese curso deseable de la actividad económica española. El primero es que, como todo el mundo coincide, a corto plazo la producción y el empleo van a empeorar. Con un punto de partida como la elevada tasa de paro que tenemos, asalta inevitablemente la duda de si los mecanismos de apoyo social—básicamente la familia—van a ser suficientes para seguir soportando un envilecimiento adicional de la situación. ¿Habrá que hacer algo más? La CEOE ha sugerido recientemente la elaboración de un programa de inversiones públicas en infraestructuras. No sé si es o no la mejor idea, pero tal vez en este sentido cabría hacer algo que suavice la difícil situación del empleo. Otro riesgo que me preocupa más, y cuya proximidad empleo a intuir y a temer, es que el futuro crecimiento de la economía española sea poco intenso en generación de empleo. Lo que los anglosajones llamarían una *jobless recovery*. ¿Por qué me preocupa esta posibilidad? Porque la veo cercana, basada en cuatro diferentes pilares:

1. El aumento de la productividad del trabajo a que antes he hecho referencia permitirá una expansión a largo plazo con mejoras en competitividad e, indirectamente, en el empleo. Sin embargo, en forma inmediata significa que para generar un aumento de producción dado se necesitan ahora menos puestos de trabajo que antes. Por tanto, el crecimiento del empleo va a ir rezagado con respecto a la recuperación de la producción cuando esta se inicie.

2. La población activa aumentará posiblemente cuando la economía comience una trayectoria de recuperación. Siempre ocurre así. Los activos *desanimados* de hoy vuelven al mercado de trabajo si el crecimiento, aunque sea leve, genera ciertas expectativas de empleo. Pero además el creciente empobrecimiento de los

ciudadanos está llevando a demandar empleo—para complementar ingresos—incluso a personas, especialmente mujeres, que con anterioridad no manifestaban voluntad de acceder al mercado laboral.

Un aumento de la población activa implica que—pese a una creación positiva, aunque escasa, de empleo—la tasa de paro no disminuirá de forma sensible. Claro está que siempre cabe la posibilidad de que el balance migratorio—retorno de inmigrantes y emigración de españoles—contribuya a moderar el avance de la población activa.

3. La brutal reestructuración sectorial que ha seguido al derrumbe del sector inmobiliario exigirá que el elevado paro existente fuera absorbido por el resto de sectores que son menos intensivos en el factor trabajo. Ese ajuste será lento y complejo y requerirá reducciones salariales muy intensas. Es cierto que la reforma laboral en marcha facilitará ese proceso, pero difícilmente en la magnitud necesaria para recobrar a la gran masa de parados existente, incluso descontando la economía sumergida.

4. Las empresas intensivas en capital presentan una base más sólida para demandar crédito que las intensivas en mano de obra, cuyos balances tienen menos elementos patrimoniales que puedan servir como garantía de los créditos que eventualmente les puedan otorgar una entidad bancaria. Por tanto, la dimensión financiera propiciará de suyo más la capitalización que el empleo en las empresas.

Los trabajos empíricos realizados sobre la conexión entre crecimiento y empleo tienden a coincidir, hasta ahora, en que en el caso de España se precisen crecimientos del PIB superiores al 1,5% para que la ocupación no disminuya, al 2,6% para que la tasa de paro se reduzca y mayores del 3% para que el número de personas paradas vaya bajando. Mi preocupación es que esos parámetros puedan estar aumentando y que hagan falta tasas de crecimiento del PIB del rango del 3,5%-4% para que la recuperación se note en el empleo. ¿Podremos esperar? ■

Victorio Valle es presidente del Consejo Consultivo de Funcas.

# Tipo máximo del IRPF: ¿Dónde está el límite?

José M. Domínguez

La Opinión de Málaga, 11 de enero de 2012

Pensemos en la situación de un megarico, una persona que perciba, por ejemplo, unos ingresos anuales de 100 millones de euros. ¿Qué tipo de gravamen debería aplicarse, en el IRPF, sobre el último de los euros percibidos? Si aceptamos la hipótesis -no compatible con la codicia- de la utilidad marginal decreciente de la renta, los euros adicionales van aportando una satisfacción cada vez menor, lo que podría justificar la aplicación de unos tipos impositivos en crecimiento continuo. ¿Pero, hasta dónde deberían llegar: al 50%, al 90%, al 99%... al 99,99%?

La concreción del nivel y de la progresión de los tipos del IRPF ha sido una cuestión altamente controvertida a lo largo de la historia, sin que en ningún momento se haya alcanzado un consenso sobre los aspectos básicos, ni en la teoría ni en la práctica. De hecho, la imposición progresiva se plasmó históricamente en la realidad tributaria antes de que las posiciones doctrinales llegaran a consolidarse, algo que, a tenor de los contrastes y los movimientos pendulares observados, no puede de-

cirse que se haya logrado aún plenamente. A título de ejemplo, John Stuart Mill defendía la progresividad solo para las herencias. A su vez, Marx y Engels se limitaban a preconizar, en el *Manifiesto Comunista*, un impuesto fuertemente progresivo, sin más precisiones. Más adelante, a comienzos del pasado siglo, Leroy-Beaulieu, un influyente francés, llegaba a calificar como exorbitantes a aquellos tipos impositivos sobre las rentas privadas que excedieran del 12%.

«Cuando me siento ahora en mi hogar devastado por la pobreza, y me pongo a mirar el lugar donde solía estar antes el piano que tuve que vender para pagar mi impuesto sobre la renta, me invade un sentimiento de melancolía», relataba, con su impenitente sentido del humor, el conocido escritor británico P. C. Wodehouse, tras afincarse en Estados Unidos. De manera ciertamente sorprendente, el tipo máximo del IRPF en este país estuvo por encima del 90% a mediados del siglo veinte. Sin llegar a tal extremo, tipos del IRPF superiores al 60% o al 70%, como de hecho ocurrió en España (68,5% en 1982), eran habituales en los países desarrollados en el último cuarto de la centuria precedente.

En la recta final de ésta, sin embargo, soplaron vientos de reforma generalizados que aplazaron las tarifas, al tiempo que suprimieron gran parte de las numerosas ventajas fiscales que permitían a los más adinerados atenuar su factura tributaria, llegando incluso a implantarse en diversos países el modelo de IRPF lineal, basado en un único tipo de gravamen. Adn así, es po-

sible preservar la progresividad efectiva a través de la aplicación de un mínimo exento. En otros países tendía a calar la idea de que, del último euro percibido, incluso por las personas más ricas, el contribuyente debería quedarse, como mínimo, con lo mismo que recaudaba la Hacienda Pública. Esta tesis, a la que se abonó España desde 1999, implica no utilizar tipos superiores al 50%.

La gravedad y la persistencia de la crisis económica en la que estamos inmersos desde hace ya cuatro años, con sus conocidas consecuencias de desplome de la recaudación tributaria y de agravamiento de las desigualdades sociales, ha actuado como acicate para reabrir el debate acerca de la magnitud y la graduación de la carga del IRPF en el plano teórico, así como para la revisión de los esquemas fiscales que se venían aplicando. A este respecto, en nuestro entorno más cercano, la tesis de respetar el referido techo del 50%, defendida y aplicada sucesivamente por los cuatro últimos gobiernos, ha quedado superada por la vía de los hechos, aunque, en principio, de manera transitoria durante los ejercicios 2012 y 2013. En Andalucía, por la acción conjunta de la tarifa estatal y la autonómica, el tipo general máximo se sitúa en el 55%.

En la vertiente teórica, una reciente investigación del Premio Nobel de Economía Peter Diamond, en colaboración con Emmanuel Saez, trata de encontrar cuál debería ser el valor del tipo de gravamen máximo del IRPF en Estados Unidos, utilizando para ello un sofisticado modelo analítico. El tipo máximo óptimo será aquel que permita maximizar la recaudación tributaria obtenida de los contribuyentes con mayores ingresos. Sin embargo, no es posible llegar a una cifra única, ya que su valor depende de la distribución concreta de los ingresos de tales contribuyentes y, especialmente, de cómo respondan las rentas declaradas ante aumentos del tipo impositivo.

Para cualquier contribuyente, el tipo de gravamen marginal desempeña un papel crucial. Para su toma de decisiones económicas partiendo de su situa-

ción actual (trabajar más o invertir más), es poco relevante la cuantía total del impuesto pagado: lo importante es cuánto obtiene en términos netos si decide, por ejemplo, trabajar o invertir más para obtener unos ingresos brutos de 1.000 euros. Es el tipo marginal, el aplicable a esos ingresos adicionales, el que aporta la información. Si dicho tipo es del 40%, significa que Hacienda obtendría 400 euros y el contribuyente le quedaría un importe neto de 600 euros (60%). Pues bien, de cuál sea la reacción de los individuos (percibir o no más ingresos), a medida que aumentan los tipos marginales, depende en esencia el tipo óptimo recomendable. A tenor del recorrido que puede presentar en la práctica esa respuesta, Diamond y Saez encuentran justificación para que el tipo máximo del IRPF oscile entre el 42% y el 76%, aunque se decantan más bien hacia este último porcentaje.

Está por ver si el camino desbrozado por tan eminentes economistas logra perfilar una senda a la que atenerse con arreglo a algunas bases más o menos objetivas. Hace años, tras un repaso de las teorías justificativas de la progresividad impositiva, Elmer Fagan sostenía que el problema de la imposición progresiva debía ser decidido por juicios éticos más que por medidas psicológicas. Teniendo en cuenta las amplias divergencias que existen en las estimaciones del comportamiento de los contribuyentes, no parece tarea fácil que pueda encontrarse una solución puramente técnica.

Otros destacados economistas, como J. Bradford DeLong, se han apresurado a manifestar que «creemos que es incorrecto gravar a nuestros superricos, exprimiéndolos como a fruta madura hasta el punto en que más impuestos solo nos dejarían con menos semillas». Por su parte, Paul Krugman ha proclamado que el 99,9% de la población no debería odiar al 0,1% integrado por los más ricos, pero sí «exigir que la superélite pague muchos más impuestos». La clave estaría, pues, en ser capaces de encontrar «el tipo justo».

# Los andaluces ante el reto de la jubilación

José Luis Jiménez

La Opinión de Málaga, 1 de marzo de 2012

**D**urante el 2011 hemos sido testigos de grandes avances en materia de pensiones que han impulsado la reflexión sobre la necesidad objetiva e ineludible de planificar nuestros ahorros a largo plazo. Tanto los debates suscitados a raíz de las elecciones generales como la reforma de las pensiones acometida en el mes de agosto, que entrará en vigor el 1 de enero de 2013, han situado la cuestión de las pensiones a la cabeza de los grandes «asuntos pendientes» no sólo en España, sino en el resto de los países europeos.

Así lo ha puesto de manifiesto también la Comisión Europea con la publicación de «El Libro Blanco para unas pensiones adecuadas, seguras y sostenibles», publicado el pasado 16 de febrero. El documento describe una realidad indiscutible que refuerza el prin-

cipal mensaje en el que llevamos trabajando desde hace tiempo numerosas esferas públicas y privadas: la necesidad de planificar nuestro ahorro a largo plazo para poder mantener un nivel de vida adecuado una vez llegue nuestra edad de jubilación. Las dos variables que sustentan esta realidad son, por un lado, el envejecimiento global de la población y, por otro, una crisis económica que apenas ha hecho distinciones en nuestro continente y que ha mermado considerablemente el poder adquisitivo de los ciudadanos.

Estas dos variables adquieren un perfil propio en España. Respecto a la primera, las últimas proyecciones demográficas del INE confirman que en, aproximadamente, 40 años el grupo de edad de mayores de 64 años podría duplicarse y constituir el 31,9% de la población. Además, la misma fuente apunta que en el año 2049, por cada 10 personas en edad de trabajar, casi nueve estarían potencialmente inactivos (menores de 16 años o mayores de 64).

Estos cálculos invitan a tomar conciencia, sin infundir alarmismos innecesarios, del retroceso cualitativo y cuantitativo que puede suponer la jubilación en el nivel de vida que disfrutamos en la actualidad. Sin ir más lejos, la realidad que vivimos en Andalucía puede servirnos de ejemplo.

Los últimos datos que el padrón mu-

nicipal de 2011 recoge, ponen de manifiesto que en nuestra comunidad existen alrededor de 865.700 personas cercanas a la jubilación y más de 2.000.000 de jóvenes se verán afectados por el nuevo contexto motivado por la reforma del sistema de pensiones en España. Además, según los últimos datos del INE en la encuesta anual de estructura salarial, el sueldo medio bruto anual en Andalucía se situaba en 20.906 euros brutos anuales y, según los últimos datos del Ministerio de Trabajo, la pensión media en nuestra región es de 856,39 euros al mes. De este modo, tomando como referencia dichas cifras, los andaluces perderíamos de media, una vez llegado el momento del retiro, alrededor del 42% de nuestro poder adquisitivo.

Ante esta realidad, las principales recomendaciones a los gobiernos europeos que la Comisión arroja en su hoja de ruta sobre el futuro de las pensiones apuntan básicamente en tres direcciones: alarga la vida laboral, medida ya incorporada en nuestro país tras la última reforma, promover la suscripción de planes de pensiones o productos de ahorro complementario y desarrollar sistemas de información y concienciación ciudadana sobre la necesidad de planificar nuestros ahorros. Sin embargo, esta responsabilidad no debe recaer únicamente en las instituciones públicas y privadas, sino que cada uno de nos-

otros debemos realizar también un esfuerzo personal de reflexión sobre nuestro futuro.

