
Relación de artículos seleccionados, publicados en el tercer trimestre de 2012

Instituto Econospérides

Coyuntura económica

El déficit público se resiste. Ángel Laborda. *El País*, 1 de julio de 2012.

El porqué del paquete fiscal. Ángel Laborda. *El País*, 15 de julio de 2012.

Crisis financiera

Funambulismo sobre la prima de riesgo. José M. Domínguez. *Sur*, 15 de septiembre de 2012.

Economía internacional

El patetismo del plutócrata. Paul Krugman. *El País*, 22 de julio de 2012.

Política económica

¿Es necesario el rescate? Javier González de Lara. *Sur*, 11 de septiembre de 2012.

España debe salvarse a sí misma. Ángel Pascual-Ramsay. *El País*, 16 de julio de 2012

Exportar para salir a flote. Antoni Espasa. *El País*, 2 de septiembre de 2012.

Sector público

Más difícil para el defraudador. Luis Jones y Ana Fernández-Daza. *El País*, 22 de julio de 2012.

Reformar la fiscalidad para crecer. Michele Boldrin y J. Igancio Conde-Ruiz. *El País*, 20 de julio de 2012.

Sobre el gasto público en España. José M. Domínguez. *Sur*, 22 de septiembre de 2012.

Sistema financiero

Coto a los «cortos». Ángel Berges y Daniel Suárez. *El País*, 22 de julio de 2012.

El peligroso oficio de hacer profecías. J. Bradford. *El País*, 1 de julio de 2012.

Un momento inapropiado para la Tasa Tobin. José Ignacio Navas. *Expansión*, 12 de septiembre de 2012.

Unión Monetaria Europea

Controvertida unión bancaria. Emilio Ontiveros. *El País*, 16 de septiembre de 2012.

El futuro del Euro y del BCE. Xavier Vives. *El País*, 13 de agosto de 2012.

El precio de abandonar la moneda única. Carmen Alcaide. *El País*, 19 de agosto de 2012.

La crisis, Europa y Krugman. Carlos Mulas-Granados. *El País*, 8 de julio de 2012.

La fragmentación de la Eurozona. Nicolas Berggruen, Nouriel Roubini y Mohamed A. El-Erian. *El País*. 22 de agosto de 2012.

La tragedia de la Unión Europea. Georges Soros. *El País*, 9 de septiembre de 2012.

No habrá una ruptura del Euro. Guillermo de la Dehesa. *El País*, 19 de agosto de 2012.

El déficit público se resiste

Ángel Laborda

El País, 1 de julio de 2012

Tras las relativamente buenas noticias que nos dieron la semana anterior las pruebas de resistencia a los bancos españoles, en el sentido de que las necesidades de capital resultantes eran cifras razonables y asumibles por el Estado, en esta semana los dirigentes europeos nos sorprendieron positivamente con decisiones que, francamente, yo no esperaba. La ayuda financiera para recapitalizar a los bancos parece que podrá ir directamente a los mismos sin cargar la deuda del Estado, dicha deuda no tendrá primacía sobre la privada y los fondos europeos de estabilidad (el actual FEEF o su sustituto el MEDE) podrán intervenir en los mercados secundarios de deuda pública para evitar que las primas de riesgo de países como España o Italia se disparen hasta niveles asfixiantes, provocando la huida de los inversores y dejando sin financiación al conjunto de la economía.

No obstante, hay que ser cautos: las cosas en Europa no cambian tan rápidamente y falta desarrollar la letra pequeña de dichos acuerdos políticos. Además, todo ello estará sujeto a una estricta condicionalidad, es decir, que se obligará a los Estados beneficiarios a cumplir a rajatabla los deberes que se les impongan, entre ellos, los objetivos de déficit público. Es la política del palo y la zanahoria, con la ventaja de que ahora se ve la zanahoria, mientras que hasta ahora solo se veía el palo.

Hablando de déficit público, esta semana el Estado y la Seguridad Social publicaron las cifras de ejecución de sus presupuestos hasta mayo. Y la verdad, las cifras no son buenas. El primero ha acumulado un déficit desde enero hasta mayo de 36.364 millones de euros, prácticamente igual al que marcan los presupuestos como objetivo para todo el año. Esta cifra supone un aumento del 30% respecto a la del mismo periodo de 2011. Es cierto que este déficit está hinchado por el hecho de

Cuentas públicas y confianza

EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO (€)



INDICADORES DE CONFIANZA (CE)