Los datos y estadísticas oficiales muestran de manera objetiva la insuficiencia real de las pensiones públicas para mantener el nivel de vida del que gozamos en la actualidad. Y es precisamente en este punto donde debemos asumir una responsabilidad individual que nos permita ser capaces de ver más allá del futuro inmediato y planificar nuestros ahorros a largo plazo con el fin de poder asegurarnos una financiación adecuada cuando llegue nuestra «edad dorada». Dicha responsabilidad comienza por la reflexión sobre si estamos haciendo todo lo posible por nuestro bienestar futuro; continúa con la obligación de conocer los requisitos mínimos para el cálculo y el cobro de nuestra pensión pública y finaliza con el deber de todas las instituciones tanto públicas como privadas de proporcionar información transparente y fomentar la cultura de ahorro a largo plazo en España. Sólo entonces estaremos en disposición de decidir cuáles son las medidas óptimas en aras de evitar sorpresas desagradables cuando llegue el momento de retirarnos del mercado laboral.

En la actualidad, el abanico de fórmulas financieras de ahorro que constituyen el complemento idóneo para mantener nuestro nivel de vida, es amplio y plenamente adaptado a los diferentes perfiles de consumidores. Debemos ser conscientes de que, cuando antes comencemos a planificar nuestra jubilación, más posibilidades tendremos de compensar esa inevitable pérdida de poder adquisitivo. Corregirla es posible, pero sólo a través de una planificación cuidadosa y programada, avalada por el mejor asesoramiento posible. No se trata de sobrevivir o malvivir después de nuestra jubilación, sino de disfrutar de nuestro tiempo libre y de nuestro retiro sin sufrir estrecheces.

# Consolidación fiscal

Carlos Sebastián

Cinco Días, 22 de febrero de 2012

**L**a consolidación fiscal en España se puede y se debe hacer a un ritmo más pausado y, pese a ello, conseguir que la ratio de endeudamiento no llegue a superar el 80% y comience a declinar en 2015. Si go encontramos escaso sentido a la incorporación de la limitación de déficit a la Constitución. Y hay motivos de diversa índole para defender una expansión fiscal a nivel de la UE.

En el contexto recesivo en el que nos encontramos, y que puede mantenerse hasta mediados del próximo año, es conveniente suavizar la consolidación para no empeorar aún más el nivel de actividad y, sin embargo, no alcanzar el 80% en la ratio de endeudamiento y comenzar su reducción en 2015. Con una previsión de crecimiento en los próximos tres años de -1,5%, 0% y 1,5%, un déficit del 6%-6,5% este año, del 4,75% el próximo y del 3,5% en 2014 nos situaría con un endeudamiento ligeramente por debajo del 80% del PIB, menor que la práctica totalidad de los países europeos. A partir de ahí, en 2015 se podría registrar un superávit primario pequeño, compatible con un déficit total del 2,5%. Mantener ese superávit primario, sin necesidad de una vuelta más de tuerca, situaría la ratio de endeudamiento

**La credibilidad no se obtiene elevando a norma constitucional una restricción de la política económica**

en una senda decreciente, que en el límite tendería a cero, incluso aunque el tipo de interés real fuera algo mayor que la tasa de crecimiento del PIB, que se tornaría en una disminución más rápida si y cuando esa relación fuera la contraria.

La credibilidad se alcanza haciendo programas creíbles con objetivos bien definidos, como el que acabamos de esbozar, y luego cumpliéndolos. Y se pierde haciendo programas innecesariamente exigentes con alto riesgo de incumplirse y que tienen consecuencias negativas para los propios objetivos.

Y la credibilidad no se adquiere por elevar a norma constitucional una restricción cuantificada de la política económica. Evitar que la dinámica de endeudamiento sea explosiva depende del déficit (primario), pero también de la relación entre tipo de interés y tasa de crecimiento del PIB. Un determinado saldo presupuestario requiere una corrección en determinadas circunstancias y no necesita de ninguna respuesta en otras. Hay que recordar que una ratio de endeudamiento pequeña, a la que podría abocarse, no solo sería un objetivo absurdo, sino que sería muy perjudicial para el funcionamiento del sistema financiero.



Resulta bien sabido que la respuesta ante un déficit depende también del estado general de la economía y que es más que lícito otorgar un carácter anticíclico al presupuesto. De ahí la noción de saldo estructural, poderosa conceptualmente pero no observable, por lo que es necesaria su estimación, y esta podría resultar controvertida (pues siempre contendrá elementos discrecionales), lo que podría resultar grave si del valor estimado dependiera que se esté violando o no la Constitución. Controversia que no ayudaría precisamente a la credibilidad.

Más estabilidad (y más flexibilidad) podría otorgar un organismo independiente como el que se ha creado en Inglaterra (Oficina de Res-

**Una ratio de endeudamiento pequeña no solo sería un objetivo absurdo sino también muy perjudicial"**

ponsabilidad Presupuestaria) que analizara los presupuestos de las Administraciones públicas y su ejecución a medio plazo, e informara al Parlamento y, en su caso, al organismo de supervisión fiscal de la eurozona.

Sin entrar en la calificación de los programas de gastos e ingresos, que corresponde al Parlamento, sí debería valorar la calidad de los saldos presupuestarios en relación con las condiciones financieras y económicas generales, así como el carácter recurrente o extraordinario de los ingresos y gastos que experimenten mayores variaciones. Evitaría sorpresas como las de 2008-09 y pondría de forma continuada las cifras presupuestarias en una perspectiva a

medio plazo. Podría tener entre sus miembros algún especialista de países europeos y, para reforzar su independencia, el mandato de los miembros debería ser relativamente largo y no renovable.

Si miramos a la UME en su conjunto observamos que es un área sin necesidad de financiación, con inflación baja, tipo de interés real relativamente bajo y en la que la tasa de paro se ha elevado, sin que se pueda descartar que la destrucción de empleo continúe. No es necesario ser un keynesiano muy estricto para defender en estas circunstancias la puesta en marcha de planes de reactivación de la demanda.

Dadas las tradicionales limitaciones de la política monetaria como instrumento de reactivación, mayores en este caso porque el sistema bancario esta digiriendo una serie de shocks padecidos desde 2008, debería ser la política fiscal la que liderara esos planes. Aunque tendría que ir acompañada del saneamiento bancario para que desaparecieran las situaciones de restricción de crédito existentes en buena parte de la Unión.

En este sentido, no conviene confundir, como parece que se está haciendo en España, la necesidad de eliminar las restricciones de crédito

**No es necesario ser muy keynesiano para defender en estas condiciones planes de reactivación de la demanda**

(la situación de empresas viables a las que se niega financiación) y el objetivo de que el conjunto de las empresas saneen sus balances y reduzcan su deuda bancaria (reduzcan el stock de sus créditos vivos). Ambos objetivos son compatibles y necesarios.

El impulso fiscal comunitario, financiado por eurobonos, contribuiría a dos objetivos, uno coyuntural y otro institucional. Contribuiría, junto a la eliminación de la restricción crediticia, a recuperar la demanda en el conjunto de la Unión (de la que acabarían beneficiándose todos los países miembros). Es cierto que muchos de esos países necesitan de políticas de oferta que mejoren sus perspectivas de crecimiento a medio plazo, pero sabemos que, en general y más en un estado depresivo, esas mejoras estructurales no se traducen en un mayor nivel de actividad por la escasez de la demanda, que requeriría un impulso.

Pero ese tipo de plan fiscal necesitaría desarrollar mecanismos comunitarios para la definición, coordinación y supervisión de los programas, que podían ser el embrión de la institución fiscal de la eurozona que muchos consideramos imprescindible.

# La dificultad de reducir el déficit público

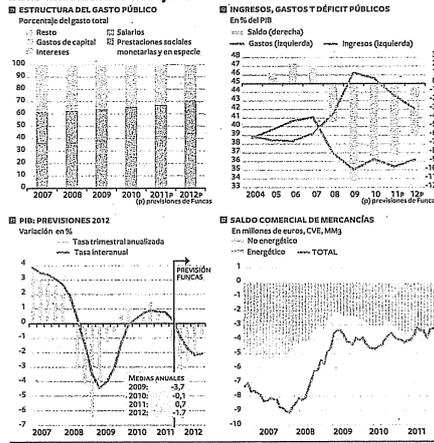
Ángel Laborda

El País, 26 de febrero de 2012

**D**urante las últimas semanas se viene planteando en España la conveniencia de mantener el objetivo de déficit público para 2012 en el 4,4% del PIB, tal como está comprometido en el actual Programa de Estabilidad aprobado por las instituciones de la UE. Cumplir con dicho objetivo supondría, en principio, subir ingresos y recortar gastos en el conjunto de los presupuestos públicos en una cuantía en torno a 41.000 millones de euros, un 3,3% del PIB, dado que el déficit de 2011 se estima que pudo acabar en el 8,2%. La preocupación nace obviamente del impacto negativo que cumplir con ese objetivo tendría sobre el crecimiento de la economía y del paro. Este es uno de los puntos principales del debate, pero antes que eso cabe plantearse si en tan corto periodo de tiempo es materialmente factible llevar a cabo tal ajuste. Para contestar a esta pregunta hay que analizar la naturaleza de los gastos públicos y la capacidad de los distintos Gobiernos para actuar sobre ellos.

A falta de conocer los datos oficiales, podemos estimar que el gasto público total ascendió en 2011 a unos 468.000 millones de euros, un 43,6% del PIB. De ellos, unos 125.000 fueron pensiones y otras prestaciones de los sistemas de la Seguridad Social y clases pasivas. Teniendo en cuenta el aumento del número de pensionistas, de la pensión media y la subida del 1% llevada a cabo por el Gobierno, en 2012 esta partida podría aumentar un 4%, es decir, unos 5.000 millones. Otros 30.000 millones del gasto de 2011 se los llevaron las prestaciones por desempleo. Con el fuerte aumento del paro previsto, no cabe esperar que en 2012 se reduzca este gasto, más bien podría aumentar en unos 1.000 millones. Aparte de estas prestaciones monetarias, se gastaron en prestaciones en especie (educación y sanidad concertadas, medicamentos) otros 32.000 millones, cifra que podría rebajarse en 2012, pero no sustan-

## Las dificultades del ajuste



cialmente. Los intereses de la deuda pública ascendieron a algo más de 25.000 millones y en 2012 esta cifra podría subir a 31.000. Una cifra similar a la de pensiones se gastó en remuneraciones de los empleados públicos, que, tras la congelación o bajada de sus salarios y los ajustes de plantillas en marcha, podría reducirse en torno al 4%, es decir, unos 5.000 millones. Otra partida sobre la que el Gobierno no tiene margen de maniobra para modificarla libremente es la aportación española al presupuesto de la UE, unos 12.000 millones.

Si no me equivoco en la suma, las partidas señaladas ascendieron en 2011 a unos 348.000 millones, casi las tres cuartas partes del gasto público. A no ser que se tomen medidas drásticas como rebajar sustancialmente las pensiones, las prestaciones por desempleo y, más aún, los sueldos de los funcionarios, todos esos capítulos del gasto, lejos de disminuir en 2012, apuntan a un aumento de unos 6.000 millones. Las subidas del IRPF e IBI llevadas a cabo a finales de diciembre apenas llegan para compensar esta cifra, por lo

que haría falta reducir el gasto en las partidas restantes de los presupuestos (consumos intermedios—como el material sanitario—, subvenciones y otras transferencias e inversiones en infraestructuras) en 41.000 millones. Ello supone que las mismas deberían reducirse un 35%. ¿Alguien piensa que esto es realista? Para intentar cumplir el reto, sería necesario subir otra vez los impuestos (esta vez, el IVA y los especiales) en más de 10.000 millones. Esto es lo que quiere evitar nuestro Gobierno.

Pero no acaba aquí esta historia. Si finalmente se toman las medidas necesari-

**Para cumplir el ajuste previsto habría que subir impuestos en más de 10.000 millones**

**Si se cumplen los recortes, Funcas prevé que el PIB caerá el 1,7%, lo que elevará el déficit al 5,8%**

rias para cumplir, ello provocaría una caída del PIB bastante superior al 1% publicada por la Comisión Europea esta semana, ya que dicha previsión solo tiene en cuenta las medidas ya conocidas, básicamente los 15.000 millones de subida de impuestos y recorte de gastos aprobados en diciembre. Por eso Funcas, que incluye en las previsiones también publicadas esta semana el recorte de 41.000 millones, prevé que el PIB caiga un 1,7% [gráfico inferior izquierdo]. El problema es que, si esto fuera así, los ingresos públicos serían menores de los inicialmente previstos, y algunos gastos, mayores. El déficit no acabaría en el 4,4%, sino en el 5,8%. Habría que tomar nuevas medidas, y así... suma y sigue. Difícil papeleta. ■

Ángel Laborda es director de coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

# Nuestro plan para la recuperación económica

Luis de Guindos

El País, 26 de enero de 2012

La consolidación fiscal no es una opción. Es un requisito para garantizar la confianza de los inversores en la sostenibilidad de nuestras cuentas públicas y en la estabilidad macroeconómica de España, y a partir de entonces disfrutar de costes de financiación razonables tanto para el sector público como para el privado. Esa es la razón de que la primera decisión del nuevo Gobierno del presidente Mariano Rajoy fuera implementar un severo paquete de recortes de gastos y un aumento progresivo del impuesto sobre la renta. Estas medidas eran necesarias para compensar el impacto del inesperado aumento del déficit público en 2011 del 6% previsto inicialmente al 8%.

Las medidas, pese a su impopularidad, han recibido el apoyo de la mayoría de nuestro Parlamento. El Parlamento español fue uno de los primeros de Europa en introducir una variación en el límite del déficit presupuestario. Esta decisión se acordó en septiembre del año pasado con el pleno apoyo del Partido Popular, que por entonces estaba en la oposición.

Antes del 31 de marzo se promulgará una ley que imponga el cumplimiento de este principio. Esta ley fijará techos de gasto para todas las instituciones públicas, incluida la Administración del Estado, las comunidades autónomas y los ayuntamientos de las principales ciudades. El gestor público no podrá registrar déficit estructurales de más del 0,4% del PIB o acumular deuda por más del 60%

## Nuestro sistema salarial tiene que someterse a una profunda revisión

del PIB. España se convertirá, así, en uno de los primeros miembros de la Unión Europea en introducir en su marco legal nacional los acuerdos sobre el gobierno económico que se acaban de alcanzar en el seno de la UE.

Las reformas estructurales serán esenciales para compensar el impacto de las medidas de consolidación fiscal sobre el crecimiento. Dentro de una unión monetaria, son los principales instrumentos de los que disponen las autoridades nacionales para fomentar el crecimiento y el empleo. Entre estas reformas, serán decisivas las relativas a la revisión del mercado laboral y del sistema financiero.

La nueva reforma del sistema laboral perseguirá un objetivo simple pero fundamental: fomentar la creación de empleo y la productividad para mejorar la competitividad de las empresas españolas y de la economía. Para conseguir este objetivo, la reforma tiene que ser exhaustiva y abordar los principales defectos del actual mercado laboral. Primero, nuestro sistema de negociación salarial tiene que someterse a una profunda revisión para permitir la creación de un mecanismo eficiente y no inflacionista basado en el aumento de la productividad. En España, hemos heredado un sistema de negociación de los salarios muy centralizado que establece aumentos salariales a nivel sectorial. Este sistema ha demostrado ser uno de los principales motivos de la pérdida de competitividad que hemos sufrido en la última década. Además, el sistema de negociación salarial no tiene en cuenta el aumento de la productividad o la necesidad de las empresas de adaptarse a un clima cambiante e impredecible. La negociación salarial tiene que efectuarse a nivel de las

firmas. Tenemos que implementar un marco completamente nuevo para las pequeñas y medianas empresas, que suponen en la actualidad el 80% de los puestos de trabajo en España.

Segundo, en la actualidad contamos con cerca de 40 tipos distintos de contrato laboral. Hay que simplificar esto: un único contrato a jornada completa con cláusulas comunes para todos los nuevos empleados, y otro que estimule la contratación a tiempo parcial.

Tercero, las políticas activas del mercado laboral tienen que revisarse para mejorar la productividad tanto de los desempleados como de los actuales trabajadores y para permitir la reubicación del capital humano en sectores de alto valor añadido.

## Reforma financiera

Con respecto al sistema financiero, necesitamos un nuevo impulso en la reestructuración de la industria bancaria. Tenemos que acelerar, de una forma concluyente y transparente, la correcta valoración y limpieza de los balances de las entidades financieras. La nueva reforma financiera que lanzaremos en breve obligará a los bancos a aumentar sus provisiones lo suficiente para cubrir las pérdidas que puedan emerger sobre sus activos y préstamos inmobiliarios. El dinero de los contribuyentes no se usará para financiar los requisitos regulatorios adicionales que surjan de la reforma. Los fondos tendrán que salir de los recursos internos del propio sistema. Se instará a las entidades incapaces de cumplir los nuevos requisitos a fusionarse con otros participantes mediante un sistema de incentivos.

En conjunto, las nuevas medidas regulatorias fomentarán la transparencia y la solvencia. Generarán eficientes sinergias y ajustarán la capacidad en el sistema bancario para satisfacer las nuevas condiciones del mercado. Con ello, se conseguirá un menor número de participantes, pero más sólidos, entidades más responsables, y una mejora del gobierno corporativo.

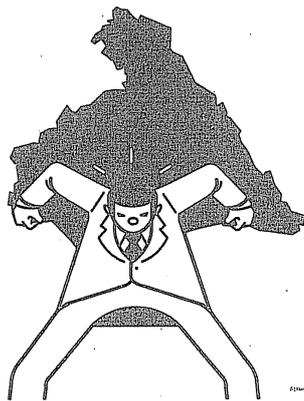
Sobra decir que España seguirá comportándose como un miembro leal y cooperativo dentro de la Unión Europea. Las reformas que he descrito son consecuentes con el nuevo marco de gobierno económico que se está acordando a nivel europeo.

Hay mucho trabajo por hacer en los próximos meses –y eso sin tener en cuenta otras reformas que estamos planeando, en materia de educación o de administración de la justicia-. Por suerte, el nuevo Gobierno dispone de todo lo necesario para conseguirlo. El Partido Popular ya solucionó otra mala situación macroeconómica a mediados de los años 90, permitiendo que España entrara en el euro como parte del grupo inicial. El Gobierno de Mariano Rajoy disfruta de un enorme respaldo público tanto a nivel nacional como regional, y tiene cuatro años por delante para hacer que se produzca el cambio.

También tenemos la determinación de hacer lo que sea necesario. Aunque la tarea es ambiciosa, es posible de cumplir. Estoy convencido de que aplicando el plan que he descrito, recuperaremos la confianza de los mercados. Creemos que tenemos una oportunidad única para recuperar la prosperidad que nunca deberíamos haber perdido.

Ministro de Economía y Competitividad

The Wall Street Journal, 2012. © Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved



# No es tan fiero el león como lo pintan

Ángel Laborda

El País, 12 de febrero de 2012

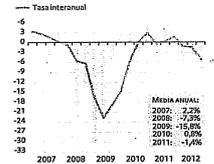
En tres semanas consecutivas el nuevo Gobierno ha sucedido adelantadas medidas y reformas de gran calado, cuyos efectos seguramente no se verán a corto plazo, pero que sientan las bases para que las estructuras e instituciones que condicionan el comportamiento de nuestra economía se fortalezcan y permitan un mejor desempeño a medio y largo plazo. Puede que en algunos aspectos estos reformes se queden cortos o no sean las más eficientes (el tiempo lo dirá, en todo caso), pero suponen avances importantes en el camino ya emprendido en la anterior legislatura.

La reforma laboral no es una revolución, ni es tan agresiva como nos avanzaron. Es la terminación de muchos de los pasos que el anterior Gobierno no se atrevió a dar. Ello puede decirse de la eliminación (por fin) del contrato indefinido ordinario anterior, con indemnizaciones de hasta 45 días por año trabajado y 42 mensualidades, y la generalización del existente de fomento del empleo con indemnizaciones de 33 días hasta 24 mensualidades en caso de ser improcedente, y 20 días y 12 mensualidades en caso precedente, acompañado de una definición más clara de las causas objetivas del despido. En esencia, esto no cambia la filosofía y el tronco principal de la normativa anterior, que es la tutela judicial del despido, algo que forma parte de la forma de entender la protección al trabajador en Europa continental, frente a la visión liberal anglosajona. Es, pues, un paso importante que nos alinea con el resto de la eurozona (aún nos quedamos algo altos en materia de despido), pero no es una revolución. Tampoco se ha eliminado la contratación temporal sin causalidad. Por ello seguirá existiendo la excesiva segmentación del mercado laboral, algo que la anterior reforma y la actual querían atajar.

Se acaba con la ultraactividad indefinida de los convenios (aunque dos años de prórroga si las partes no llegan a un acuer-

## Malos datos para la industria

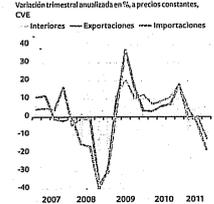
**ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**  
Variación en %  
--- Tasa Interanual  
--- Variación trimestral anualizada en %, series CVE



**OTROS INDICADORES DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
Variación trimestral anualizada en % e índice entre 0 y 100 (PMI)



**VENTAS DE LAS GRANDES EMPRESAS**  
Variación trimestral anualizada en %, a precios constantes, CVE



**VENTAS Y PRECIO DE LA VIVIENDA**  
Índice, 2007=100



Fuentes: MP de Empleo, INE, AEAT y Markit Economics Limited. Gráficos elaborados por A. Laborda. EL PAÍS

do para renovarlos parece mucho), se introducen los cambios contemplados en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado por los sindicatos y la patronal en enero en materia de flexibilidad interna y negociación colectiva (la desvinculación de los salarios del IPC), se refuerza dicha flexibilidad primando los convenios de empresa y las cláusulas de descuelgue, y se presta atención a una asignatura pendiente en las empresas españolas, la formación de sus trabajadores. Todo ello (y más aspectos que en la brevedad de esta

página no es posible comentar) son medidas importantes y positivas que no merecen una huelga general, si es que alguien está pensando en ello.

En cuanto a los indicadores más interesantes de la semana, destacan el índice de producción industrial (IPI), los que confecciona la Agencia Tributaria de acuerdo con las declaraciones de las grandes empresas y las compraventas de viviendas, todo ello referido a diciembre.

El IPI no fue tan malo como el de los tres meses anteriores. Gracias a ello, la me-

dia del cuarto trimestre de 2011 registró un retroceso de "sólo" el 8,4% anualizado respecto al trimestre precedente (gráfico superior izquierdo). El año empezó positivo, pero ya a partir del segundo trimestre las cosas se torcieron, como en casi todas las ramas de actividad, acusando el debilitamiento de la demanda, tanto externa como sobre todo interna. En cifras medias anuales se produjo una caída de la producción industrial del 1,4%, lo que supone una recada tras la modesta recuperación del 0,8% del año anterior. Los primeros indicadores que tenemos de enero del sector industrial apuntan a nuevas caídas, pero a menor rit-

*La reforma laboral aprobada ni es tan agresiva como nos avanzaron ni es una revolución*

*Seguirá existiendo la excesiva segmentación del mercado laboral, lo que las reformas querían atajar*

mo que en el cuarto trimestre del pasado año. En esta línea se sitúan los afiliados a la Seguridad Social y el PMI del sector (gráfico superior derecho).

El conjunto de indicadores de la Agencia Tributaria confirma el profundo deterioro de la coyuntura. En el último trimestre las ventas interiores declaradas por las grandes empresas cayeron a un ritmo anualizado del 9% respecto al trimestre anterior; las exportaciones de bienes, un 12%, y las importaciones, un 18% (gráfico inferior izquierdo). A la vista de todos estos datos, parece que el retroceso del PIB de tres décimas (-1,2% en tasa anualizada) estimado por el INE para el último trimestre, cuyos detalles conoceremos el jueves próximo, se queda corto. ■

Ángel Laborda es director de coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

# Cómo recuperar la confianza en los bancos

Simon Lewis

El País, 5 de febrero de 2012

**P**ara algunos políticos destacados, la economía es el enemigo que hay que conquistar. Desde Bruselas y otras capitales llegan oleadas de nuevas normativas que tienen al sector luchando por mantenerse a flote. En París, Madrid y otras ciudades prosigue la campaña para imponer un impuesto sobre las transacciones financieras.

Todo ello es un síntoma del problema básico al que se enfrentan los servicios financieros mayoristas y los participantes en el mercado de capital de Europa: una pérdida importante y persistente de la confianza de los ciudadanos.

La crisis que empezó en 2008 puso en evidencia las limitaciones de los Gobiernos, los reguladores y los actores del mercado, entre ellos la banca de inversiones, la banca minorista, las agencias de calificación y otros. La reputación de todos ellos se ha visto afectada, pero ninguna tanto como la del sector bancario.

Esto es tan cierto en España como en cualquier otro país europeo. Los bancos nunca han sido la más popular de las instituciones, especialmente en tiempos de dificultades económicas. Pero lo que ha hecho que la atmósfera se vuelva tóxica para ellos es la mezcla de dificultades económicas, crisis financiera y la considerable carga para las arcas públicas que ha supuesto el apoyo del contribuyente a los bancos.

Hay indicios preocupantes de que el problema sigue aumentando. El Edelman Trust Barometer, un respetado sondeo anual que fue publicado el 24 de enero, evidenciaba un descenso de la confianza en las empresas y una vez más la banca y los servicios financieros eran los sectores de los que más se desconfiaba.

Es más, la confianza en los bancos experimentó otro descenso acusado el año pasado. Solo el 40% de los entrevistados confiaban en los bancos, en comparación con el 56% en 2008.

Esto tiene una gran importancia, y no solo para el sector bancario, sino para los mercados de capital con liquidez y un sistema bancario que funcione bien son el corazón palpitante de cualquier economía moderna. Si no hay confianza en el sistema financiero, será difícil restaurar la confianza en la economía en general y por ende una recuperación económica duradera.

En un nuevo libro de ensayos sobre la reforma financiera, *Investing in chan-*

*ge: the reform of Europe's financial markets* (invertir en el cambio: la reforma de los mercados financieros europeos), escrito por destacados reguladores, políticos y académicos y publicado recientemente por la Asociación de Mercados Financieros en Europa (AFME), explora la magnitud del problema y los elementos de una solución.

Su conclusión es que restaurar la confianza depende de las medidas que tomen los responsables políticos para establecer un nuevo marco regulatorio estable y sostenible, y los banqueros para abordar las deficiencias de su sistema de gobierno y prácticas de gestión anteriores.

El proceso será largo y arduo, y aunque ya se han producido importantes cambios desde 2008, todavía habrá muchos más.

Pongamos por caso las normativas. En los últimos tres años, la maquinaria reguladora mundial ha trabajado a mar-

*Es necesario un cambio cultural y de gestión que incluya más coherencia entre riesgo y recompensa*

*El sector debe volver a una posición en la que los banqueros no se vean como amos del universo*

chas forzadas y ha producido reformas importantes, sobre todo en el marco que regula el capital de los bancos y los requisitos de liquidez.

Paul Tucker, subgobernador del Banco de Inglaterra y destacado miembro de la Junta de Estabilidad Financiera mundial, comenta en nuestro libro que esto no es más que el principio. Afirma que los reguladores están ahora decididos a abordar el problema del *demasiado grande para quebrar*, los riesgos sistémicos que llevaron a los bancos de varios países a tener que ser rescatados por el contribuyente.

"El desafío central del plan para reformar el sistema financiero mundial es devolver la banca al lugar que le corresponde en la economía de mercado", es-

cribe. "Los políticos y banqueros tradicionales de todo signo político sin duda coinciden en esto: que la banca no debería depender del colchón de seguridad de los contribuyentes. Aquellos que más propugnan las disciplinas del capitalismo —banqueros y financieros— deberían guiarse por ellas".

Los reguladores también están centrándose en la excesiva opacidad y complejidad de los mercados de capital y la exposición financiera, y en la necesidad de encontrar un nuevo enfoque *macroprudencial* para la supervisión del sistema que será mucho más invasivo e intervencionista ante los riesgos a la estabilidad financiera. Tucker describe este nuevo planteamiento con la expresión "retirar la jarra de la sangría", porque tendrá el efecto de atenuar los futuros *booms* económicos y poner el sistema financiero en mejores condiciones para asimilar la posterior depresión.

Para los bancos, todo esto significa un período de cambio desgarrador que hará que el sector de 2017 se parezca muy poco al de 2007. Estos son algunos de los temas que se explican con detalle en el libro.

— Desapalancamiento. Los balances de los bancos ya están disminuyendo como consecuencia de los nuevos y costosos requisitos de capital, y seguirán haciéndolo durante varios años.

— La enorme presión a la que se ven sometidos los departamentos de cumplimiento de los bancos, a causa no solo del ritmo e intensidad del proceso de elaboración de normas, sino también de las normativas que se solapan o contradicen emitidas en diferentes jurisdicciones.

— Aumento de la competencia. Hans-Paul Buerkner, presidente y consejero delegado de Boston Consulting Group, ante los años de crecimiento lento que aguardan a Europa, vaticina una intensa batalla entre los bancos para incrementar su cuota de mercado, así como unas presiones enormes sobre los márgenes.

— Revaluación de la mezcla de productos. Buerkner da a entender que se eliminarán muchas líneas de productos que probablemente ya no resultarán rentables con las nuevas normas de capital de Basilea III.

— Más claridad y atención a las necesidades de inversión y la gestión de riesgos de la economía. Muchos de los productos más esotéricos y complejos que aparecie-

ron en pleno auge de la expansión (como las tristemente famosas *obligaciones de deuda garantizadas al cuadrado*, o CDO) ya han desaparecido; otros seguirán el mismo camino.

— Un cambio cultural y de gestión que incluya una mayor coherencia entre riesgo y recompensa y un hincapié mucho mayor en la gestión eficiente y responsable de la cuenta de resultados.

— Disminución de los sueldos. Las cifras de este año muestran una reducción significativa de los niveles de compensación en la banca de inversión. Más importante es el enorme aumento de la proporción de compensaciones en forma de acciones diferidas, algunas de las cuales pueden recuperarse en caso de que los resultados sean malos en años posteriores.

Estos cambios reflejan una evolución que es menos visible públicamente, pero que no por ello es menos real: un nuevo diálogo entre los ejecutivos de banca y los accionistas sobre estrategia, rentabilidad y el reparto de retribuciones entre inversores y empleados.

El punto de partida está claro. Para poder crecer, los bancos necesitan más capital, pero para poder explotar los mercados de renta variable necesitan presentar a los inversores una propuesta de inversión más atractiva, centrada en el crecimiento y la estabilidad a largo plazo.

Es imposible saber a ciencia cierta qué aspecto tendrá el sector una vez que se hayan impuesto estos cambios. Pero el rumbo está claro, también para los líderes de los bancos.

Después de un período en el que la banca de inversión desempeñó un papel inusualmente destacado en las economías prósperas y en la conciencia pública, el sector sabe que necesita volver a una posición en la que los banqueros no se vean como amos del universo, sino como sirvientes de la economía real.

Todavía no hemos llegado a ese punto, ni mucho menos. Pero cuando lo hagamos, se habrán creado las condiciones para que los ataques políticos disminuyan y se pueda recuperar parte de la confianza en las finanzas. ■

Simon Lewis es consejero delegado de la Asociación de Mercados Financieros Europeos (AFME).

Traducción de News Clips.

# La crisis bancaria y el oro

Paul Marson

El País, 19 de marzo de 2012

**E**l oro es tan difícil de entender que la mayoría de los economistas no han sabido prever su comportamiento de forma satisfactoria. Pero a pesar de sus movimientos aparentemente impredecibles, a lo largo de la historia esta materia prima ha destacado de forma sorprendentemente coherente en los períodos de crisis bancaria. En los casi 92 años de datos que se han acumulado desde febrero de 1920 hasta ahora, el precio real del oro ha aumentado en un 622%, o un 2,2% anual, y ha atravesado cinco auténticas crisis bancarias mundiales: la Gran Depresión, en 1929; la crisis de los bancos británicos secundarios, en los años setenta; la crisis de las entidades de ahorro y crédito de EE UU, a finales de los ochenta; el desplome del fondo LTCM y la crisis financiera rusa, en 1998, y, por último, la crisis de las hipotecas *subprime*, desde 2007, seguida de la actual crisis bancaria mundial.

Durante estas cinco grandes crisis, las rentabilidades reales anualizadas del oro han sido, de media, del 21%, un porcentaje impresionante. En solo un caso, el del LTCM, la rentabilidad real anualizada fue negativa, con un retroceso del -1,5%. En los otros cuatro casos, el oro generó al menos un 18% de rentabilidad real al año, y du-

**Durante esas cinco crisis, las rentabilidades reales anualizadas del oro han sido, de media, del 21%**

rante la crisis británica de los setenta llegó a alcanzar un 48%. Los datos históricos disponibles nos indican que el oro es un buen activo en tiempos de crisis bancaria mundial o colapso sistémico de los sistemas financieros. Por tanto, parece la clase de activos perfecta para protegerse contra los persistentes temores actuales respecto a la estabilidad de nuestros sistemas financieros, interconectados y globalizados.

Actualmente, el principal argumento en contra de la compra de oro es el precio. El enorme repunte iniciado en diciembre de 2006 ha incrementado el precio nominal del oro de 636 a 1.725 dólares de finales de octubre, un incremento del 171% en solo 58 meses, o del 141% en términos reales, que corresponde a unas impresionantes rentabilidades reales anualizadas del 20%. De hecho, dejando a un lado la opinión—que compartimos—de que en el caso del oro no existe el valor justo y de que valorar el oro no tiene mucho sentido (sobre todo si recordamos que el valor del oro en sí ha sido la moneda de referencia durante más de 100 años), el oro está sin duda caro.

Uno de los modelos más logrados para valorarlo se basa en la *Required Yield Theory* (teoría de la rentabil-



dad requerida) y establece que puesto que el oro cumple una función única de reserva mundial de valor, su rentabilidad debe evolucionar de forma inversa a la rentabilidad requerida por cualquier clase de activo financiero, por lo que sirve de cobertura en caso de pérdida de valor de los activos. Esta teoría explica el 88% de los precios reales del oro en dólares y el 92% de las rentabilidades trimestrales reales del oro, incluidos los precios máximos del oro del período de 1979-2002.

Al aplicar este planteamiento, hemos descubierto que aunque hasta agosto de 2008 los precios reales del oro más o menos se ajustaban al modelo, desde entonces han sobrerreaccionado considerablemente y ahora

**Actualmente, el principal argumento en contra de la compra de este activo es su precio"**

se encuentran muy por encima del precio real teórico.

También se puede intentar tener una idea de la carestía del oro midiéndola en unidades de *activos reales*, como las materias primas agrícolas, que protegen muy bien contra la inflación. Según esta medición, el oro también se encuentra muy por encima de sus valores relativos históricos, aunque aún está ligeramente por debajo de su máximo de junio de 2010. Por tanto, en la medida en que el oro se puede valorar, dista mucho de poder considerarse barato. No obstante, opinamos que la determinación del valor justo del oro es una tarea pendiente y que no existen pruebas empíricas ni académicas de un vínculo entre el valor del oro y

otras clases de activos o variables macroeconómicas. Por otro lado, si disponemos de pruebas empíricas de la reacción del oro ante acontecimientos concretos, como las crisis financieras mundiales o episodios extremos de deflación o hiperinflación. Y, por todo ello, no creemos que el precio actual del oro improbable que en los próximos años se produzcan nuevos repuntes y máximos.

Al contrario de lo que se suele creer, el oro no sirve de cobertura contra la inflación. Los datos muestran que en un horizonte de un año, a partir de 1968, la inflación registrada explica, en el mejor de los casos, el 20% de la variación de los precios del oro. Asimismo, el oro ofrece una débil cobertura frente a la inflación inesperada. Aunque en un horizonte de cinco años la inflación inesperada explica el 32% de la variación de los precios del oro, prácticamente no hay correlación entre las sorpresas en el plano de la inflación y las variaciones anuales de los precios del oro. No obstante, a nuestro modo de ver, la característica sumamente interesante del oro es su capacidad única de protección contra situaciones extremas como las de hiperinflación y deflación.

Otro impulsor del oro reside en la curva de la oferta y la demanda. En

**El oro tiene una capacidad única de protección contra situaciones como las de hiperinflación y deflación**

2010, el 52% de la demanda de oro estaba destinada a la joyería y los dos principales consumidores eran la India y China. Mientras el sector joyero y la demanda china deberían ser relativamente resistentes, los bancos centrales suponen otra fuente enorme y cada vez mayor de demanda de oro. Hemos observado compras sustanciales de oro por parte de los bancos centrales, con el fin de reducir la exposición al euro o al dólar, esta tendencia se intensificará en el futuro.

En definitiva, a pesar de su elevado precio, el oro se beneficia de su capacidad para ofrecer rentabilidades relativas superiores en tiempos de crisis bancaria o situaciones extremas como las de deflación e hiperinflación, además de verse impulsado por la favorable demanda de los bancos centrales y China y de disfrutar de una dinámica positiva, con posiciones especulativas razonables. En un entorno en el que el sistema bancario está al borde del colapso, los bancos centrales están imprimiendo dinero en todo el mundo, el crecimiento se prevé muy inferior al de la tendencia y la espiral de deuda/deflación acecha, el oro está destinado a proteger sus carteras contra el peor de los escenarios.

# La reforma del sistema financiero

José María López Jiménez

Málaga Hoy, 4 de enero de 2012

El 18 de diciembre pasado el jefe de Estado, tras celebrar consultas con los representantes designados por los grupos políticos, propuso al Sr. Rajoy como candidato a la Presidencia del Gobierno. El 19 de diciembre el Sr. Rajoy expuso su programa de investidura en el Congreso de los Diputados, obteniendo al día siguiente la confianza de la mayoría absoluta de la Cámara, como era de esperar. El 21 de diciembre el jefe de Estado, a propuesta del presidente del Gobierno, nombró a los ministros integrantes del Gobierno.

El llamado por las urnas a ser presidente del Gobierno tras la celebración de las elecciones del 20-N en ningún momento fue presidente electo, sino el puesto electo por la circunscripción de Madrid, escabullendo la lista de su partido.

Queda claro que los españoles no eligieron como presidente al Sr. Rajoy o al Sr. Rodríguez Zapatero años atrás, sino que nos limitamos a votar a los listas cerradas y bloqueadas de cada partido en su sistema circunscripción electoral, que es la peculiaridad. Una vez constituido el Congreso, tras la toma de posesión de sus escaños por los diputados electos, se votó al candidato a la Presidencia del Gobierno en la forma referida anteriormente. Los ciudadanos tampoco votaron, en fin, a los ministros, quienes son directamente designados por el presidente del Gobierno.

Por todas estas razones nuestro modelo es parlamentario, y no un régimen presidencialista, al tipo de Estados Unidos o, en menor medida, Francia, aunque en la práctica, de hecho, funciona como un sistema de corte presidencial.

El sistema de investidura coloca una importancia crucial, pues el candidato a la Presidencia del Gobierno presenta el programa que pretende llevar a cabo si logra la confianza parlamentaria. El discurso de investidura es vinculante jurídicamente a quien lo pronuncia, pero sí le da política-

**No deja de causar perplejidad que se persiga ahondar en el saneamiento del sector financiero. Han sido varias las reformas dictadas por el anterior Gobierno**



mente, además de que sirve para marcar el tempo de la legislación y la agenda política más inmediata.

La profundidad económica y financiera del discurso de investidura del Sr. Rajoy es digno de atención. Las tres reformas de mayor calado que se acometieron con urgencia afectaron a la estabilidad presupuestaria, con el desarrollo por ley orgánica del recientemente reformado artículo 135 de la Constitución, las reformas estructurales de nuestra economía, para

que sea más flexible y competitiva, y la culminación del exitoso saneamiento del sistema financiero.

No deja de causar perplejidad que se persiga ahondar en el saneamiento del sector financiero. Han sido varias las reformas dictadas por el anterior Gobierno vía Real Decreto-ley que han servido por ejemplo fin a su reestructuración y reorganización. Tampoco han sido mal pasadas ciertas medidas de las pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea. Pero no ha bastado, hay que seguir buscando medidas más profundas.

Las medidas adicionales que se adoptaron en la vertiente de las instituciones financieras y una valoración muy positiva (en dicho, a la luz de los salarios y prestaciones de los trabajadores en posesión de la banca. En el discurso de investidura el Sr. Rajoy no se anduvo por las ramas, puso expusivamente delante que de ahí adelante más medidas para las entidades y, por ende, una nueva agenda de reformas. Se incrementarán los requerimientos de capital (más todavía con respecto a los umbrales de riesgo de 2011), se promulgará una nueva regulación para las cajas de ahorro (la reforma de 2009 parece ya obsoleta), y se actualizará el régimen de supervisión y regulación del Banco de España.

Los problemas de fusión e integración de entidades financieras no podrán hacerse en prohibiciones ni apoyos en la prestación de desempleo en los últimos años de vida laboral. Acosetado lo anterior, ahí en más, el resultado debería ser que fuyera el mercado común.

El profesor Muñoz Tajaró en su Tercer Informe (2011) escribe sobre las deudas, que están "buscando encontrar un camino". Más bien creemos que, a nivel colectivo, ya tenemos deudas, como los de Querezo, "si un tiempo fueren y desmoronador". Hemos de ser conscientes de que en esta nueva etapa, en la que determinamos la mejor de las opciones a las que rigen la cosa pública estatal y a quienes hemos de ejecutar sus designios, nos hallamos a la hora de, en hecho en campo abierto, cocinado el peligro que ello conlleva.

# Viaje al futuro del crédito

Joaquín Maudos

Cinco Días, 29 de febrero de 2012

Tanto las empresas como las familias se quejan de las dificultades que existen a la hora de acceder a la financiación bancaria. Las primeras se lamentan de que se han reducido drásticamente, e incluso cancelado, las pólizas de crédito y de que es muy difícil conseguir financiación. Y las familias, de que por mucho que baje el precio de la vivienda no es posible comprar dada la dificultad de conseguir un crédito hipotecario.

Frente a estas acusaciones, los bancos se defienden diciendo que si el crédito está cayendo es porque no existe demanda solvente. ¿Se mantendrá esta situación durante mucho tiempo?

Lo que es incuestionable es que en los últimos años se ha producido una drástica caída en el crédito al sector privado en España. Si nos fijamos en la evolución del saldo vivo existente en los balances bancarios, desde el verano de 2008 las tasas anuales de crecimiento son negativas, hasta alcanzar en diciembre de 2011 un valor del -3,3%. En el préstamo a los hogares, las tasas negativas comenzaron a mediados de 2009, alcanzándose el máximo también a finales de 2011, con una caída del 2%, si bien la reducción es inferior (-0,8%) en el préstamo para la compra de vivien-

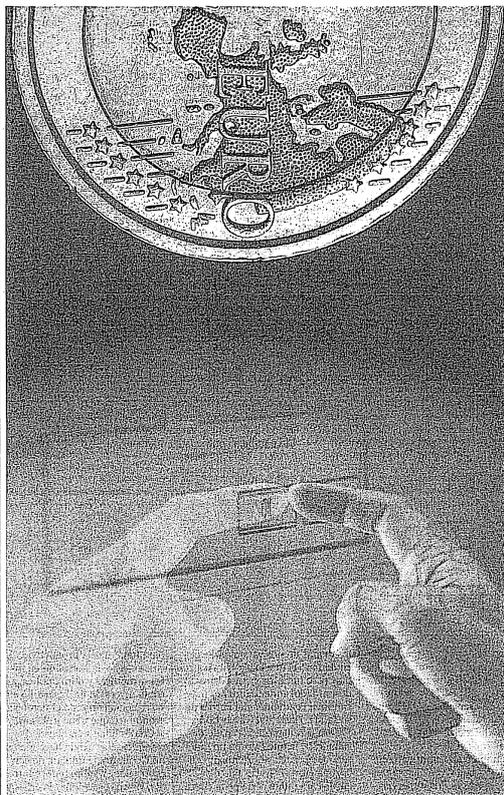
**En un contexto macroeconómico incierto y con una subida de la tasa de morosidad bancaria, es lógico que los bancos aumenten su aversión al riesgo**

da. En el préstamo a las empresas, las caídas son cada vez más acusadas, con una tasa del -4,1% en septiembre de 2011.

Si en lugar de analizar la evolución del saldo vivo utilizamos datos de las nuevas operaciones realizadas, en el crédito para la compra de vivienda, en 2011 el volumen concedido es casi la mitad del año anterior y el 43% del concedido en 2009. Y en los préstamos a las empresas, los préstamos concedidos en 2011 han caído un 19% en relación a 2010, y en 2010 ya cayeron un 28% respecto a 2009.

Pero además de que cada vez hay menos crédito, el poco que hay es más caro. Si utilizamos los datos de tipos de interés de las operaciones nuevas y los comparamos con la evolución del euríbor del mes anterior (que suele ser el tipo de referencia que utilizan los bancos para fijar sus márgenes), el diferencial ha aumentado a lo largo de 2011, pasando en los préstamos hipotecarios de 1,09 puntos porcentuales en diciembre de 2010 a 1,51 en diciembre de 2012.

En los préstamos de menos de un millón de euros a las empresas, el



RAFAEL MAGANA

margen ha aumentando de 2,4 a 3,1 puntos porcentuales en el mismo periodo de tiempo. En un contexto macroeconómico incierto (con una previsión de crecimiento del PIB del -1,5% para 2012 según el Banco de España) y con un aumento de la tasa de morosidad bancaria, es lógico que los bancos aumenten tanto su aversión al riesgo como las primas que aplican a sus tipos de interés activos. De hecho, el margen entre el tipo de interés marginal (de nuevas operaciones) activo y pasivo de las entidades de depósito españolas ha aumen-

**Mientras no mejoren las perspectivas de la economía, los activos problemáticos seguirán creciendo\***

tado un 70% (sí, han leído bien, un 70%) desde septiembre de 2010 a diciembre de 2011, ya que el diferencial ha pasado de 1,16 a 1,99 puntos porcentuales.

No obstante, a pesar de este aumento del margen de las nuevas operaciones, el margen financiero de la banca española ha caído, dado el escaso volumen de nuevas operaciones realizadas y el elevado importe de los activos improductivos que no generan ingresos (como los préstamos morosos o los inmuebles adjudicados).

¿Cuál es la previsión futura de la evolución del crédito bancario? Dado que uno de los desequilibrios más importantes de la economía española es su elevado nivel de endeudamiento (la deuda del sector privado representa el 220% del PIB, frente al 164% de media en los países de la eurozona) y que una parte de esa deuda es bancaria, el necesario proceso de desapalancamiento que debemos realizar en los próximos años para reducir la deuda obliga a reducir la tasa de crecimiento del crédito bancario.

De hecho, según un reciente informe de La Caixa, tras una crisis inmobiliaria y bancaria (como la española), el desapalancamiento suele durar siete años y presenta una caída de la ratio deuda/PIB de 32 puntos porcentuales. Por tanto, de aplicar este comportamiento promedio a la economía española, el peso del crédito en el PIB debería de caer del 166% actual a un valor en torno al 134% en 2017. Como el margen de maniobra para disminuir la ratio basándonos en crecimientos del PIB (denominador) es muy reducido, en los próximos años seremos testigos de tasas de crecimiento muy moderadas del crédito bancario.

Además de la escasez de crédito, también es de esperar que se mantengan al menos a corto plazo las

**Además de la escasez de crédito, es de esperar que se mantengan a corto plazo las elevadas primas de riesgo que apliquen los bancos en los tipos de interés**

elevadas primas de riesgo que apliquen los bancos en los tipos de interés de los préstamos por dos motivos. Uno, porque la banca española tiene dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas, como demuestra que absorba el 37% de la financiación del euroárea. A pesar del elevado recurso al prestamista de última instancia, la financiación no está llegando al sector privado, sino que se destina a financiar el elevado volumen de vencimientos de deuda y a comprar deuda pública. Y dos, en un contexto macroeconómico incierto y con un aumento de la tasa de morosidad bancaria, es lógico que los bancos aumenten tanto su aversión al riesgo como las primas que aplican a sus tipos de interés activos para compensar el menor volumen de ingresos financieros asociados a esos activos improductivos.

En resumen, no tenemos más remedio que purgar los excesos cometidos en el pasado y reducir nuestro alto nivel de endeudamiento y acostumbrarnos a vivir con menos crédito y más caro.

# ¿Austeridad o crecimiento?

Josep Oliver

Cinco Días, 13 de febrero de 2012

Última cumbre del euro. Y nuevo debate sobre el orden de los factores: austeridad y crecimiento. A diferencia de la propiedad conmutativa de la multiplicación, este orden sí es relevante. Y parece enfrentarse a los partidarios de Keynes frente a los de Hayek. No será yo quien entre en estos berenjenales. Solo apunto que, desde aquellas décadas de debate entre ambos, allá por los años treinta y cuarenta del pasado siglo, ha llovido mucho. Y las condiciones en las que operan nuestras economías se han modificado sustancialmente.

Por ejemplo, un elemento distintivo de la situación actual es que las dificultades de crecimiento en los países avanzados derivan del peso del endeudamiento. Enfrentados a la necesidad de desapalancamiento de las empresas y familias y, ahora, del sector público, nuestras economías (en especial aquellas más endeudadas, como la española) tienen dificultades evidentes para recuperar ritmos sostenibles de crecimiento, sea cual fuere la posición del sector público.

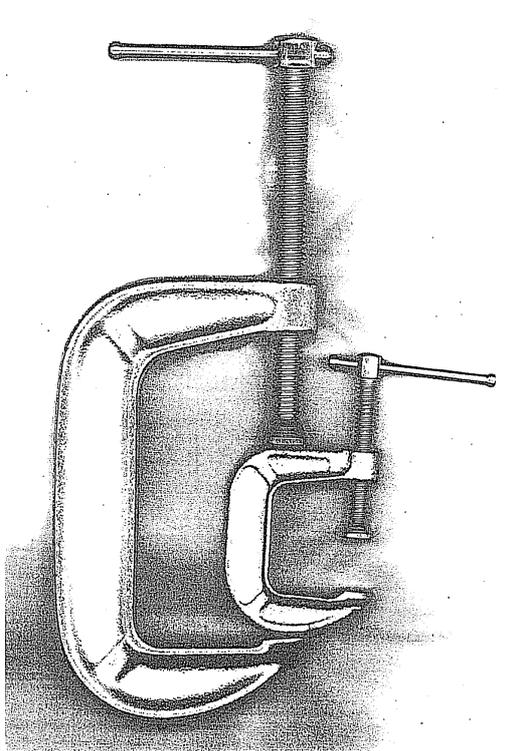
Desde los años ochenta hemos aprendido una lección nueva. La experiencia japonesa de los ochenta,

**La crisis de la deuda soberana en la zona euro nos coloca en situación de máxima alerta**

**Estamos ante una encrucijada existencial. No erremos el diagnóstico sobre el problema principal**

con sus booms previos en el mercado de acciones, de vivienda y de suelo, se ha transmutado en dos décadas prácticamente pérdidas, y una deuda pública en el entorno del 200% del PIB. Además, la riqueza que se generó con el alza del crédito no se ha recuperado, ni se la espera: el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio alcanzó el máximo cerca de los 41.000 puntos y hoy, más de 20 años más tarde, languidece en el entorno de los 10.000-15.000 puntos.

Esa curiosa lección japonesa es la que está experimentando la economía de Estados Unidos. Con el último comunicado de la Reserva Federal, prometiéndole tipos de interés prácticamente cero hasta finales de 2014, se resume su dramática situación. En ese ejercicio, Estados Unidos llevará la friolera de siete años de tipos de interés negativos en términos reales, aderezados con todo tipo de inventos de política monetaria no ortodoxa, y ello en un contexto fiscal que ha mantenido un déficit público en el entorno del 10%, elevando la deuda federal a cerca del 100% del PIB.



THINKSTOCK

¿Qué le pasa a un país cuando ni déficits exorbitantes ni políticas monetarias ultraexpansivas consiguen estabilizar un crecimiento autosostenido del sector privado? Que se encuentra inmerso en un proceso de ajuste de precios de la riqueza (inmobiliaria y financiera) y en un contexto de exceso de deuda que exige desapalancamiento.

En España, nuestra posición no es muy distinta: pérdida de competitividad, agujero exterior, acumulación de pasivos frente al resto del mundo, elevado endeudamiento familiar y activos inmobiliarios con fuerte depreciación, que arrastran patrimonios de hogares, empresas y sistema financiero.

La nuestra es una crisis de balances. Y de esas crisis solo se sale acep-

**La nuestra es una crisis de balances. Y de esas crisis solo se sale aceptando pérdidas de riqueza"**

tando pérdidas de riqueza, con los efectos deflacionarios que implican. Además, la demografía española, tan favorable en la década prodigiosa, está ya operando negativamente: entre 2011 y 2021, el INE espera, junto a una pérdida poblacional de 0,7 millones, una dramática reestructuración por edades de la población, con una caída de 3,7 millones de personas del grupo de 50 a 39 años. En suma, bajo crecimiento para los próximos años. Y ello porque los motores de la expansión anterior están gripados: ni crédito creciendo al 20%, ni hogares aumentando a una tasa anual de 400.000, ni población creciendo por encima del 1,5%, ni construcción residencial. Por no hablar de los más de 10 años que ha-

brán transcurrido, desde el inicio de la crisis, para recuperar el empleo y la inversión productiva previos a 2008. Por si ello no fuera suficiente, la crisis de la deuda soberana en el área del euro nos sitúa en máxima alerta, con amenaza existencial sobre la moneda única. Una viabilidad del euro comprometido, no cabe olvidarlo, por el exceso de deuda de los países periféricos (deuda privada para Irlanda o España o pública para Portugal, Italia o Grecia). Por ello, es un craso error olvidar, cuando se debate la secuencia austeridad-crecimiento, tanto este aspecto existencial como el origen de los problemas.

Otro deslíz en el que incurrieron los que apuestan por poner el carro del crecimiento frente a los bueyes de la estabilidad es atribuir a esta última los problemas de crecimiento que padecemos. Porque ello es más que discutible. ¿Qué ha conducido al PIB a la caída del -0,2% del último trimestre del año? ¿Las políticas de austeridad en España y Europa? En absoluto.

La dramática reducción del crecimiento en el área del euro a partir de julio de 2011 deriva, en su totalidad, del pánico sobre el futuro del euro que el inconsciente comportamiento

**Hoy hay una primera batalla que librar: dejar sentado que el euro va a sobrevivir**

**Mañana, cuando la austeridad esté asegurada y los mercados calmados, será la hora del crecimiento**

italiano generó. Fueron las brutales alzas de las primas de riesgo de España e Italia, y sus negativas repercusiones sobre la estabilidad del sistema financiero europeo, las que, finalmente, doblegaron la economía europea y amenazan el crecimiento mundial. Las medidas del BCE y del Consejo Europeo de diciembre, y las que se adivinan del lunes pasado, han restaurado tímidamente la confianza sobre el futuro de la moneda única. Pero queda mucho camino por recorrer y estabilizar las primas de riesgo.

Hoy hay una primera batalla que librar: dejar sentado que el euro va a sobrevivir. Y ello implica poner la austeridad por delante. Mañana, cuando esto esté asegurado, y los mercados se hayan calmado, será el momento del crecimiento. Pero la secuencia del proceso es determinante, porque quien asegure que España estará dentro del euro dentro de cinco años es, simplemente, un visionario. Estamos en una encrucijada existencial. No erremos el diagnóstico acerca del problema principal. Nos jugamos demasiado.

# ¿Cómo podría ser una unión política europea?

Nicolas Berggruen y Nathan Gardels

El País, 26 de enero de 2012

Cada respuesta política a la crisis de la deuda soberana en el último año ha empujado la Unión Europea hacia una mayor integración. En el breve plazo de unos meses, se ha pasado de hablar de "sólida coordinación" a un encendido debate sobre cuánta soberanía nacional debe cederse a una verdadera unión fiscal, necesaria para sostener la eurozona. La conclusión lógica de este proceso es una unión política completa.

Sin una vía creíble hacia esa meta, como la propia Angela Merkel y su partido reconocen ya públicamente, la crisis volverá a aflorar una y otra vez, a medida que cada pequeño paso resulte insuficiente.

Aunque lo más urgente es que todos los países europeos muestren su mutua solidaridad en el momento de enfrentarse a los mercados de bonos y busquen una estrategia común de crecimiento, no hay duda de que ha llegado el momento de mirar más allá del horizonte inmediato y empezar a pensar en cómo podrían ser las nuevas instituciones de Gobierno de una unión política.

Se trata de un reto para los dirigentes europeos pero, sobre todo, para una población comprometida. Su plena participación será lo único capaz de dar la legitimidad necesaria a las instituciones de la Unión Europea, cuya eficacia se ve hoy disminuida por el "déficit democrático" actual.

Cualquier esfuerzo para diseñar la puesta en común de soberanía en una unión política debe centrarse en limitar el poder de un Gobierno federal europeo a la tarea de garantizar los bienes públicos europeos necesarios—como la coordinación macroeconómica, las infraestructuras comunes y los asuntos exteriores— y dejar la mayoría de las demás funciones, desde la educación y las políticas culturales hasta la flexibilidad a la hora de decidir los objetivos fiscales de cada Estado, a las naciones-Estado soberanas.

La identidad de Europa nacerá siempre de la diversidad, no de la uniformidad ni la centralización excesiva. Nadie desea la homogeneidad. Sobre todo, tiene poco sentido construir un edificio burocrático desmesurado en Bruselas en la era de la información, cuando el poder repartido de las redes está transformando la propia naturaleza de la gobernanza.

Con el propósito de ayudar a iniciar el debate, vamos a proponer un diseño institucional que podría estudiarse:

1. El Parlamento Europeo elegiría al principal responsable de la Comisión Europea, que formaría un gabinete de ministros sacados de los grandes partidos de la Cámara, entre ellos, un ministro de Finanzas con potestad para supervisar y sancionar los presupuestos nacionales y la capacidad de aplicar impuestos y formular un presupuesto a escala europea. La prioridad del ministro de Finanzas sería la coordinación macroeconómica, no la gestión microeconómica. Las competencias de los demás puestos del gabinete estarían limitadas a los "bienes públicos europeos" supranacionales (defensa, política exterior, energía, infraestructuras, etcétera), mientras que se dejarían todas las decisiones posibles sobre otros asuntos en manos de los Gobiernos nacionales dentro de la federación.

El Tribunal Europeo de Justicia sería el encargado de arbitrar cuando entrasen en disputa cuestiones de soberanía del Gobierno federal y la nación-Estado.

2. Como el poder reforzado del Parlamento para escoger al máximo mandatario de los órganos europeos le otorgaría la responsabilidad suprema, las elecciones al Parlamento Europeo, basadas en listas europeas y no en listas de los partidos nacionales, se consolidarían y tendrían más interés para los ciudadanos, con lo que se acabaría con la apatía actual que despiertan, debida a la sensación de que, en el fondo, no importan. Una mayor participación de los ciudadanos significaría más legitimidad para las instituciones europeas.

3. El Consejo Europeo actual se convertiría en una Cámara Alta. Los naciones-Estado elegirían a sus miembros de la manera que cada uno quisiera, para unos mandatos escalonados, más largos que el ciclo más breve del Parlamento, con lo que se fomentaría una perspectiva de Gobierno más a largo plazo. El

número de miembros de cada nación-Estado se calcularía en función de una ratio de 1 por cada 10 millones de habitantes. Los Estados con menos de 10 millones tendrían garantizado un escaño. De esa forma, la cámara, en total, tendría alrededor de 50-60 miembros.

4. Para conservar parte del carácter meritocrático y no partidista de la Comisión actual, cada ministro del gabinete trabajaría con un secretario permanente de la Administración Europea, especializado en su área de competencia.

5. Como en una especie de "sistema de Westminster" ideal, la elaboración de los presupuestos dependería de la Comisión, no del Parlamento. La Comisión presentaría el presupuesto a votación en el Parlamento, sin someterlo a las negociaciones y los tomas y dadas de los intereses especiales durante el proceso legislativo. El Parlamento podría rechazar la dirección política emprendida por la Comisión mediante un voto de no confianza, en cuyo caso habría que formar nuevo Gobierno.

6. Los impuestos y las leyes tendrían que aprobarse mediante mayoría tanto en el Parlamento como en la Cámara Alta.

7. Con el fin de promover una "mayoría de consenso" en el Parlamento, los partidos que obtuvieran menos del 10% en las elecciones europeas estarían presentes en los debates, pero sin derecho a voto. Esta norma facilitaría la tendencia a lograr compromisos de centro y ayudaría a evitar los posibles bloques debidos al derecho a veto de los partidos pequeños de una coalición. Además, ofrecería un incentivo para la formación de partidos europeos más fuertes, capaces de integrar diversos intereses.

Como es natural, existen aún muchas cuestiones sobre el camino hacia una unión política. Si quere-

**La identidad de Europa nacerá siempre de la diversidad, no de la uniformidad ni de la centralización excesiva**

mos más legitimidad, ¿no deberían establecerse estas instituciones, con sus reglas, desde abajo, a través de una Asamblea Constituyente, mejor que mediante la modificación del tratado? ¿Los grandes partidos, después de obtener la mayoría de los escaños en el Parlamento Europeo, tendrían agendas lo suficientemente comunes como para poder lograr consensos de Gobierno? Y, en un plano todavía más esencial, como pregunta el politólogo Francis Fukuyama, ¿puede una unión política llegar verdaderamente a cohesionarse si no va precedida de un proceso de construcción nacional europeo que cree una cultura europea común? Es un interrogante que también ha planteado Bernard Henri-Lévy.

En 1789, el entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, Alexander Hamilton, propuso un sistema de Gobierno federal fuerte que asumiera las deudas contraídas por el Estado en la revolución y garantizara unos ingresos futuros constantes, con una mayor integración de la política fiscal pero conservando un grado considerable de soberanía local en los asuntos no federales. Ese fue el primer paso del proceso para hacer de Estados Unidos una potencia continental y mundial.

Del mismo modo, en Europa, en 2012, la resolución de la deuda alumbrará una unión política que podría convertir al continente en el pilar más poderoso del orden geopolítico multipolar del siglo XXI. La única forma de afrontar ese reto, ante las incertidumbres mencionadas, es que los dirigentes europeos y sus ciudadanos se comprometan, al menos, con esta transformación, en vez de seguir dando pastos que solo sirven para debilitar el euro, intensificar la crisis y erosionar la presencia de Europa en el mundo.

Nicolas Berggruen es presidente del Consejo para el Futuro de Europa. Nathan Gardels es asesor principal de este grupo.

# Europa debe cambiar el rumbo bancario

Nicolas Veron

El Economista, 10 de enero de 2012

La crisis de la eurozona evoluciona en múltiples ámbitos. En el frente de la deuda soberana, sigue sin avistarse un acuerdo sobre la reestructuración de la deuda griega, e Italia y España se enfrentan a importantes necesidades de refinanciación en estos primeros pasos de 2012. Por el lado de las reformas institucionales, en la cumbre del 9 de diciembre no se alcanzó una verdadera unión fiscal y las tensiones entre la eurozona y el Reino Unido están que arden. Respecto del crecimiento, se avecina una posible recesión profunda y prolongada.

Como en anteriores ocasiones, el sistema bancario es una pieza crucial del puzzle que sintetiza muchas de las contradicciones del experimento europeo de una unión monetaria. Casi de manera continuada desde 2007, el sistema ha evidenciado unas lagunas preocupantes en la gestión de riesgos, unidas a importantes fallos de supervisión en algunos países. En los últimos dos años, el deterioro de la solvencia soberana ha elevado la fragilidad del sistema. La combinación de las garantías de los Estados miembros a sus bancos nacionales y la exagerada posesión por parte de esas entidades de deuda soberana nacional en los países periféricos ha acelerado el círculo retroactivo entre el crédito soberano y

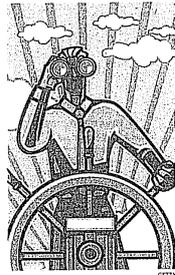
las condiciones de financiación bancaria. El resultado ha sido la fragmentación. Resulta cada vez más dudoso que un euro en un banco griego equivalga a otro euro en un banco alemán, y eso es algo que podría sufrir a la unión monetaria en una lenta espiral de la muerte.

En vez de contrarrestar esta tendencia, el plan de recapitalización acordado el 27 de octubre la ha reforzado. Se introducen más garantías para los bancos a escala nacional, pero ninguna a escala europea.

**Un euro no vale igual en un banco heleno que en uno alemán, una espiral mortal que no detiene el plan de recapitalización**

Además, al elevar el índice mínimo de capital al 9 por ciento, los líderes decidieron que la valoración se apoyaría en una medición del valor razonable (o de mercado) de la cartera de deuda soberana de cada entidad. El principio del valor razonable es sólido respecto de la información financiera, pero también peligrosamente práctico cuando se aplica a los cálculos reglamentarios de capital, sobre todo si se amplía a la deuda mantenida hasta su vencimiento. Es un paso radical hacia el *valor razonable total* que los creadores de las normas contables nunca se han atrevido a adoptar. En definitiva, supone una receta para una racionalización y mala asignación masivas de las que cada vez existen más prue-

bas empíricas. Se debe corregir la situación antes de que se vaya de las manos. El Banco Central Europeo ha presentado un apoyo de liquidez sin precedentes, pero ello no corrige el problema central del vínculo soberano-bancario. Es necesario abordar ambos lados de la ecuación. Por un flanco, los mecanismos financieros de la eurozona deberían sustituir, al menos en parte, a los apoyos nacionales, centrándose posiblemente en los depósitos, para los que la garantía pública es más armonizada y menos discrecional o polémica. Con una medida así, se llegaría lejos en la prevención de peligrosas huidas de la banca minorista. Por otro lado, los líderes deben trabajar por una sustitución parcial de la deuda nacional en manos de los bancos por deuda común de la eurozona, dependiendo del avance de las discusiones en



el frente fiscal. De ese modo, ayudarían a reducir el excesivo sesgo nacional de las hojas de balance de los países periféricos, sobre todo en España e Italia. Las intervenciones podrían supervisarse por una entidad *ad hoc* dedicada a la reestructuración bancaria en la zona euro por delegación de los Estados miembros.

Evidentemente, esas medidas exigen un compromiso político que actualmente brilla por su ausencia. Sin embargo, no puede haber una unión monetaria sostenible sin un sistema

**La unión monetaria es insostenible sin un sistema financiero integrado, lo que exige un compromiso político**

bancario integrado, algo que necesita un marco político articulado conforme al principio de subsidiariedad. Dos elementos añaden ingentes obstáculos al camino hacia la solución. Primero, como en los asuntos fiscales, las complicadas decisiones pendientes exigen la correcta responsabilización de los ciudadanos del área euro, al menos a medio plazo. La configuración de ese sentido de la responsabilidad puede implicar reformas y capacitación del Parlamento Europeo o la creación de una cámara específica que incorpore delegaciones de los parlamentos nacionales, o ambas. Segundo, la actuación en la eurozona debe articularse con los instrumentos de la Unión Europea a 27, incluida la reciente Autori-

dad Bancaria Europea, ubicada en Londres. Esa posibilidad se ha complicado por la creciente distancia política entre el Reino Unido y la eurozona, ensanchada por el veto del primer ministro David Cameron a la cumbre del 9 de diciembre. La opción pragmática es la coexistencia de la eurozona y los instrumentos de la UE, al menos durante un tiempo, aunque añada complejidad y fricciones.

La afirmación política de la integridad del sistema bancario de la zona euro no precisa de nuevos Tratados. Más allá del aspecto inherente de la solidaridad financiera, se estamparía contra una marcada resistencia política, por no decir de los bancos individuales que temen perder privilegios o protecciones nacionales.

Aun así, la creación de una unión bancaria paralela a la unión fiscal que defiende últimamente la canciller alemana Angela Merkel no significaría el final de todas las especificidades nacionales y locales. En Estados Unidos, tuvo que pasar más de un siglo entre la creación de la carta nacional bancaria (1863) y la consecución de un verdadero mercado nacional bancario. Seguirá habiendo interdependencias entre las estructuras bancarias y políticas a escala local y nacional, pero es condición necesaria para la supervivencia de la unión monetaria un marco político bancario europeo que rebasa esas limitaciones nacionales.

© Miembro titular del think tank Bruegel y profesor invitado del Instituto Peterson de Economía Internacional en Washington.

# Las diez raíces de la crisis del euro

Zsolt Darvas

El Economista, 14 de enero de 2012

El 19 de diciembre de 2011, los líderes de la zona euro volvieron a reunirse una vez más en un intento por encontrar una solución completa para los problemas bancarios y de la deuda soberana de la zona euro, pero nuevamente no consiguieron convencer a los mercados. ¿Por qué es tan difícil superar la actual crisis? La respuesta es que la zona euro tiene problemas muy arraigados y hasta la fecha no se ha ofrecido solución alguna para los más acuciantes.

Permítanme plantear diez cuestiones importantes. Las primeras cuatro se refieren a desarrollos previos a la crisis, mientras que el resto guardan relación con problemas que la crisis ha puesto de relieve.

En primer lugar, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento fracasó, cosa que trajo consigo una gran deuda pública en Grecia e Italia al inicio de la crisis. Los recientes acuerdos, incluido el del 9 de diciembre, intentan solucionar este problema con férreas normas fiscales consagradas en las constituciones nacionales y un tratado intergubernamental con sanciones casi automáticas. Estas instituciones, de implementarse, podrían ayudar cuando la actual crisis se haya solucionado, pero no bastan para resolver las preocupaciones de la crisis. Por ejemplo, la situación bien podría empeorar si ahora Italia tuviera que pagar una multa.

En segundo lugar, sólo se fijaban en la disciplina de las cuentas de los Estados, y por tanto no se controló el comportamiento del sector privado. Esto tuvo como resultado un auge insostenible del crédito y la vivienda en países como Irlanda y España, y la emergencia de desequilibrios estructurales, como elevados déficits por cuenta corriente y una competitividad erosionada. Se introdujo un nuevo protocolo, el denominado *Procedimiento por Desequilibrios Excesivos*, con el objetivo de evaluar las vulnerabilidades del sector privado y ayudar a los países a diseñar remedios. Con todo, el ajuste dentro de la zona euro podría tardar en torno a una década, con lo que no se esperan mejoras rápidas.

En tercer lugar, no había mecanismos adecuados para fomentar el ajuste estructural. Algunos países, como Alemania, lograron ajustarse por sí mismos dentro de la zona euro (es decir, la competitividad de Alemania ha mejorado considerablemente en los últimos 15 años); pero otros, como Italia y Portugal, no lo lograron. En 2010 se introdujo el nuevo Semestre Europeo, un ciclo anual de evaluación mutua de cuestiones fiscales y estructurales. Algo que también pretende fomentar el ajuste. Y puede resultar útil, aunque todavía no se tenga muy clara su eficacia.

En cuarto lugar, no había ningún mecanismo para resolver la crisis para los países de la zona euro y, por consiguiente, la crisis del euro llegó por sorpresa sin que hubiera ninguna pista de qué hacer. Se tomaron algunas medidas temporales para los Estados que tenían problemas: préstamos bilaterales de socios de la zona euro para Grecia y el establecimiento de dos mecanismos de financiación: el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF). Probablemente a mediados de 2012 se introduzca el Mecanismo Europeo de Estabilidad, con una potencia de 500.000 millones de euros. En las actuales circunstancias, contar con un fondo de rescate para la zona euro es una innovación útil, aunque en otras federaciones, como EEUU, no existen fondos similares. Incluso así, la potencia, aunque se aumente con préstamos del FMI (la cumbre de diciembre se comprometió a reforzar los recursos del FMI en 200.000 millones), resulta insuficiente para grandes economías como Italia y España.

En quinto lugar, los sistemas de toma de decisiones de los bancos nacionales y la gran predisposición

## Lamentablemente, ni la federación bancaria, ni el eurobono, ni un cambio de las normas del BCE están sobre la mesa

nacional a la tenencia bancaria de bonos del Estado supone que haya una correlación letal entre las crisis bancaria y la de deuda soberana. Cuando un Gobierno tiene problemas, también los tiene el sistema bancario del país (por ejemplo, Grecia), y viceversa (por ejemplo, Irlanda). La mejor forma de abordar este problema es una federación bancaria en la que se centralice la toma de decisiones bancarias y la garantía de depósitos, algo que también exigiría la centralización de la regulación y la supervisión. Un eurobono, es decir, la concentración de las emisiones de títulos soberanos en un título común respecto del cual los países participantes son responsables solidarios, contribuiría a romper este vínculo letal. Pero los eurobonos exigirían una unión política mucho más fuerte entre los Estados miembros.

Lamentablemente, ni la federación bancaria ni el eurobono están en la mesa de negociación.

En sexto lugar, existe una fuerte interdependencia entre países, mucho más fuerte de lo que habíamos previsto durante los buenos años previos a la crisis. La caída de un país pequeño puede producir el contagio, y la caída de un país grande desembocar en la debacle. Por ejemplo, no se puede permitir que Ita-

lia quiebre, porque arrastraría al sistema bancario italiano, que por su parte produciría el cataclismo en el resto del sistema bancario de la zona euro por las interconexiones existentes, y también tendría perjudiciales efectos fuera de los Diecisiete. Nuevamente, la mejor cura sería la federación bancaria y el eurobono.

En séptimo lugar, la estricta financiación no monetaria del Banco Central Europeo/Eurosistema, hace que los Gobiernos de la eurozona tomen fondos a préstamo como si lo estuvieran haciendo en una divisa extranjera. Esto es así porque, en principio, un banco central puede actuar como prestamista de último recurso para el Estado; es decir, imprimir dinero y comprar bonos del Estado (como hicieron la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón durante la crisis). Aunque el BCE también ha iniciado un programa de este tipo, es extremadamente reacio a hacerlo y ha dicho (hasta ahora) que estas operaciones se mantendrán limitadas. La falta de un prestamista de último recurso para los Estados no es un gran problema cuando hay poca deuda. Por ejemplo, en EEUU, la Reserva Federal no compra la deuda de los Estados de California, Nueva York, etc., sino que sólo adquiere bonos federales. Aunque California lleva tres años con profundos problemas financieros, su posible falta de pago no habría provocado grandes trastornos para el sistema bancario estadounidense. Los motivos son que la deuda del Estado de California es pequeña, aproximadamente el 7 por ciento del PIB de California (cuyos gobiernos locales tienen una deuda adicional del 13 por ciento); además, esta deuda no la tienen los bancos, sino fundamentalmente las personas físicas. Pero Italia cambiaría el panorama en Europa. El remedio para este problema está claro: establecer una unión política y fiscal más fuerte que pueda proporcionar las bases para cambiar las leyes del BCE. En tal caso, no es necesario que el emisor compre más bonos del Estado, ya que simplemente ayudaría con indicar que podría comprarlos. Pero, de nuevo, aunque se presiona al BCE para que compre más ahora mismo, no hay ningún debate real sobre qué tipo de integración política y fiscal haría deseable un papel de ese tipo.

En octavo lugar, existe una espiral a la baja en los países en proceso de ajuste; es decir, el ajuste fiscal desemboca en una economía más débil, y con ello en menores ingresos públicos y más necesidades de ajuste fiscal. Es extremadamente difícil romper este círculo vicioso sin haber una divisa independiente. En EEUU, los estabilizadores automáticos, como el seguro de desempleo, son responsabilidad del Gobierno federal, que también invierte más en Estados con problemas, pero en Europa no contamos con instrumentos que puedan de-

sempeñar papeles similares y no se habla de ellos.

En noveno lugar, hay un ciclo negativo de retroalimentación entre la crisis y el crecimiento, no sólo en los países del sur de Europa en proceso de ajuste, sino en todos los países de la zona euro. Las limitaciones de financiación del sector bancario, los crecientes riesgos crediticios para los bancos debido a la debilidad de las perspectivas económicas, y los esfuerzos para elevar los cocientes de capital de los bancos pueden desembocar en una reducción de la oferta de crédito. Y la reducción de la disponibilidad del crédito amortiguaría aún más el crecimiento económico. Sin soluciones efectivas para gestionar la crisis, no es probable que el crecimiento vuelva.

En décimo lugar, la actual crisis no es simplemente una crisis bancaria y de la deuda soberana, sino también una crisis de gobernanza. La respuesta de los legisladores europeos ha sido dispersa, inadecuada y tardía, y con ello han perdido la confianza respecto a su capacidad de resolver la crisis. Algunos observadores han llegado a la conclusión de que acordar una solución completa está técnica y políticamente fuera de su alcance.

¿Cuál es el panorama a falta de

## Italia y España podrían convencer al mercado mientras el BCE apoya a la banca, pero hará falta un milagro para crecer

un paquete verdaderamente completo? Mientras Italia y España pueden emitir nuevos bonos en el mercado primario, cosa que podían hacer incluso después de la cumbre del 9 de diciembre, podría mantenerse la actual estrategia de seguir adelante como se pueda. El coste de endeudamiento de Italia y España es alto, pero si estos tipos se mantienen sólo durante un período limitado, no tienen por qué terminar necesariamente en una posición fiscal insostenible. Los nuevos Gobiernos de estos países podrían impresionar a los mercados, y con ello producir un declive gradual de los tipos de interés. Mientras tanto, el BCE puede mantener los bancos a flote. Pero incluso en esta estrategia de seguir adelante como se pueda hace falta un milagro que revierte el crecimiento económico, especialmente en el sur de Europa. Ahora bien, en el momento en que los mercados decidieran no comprar bonos recién emitidos de Italia y España, la presión para conseguir una solución verdaderamente completa sería irresistible.

O Miembro del think tank europeo Bruegel, investigador del Instituto de Economía de la Academia de Ciencias Húngara y profesor en la Universidad Central de Budapest. Una versión de esta columna ha sido escrita para el CESifo Fórum 2011/4.

# ¿Qué aflige a Europa?

Paul Krugman

El País, 4 de marzo de 2012

Las cosas están fatal en Lisboa, Portugal, donde el desempleo se ha disparado por encima del 13%. Las cosas están todavía peor en Grecia, Irlanda, y podría decirse que también en España, y Europa en su conjunto parece estar volviendo a caer en la recesión. ¿Por qué se ha convertido Europa en el enfermo de la economía mundial? Todo el mundo sabe la respuesta. Por desgracia, la mayor parte de lo que la gente sabe no es cierto, y las historias falsas sobre las tribulaciones de Europa están contaminando nuestro discurso económico.

Si leemos un artículo de opinión sobre Europa —o, con demasiada frecuencia, un reportaje de prensa que supuestamente se atiene a los hechos— lo más probable es que nos encontremos con una de dos historias, que yo distingo como versión republicana y versión alemana. Ninguna de las dos se corresponde con los hechos.

La versión republicana —es uno de los temas centrales de la campaña de Mitt Romney— es que Europa está en apuros porque se ha esforzado demasiado en ayudar a los pobres y a los desafortunados, que estamos observando los últimos estertores del Estado del bienestar. Por cierto, que esta historia es una de las eternas cantinelas del ala derecha. Allí por 1991, cuando Suecia atravesaba una crisis bancaria provocada por la liberalización (¿les suena?), el Instituto Cato publicó un jactancioso informe en el que afirmaba que esto demostraba el fracaso de todo el modelo del Estado del bienestar. ¿He mencionado ya que Suecia, un país que sigue teniendo un Estado del bienestar sumamente generoso, es en la actualidad uno de los países más productivos, con una economía que crece más rápidamente que la de cualquier otra nación rica?

Pero hagamos esto de modo sistemático. Fijémonos en los 15 países europeos que usan el euro (dejando a un lado Malta y Chipre), y clasifiquemos según el porcentaje del PIB que gastaban en programas sociales antes de la crisis. ¿Destacan los países GIPSI (siglas en inglés de Grecia, Irlanda, Portu-

gal, España, Italia) por sus Estados del bienestar excesivamente grandes? No, no lo hacen. Solo Italia se encontraba entre los cinco primeros, y a pesar de ello, su Estado del bienestar era más pequeño que el de Alemania. De modo que los Estados del bienestar excesivamente grandes no han sido la causa de los problemas.

A continuación, la versión alemana, que es que todo es cuestión de irresponsabilidad fiscal. Esta historia parece encajar con Grecia, pero con ningún otro país. Italia registraba déficits en los años anteriores a la crisis, pero eran

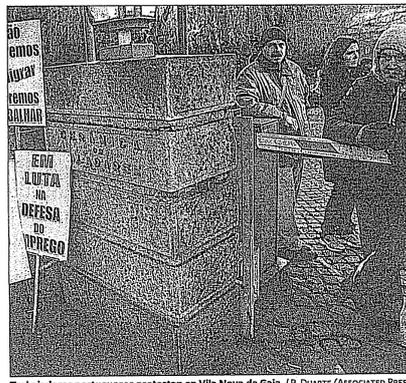
sin enfrentarse a ninguna crisis. Reino Unido y Estados Unidos pueden obtener préstamos a largo plazo con unos tipos de interés en torno al 2%, y Japón, que está muchísimo más endeudado que cualquier país europeo, incluida Grecia, solo paga un 1%. En otras palabras, la helenización de nuestro discurso económico, según la cual nos faltan uno o dos años de déficits para convertirnos en otra Grecia, es un completo disparate.

Entonces, ¿qué es lo que aflige a Europa? La verdad es que la historia es fundamentalmente monetaria. Al intro-

de capital enormes e insostenibles hacia países de toda la periferia europea. Como consecuencia de estas entradas de capital, los costes y los precios aumentaron, el sector industrial perdió competitividad, y los países que tenían un comercio más o menos equilibrado en 1999 empezaron a registrar grandes déficits comerciales. Luego paró la música.

Si los países periféricos siguieran teniendo su propia moneda, podrían recurrir y recurrirían a la devaluación para restaurar rápidamente la competitividad. Pero no la tienen, y eso significa que les espera un largo período de desempleo masivo y una deflación lenta y demoleadora. Sus crisis de deuda son básicamente un subproducto de este triste panorama, porque las economías deprimidas provocan déficits públicos y la deflación magnifica la carga de la deuda.

Ahora bien, el entender la naturaleza de los problemas de Europa no beneficia especialmente a los propios europeos. Los países afligidos, en concreto, no tienen nada excepto más alternativas. O bien sufren el dolor de la deflación o toman la drástica medida de abandonar el euro, lo cual no será políticamente factible hasta que, o a menos que, todo lo demás fracase (un punto al que parece estar aproximándose Gre-



Trabajadores portugueses protestan en Vila Nova de Gaia. / P. DUARTE (ASSOCIATED PRESS)

solo ligeramente más altos que los de Alemania (la elevada deuda italiana es el legado de las políticas irresponsables que siguió hace muchos años). Los déficits de Portugal eran considerablemente más pequeños mientras que España e Irlanda presentaban, de hecho, superávits.

Ah, y los países que no pertenecen al euro parecen capaces de registrar grandes déficits e incurrir en grandes de-

ducir una moneda única sin las instituciones necesarias para que la moneda funcionara, Europa reinventó a efectos prácticos los defectos del patrón oro, defectos que desempeñaron un importante papel a la hora de causar y perpetuar la Gran Depresión.

Más concretamente, la creación del euro fomentó una falsa sensación de seguridad entre los inversores privados, y desencadenó unos movimientos

cia). Alemania podría ayudar si suprimiera sus políticas de austeridad y aceptara una inflación más elevada, pero no va a hacerlo.

Sin embargo, para el resto de nosotros, enderezar a Europa supondría una gran diferencia, porque las falsas historias sobre Europa se están utilizando para promover políticas que serían crueles, destructivas, o ambas cosas. La próxima vez que oigan a la gente citar el ejemplo de Europa para exigir que destruyamos nuestros programas de protección social o recortemos el gasto para hacer frente a una economía profundamente deprimida, esto es lo que necesitan saber: no tienen ni idea de lo que están hablando. ■

Paul Krugman es profesor de Economía de Princeton y premio Nobel 2008

© New York Times Service. Traducción de News Clips.

Al introducir el euro sin las instituciones debidas, la UE ha reinventado los defectos del patrón oro

# Solidaridad en la zona euro: ¿de qué hablamos?

Sofía Fernández y Eulalia Rubio

Cinco Días, 2 de marzo de 2012

La próxima cumbre europea se acerca y escuchamos otra vez a comentaristas y políticos hacer llamamientos a un mayor esfuerzo de solidaridad europea. Pero, ¿a qué nos referimos cuando hablamos de solidaridad en la UEM? ¿cuánta más necesitamos para salir de la crisis?

En el debate actual hay bastante confusión sobre estas cuestiones. Algunos consideran que ya se ha ido demasiado lejos y advierten del riesgo de convertir la UEM en una *unión de transferencias*, con los países ricos subvencionando permanentemente a los pobres. Otros consideran en cambio que el único modo de salir de la crisis es con un mayor esfuerzo de solidaridad. En fin, más de un ciudadano nos miraría con ojos atónitos si nos escuchara hablar de *solidaridad* para hacer referencia al último plan de rescate a Grecia.

En parte, estos desacuerdos se deben a una confusión semántica. El término *solidaridad* se utiliza a la vez para denotar un imperativo moral de ayudar a alguien en necesidad y para referirse a un principio funcional que rige las relaciones entre los miembros de un grupo. Los que se niegan a definir el rescate griego como un acto de solidaridad piensan en términos morales pero el hecho es que, en la práctica, la solidaridad entre Estados de la UE es del segundo tipo. Una solidaridad de tipo funcional puede respon-

der a diferentes motivaciones. En Europa, a lo largo de la historia, dos lógicas distintas han motivado la creación de mecanismos de solidaridad. Una es la lógica clásica de la reciprocidad: los Estados miembros se protegen contra una adversidad común mutualizando los riesgos. Esta es la lógica del Fondo de Solidaridad Europea, que se activa en caso de catástro-

**Más de un ciudadano nos miraría atónito si nos oyera hablar de solidaridad respecto al rescate de Grecia**

**La crisis ha puesto en evidencia una serie de vulnerabilidades que comparte toda la eurozona**

fe natural. En estos casos, la solidaridad es simétrica: todos los países contribuyen y todos son potenciales beneficiarios.

La otra lógica es menos evidente, y está basada en la interdependencia: algunos países (los más ricos/fuertes) se comprometen a ayudar a otros países (los más pobres/débiles) porque entienden que, en un grupo con fuertes lazos de interdependencia, lo que

le ocurre a uno de los miembros del grupo tiene necesariamente repercusiones sobre los otros.

Los fondos estructurales son un buen ejemplo de este tipo de solidaridad. En este caso, el beneficio de ayudar a otro país es menos evidente y la relación es asimétrica (siempre son los mismos países los que ayudan y los mismos los que reciben la ayuda). Por este motivo, este segundo tipo de solidaridad es difícil de sostener a largo plazo.

Esta distinción entre las dos lógicas de solidaridad puede parecer irrelevante para entender lo que ocurre en la crisis actual. Por el momento, todos los esfuerzos de solidaridad han sido del tipo asimétrico, con los países fuertes o con triple A ayudando a los países débiles.

Esta es la lógica que seguirá prevaleciendo a corto plazo, y así debe ser, puesto que en el estado actual de las cosas, la única forma de evitar una debacle de la zona euro es a través de un ejercicio de solidaridad asimétrica. Sin embargo, este esfuerzo extraordinario de solidaridad no es sostenible a largo plazo. La UEM no tiene vocación de convertirse en una unión de transferencias.

Esto no significa que, a largo plazo, no haya motivos para ejercer la solidaridad en la UEM. Habrá que evitar las divergencias acusadas entre países, lo que implican dar un uso más inteligente y efectivo de los fondos estructura-



**Por el momento, todos los esfuerzos de solidaridad han sido de tipo asimétrico con los países 'fuertes' o con triple A ayudando a los 'débiles'**

les en los países periféricos. Además, la crisis ha puesto en evidencia una serie de vulnerabilidades que comparten todos los países de la zona euro. Por un lado, el hecho de no controlar la moneda en la que emiten su deuda los hace especialmente vulnerables frente a una crisis de liquidez.

Por otro lado, el alto nivel de exposición de los bancos de la UEM a la deuda de su propio país y el gran tamaño de los bancos europeos en relación con el PIB de sus países hace que exista un fuerte nexo entre sistema bancario y Gobiernos que, en caso de crisis financiera, puede convertirse en un círculo vicioso (una degradación de la deuda de un país fragiliza la situación de su sistema bancario y viceversa, un sistema bancario frágil pone en cuestión la solvencia del Gobierno).

Si queremos una zona euro viable y resistente a futuras crisis será necesario proteger a los países de estos dos riesgos mediante el establecimiento de dos mecanismos de solidaridad de tipo simétrico: un mecanismo permanente para proteger los países de las crisis de liquidez (idealmente en forma de eurobonos) y un fondo europeo de resolución de crisis bancarias y/o un fondo europeo de garantía de depósitos bancarios.

*Las autoras son responsables del informe 'Solidarity within the Eurozone: how much, what for, for how long', de Notre Europe*

# Una Europa hecha jirones

Guliano Amato

El Economista, 16 de febrero de 2012

**E**l Fiscal Compact —es decir, el acuerdo intergubernamental auspiciado por la canciller Merkel para dotar de disciplina y austeridad los presupuestos de la Unión— lo hemos leído hasta ahora preocupados, sobre todo por las cláusulas que nos obligarán a hacer recortes en los próximos años: la cláusula que impone a toda la eurozona el equilibrio presupuestario y la que obliga a los Estados con una deuda total superior al 60 por ciento del PIB a reducir en un 20 por ciento anual todo lo que exceda ese 60 por ciento.

Precisamente, estos días los economistas nos han explicado que si conseguimos cumplir la primera cláusula, manteniendo incluso en el futuro el superávit primario asegurado hasta el 2014 por las recientes medidas adoptadas, la deuda total no aumentará y, por lo tanto, la reducción de un 20 por ciento debería ayudarnos, sin sacrificios ulteriores por nuestra parte, a llegar al puro y simple crecimiento nominal del PIB, primero del 2,5 por ciento y, después, del 2. En términos más sencillos, nuestra espalda no tendría que cargar con dos faros, sino con uno sólo, por muy pesado que éste sea.

Si esto nos tranquiliza, no quisiera que nos adormeciésemos hasta el punto de hacernos ignorar los otros aspectos del Fiscal Compact, aquellos sobre los que ha comenzado a interrogarse toda Europa y yo mismo me planté en Londres en la Comisión para la Unión Europea de la House of Lords británica. No se trata sólo de la relación entre discipli-

na y crecimiento sino también de la posible división de la Unión en varios círculos, caracterizados por reglas y por niveles de integración profundamente diferentes, que harían legítima y ampliamente compartida la pregunta que se plantea Vivien Schmidt en su último número del *Beja Monthly Brief*, dirigido por Antonio Missiroli.

“Con el Fiscal Compact —escribe Schmidt—, la Unión resolverá la crisis de la deuda. ¿Pero sobrevivirá a esa solución? Y es que el Fiscal Compact, si bien fue firmado por 23 Estados sobre 27 (y esto ya es un problema en sí mismo), impone sus cláusulas más duras, empezando por las dos que acabo de señalar, sólo a los Estados de la eurozona. Por consiguiente, sólo en ellos debería tomar cuerpo esa primera forma de integración fiscal, representada por el obligatorio cumplimiento de las propuestas de la Comisión por parte de los Estados que hayan fallado, tras un procedimiento contra ellos por déficit excesivo (art. 7) y a través de la activación automática de las medidas correctivas, si no se respetase el equilibrio presupuestario (art. 3, 2). Más aún, según la previsión del artículo 14, el acuerdo (llamado “Tratado”) entrará en vigor apenas lo hayan ratificado 12 de los 25 Estados estipulados, siempre que se trate de los 12 miembros de la eurozona.

Tras una primera lectura del acuerdo, los partidarios del principio de la mayoría estaban encantados, encontrando en el artículo 14 el señalamiento del reconocimiento de su sueño. Es decir, un tratado europeo aprobado por mayoría que obliga incluso a los que no lo han ratificado. Pues bien, hasta ahora, en Europa tenemos que decidirlo antes por unanimidad. Aquí no es así y, por lo tanto, el significado del artículo 14 tiene que ser diferente. Tal artículo estipula, pues, que el acuerdo entrará en vigor en los

primeros 12 Estados de la eurozona que lo hayan ratificado, con el efecto de que los retardatarios, en lugar de mantenerse a la expectativa, se quedarán en la playa.

No se trata, pues, del principio mayoritario. Más aun, en ciertos casos puede permitir a los Gobiernos de la eurozona que lo han firmado vencer las resistencias a la ratificación, incluso en sus propios países. Una vez que el acuerdo haya entrado en vigor, es evidente que los mercados mirarán con mucho mayor recelo a los Estados que todavía no lo hayan ratificado o que, incluso, manifiesten su intención de no hacerlo. Y si se trata de Estados deudores, subirá el diferencial de sus títulos y su acceso al fondo salva-Estados quedará, como mínimo, postergado.

## El 'Fiscal Compact'

### divide a la UE en dos o tres partes.

### ¿Puede sobrevivir una Europa así?



¿Cuánto tiempo podrán o querrán resistir?

Puede darse el caso de que no puedan hacerlo durante mucho tiempo. Está claro, pues, que con el Fiscal Compact nos encontramos ante una Unión Europea dividida por la mitad o, mejor dicho, en tres partes: Estados del euro vinculados a la integración fiscal, Estados del euro temporalmente fuera de ella o Estados del euro que, junto a otros, pretenden aferrarse a las reglas anteriores sobre política económica común y, especialmente, a la auténtica esencia del mercado único. Y es aquí donde se plantea la pregunta con la que hemos comenzado: ¿puede sobrevivir una Europa así?

Los europeístas sinceros consideran que Europa gozará de buena salud sólo si camina hacia una creciente integración. Por eso, nunca han puesto objeción alguna a las vanguardias, que se atreven a dar los primeros pasos adelante en el camino por el que, después, les seguirán los demás países, mientras, por otro lado, siempre desconfiaron de una Europa concebida y estructurada sobre dos o, incluso, sobre tres velocidades. Y, sin embargo, esta última dinámica es la que, al parecer, tenemos por delante.

Por otra parte, abandonar en la playa un trozo de eurozona sólo es soportable durante un brevísimo período de tiempo, porque, si dura demasiado, daña no sólo a los que están en la playa, sino a toda la eurozona. Hablemos claro: el euro es un cordón que une a todos los Estados de la eurozona, hayan o no hayan ratificado el Fiscal Compact. En caso de turbulencias que golpeen a los países que no lo hayan ratificado, les

echamos una mano antes de que se hundan o los dejamos a merced de las olas? ¿Cuál es la dinámica a seguir? ¿Hay voluntad de conseguir en todas partes una mayor disciplina fiscal o prima la esperanza de dar vida a una eurozona más pequeña? ¿O se piensa en las dos cosas y que salga el sol por Antequera?

Existe, además, la división que ya Joschka Fischer puso de relieve el pasado verano: entre una eurozona fácilmente integrada, que abarca el centro y el sur de la Unión, y un área sólo integrada en el mercado, cuyo jefe de filas es Reino Unido, seguida de Suecia y Dinamarca, ¿durante cuánto tiempo podrán convivir, especialmente si la integración fiscal debiera implicar, como antes o después se hará inevitable, una mayor integración política? ¿No terminará por hacerse insostenible tal separación?

Hay quien piensa que sí, pero también hay quien cree, en cambio, que la moneda y la economía no son el único eje en torno al cual se plasmarán, y se diferenciarán, las relaciones internas de la Unión. Porque también influirán las políticas de inmigración, que cada vez se integrarán más en el acuerdo de Schengen, con Reino Unido todavía fuera, pero con Dinamarca y Suecia dentro. Y, por supuesto, en tiempos de presupuestos tan variados, la perspectiva de la Defensa común, que seguramente incluirá a Gran Bretaña, pero no a otros países de la eurozona.

En definitiva, dividirse en varias comunidades integradas, con la condición de que un restringido grupo de países participe en todas, puede salvar a la Unión Europea. Se trata de un inquietante, pero fascinante futuro, que ya ha comenzado. De que contribuyamos a plasmarlo dependerá también nuestro futuro.

© Expíreme ministro de Italia.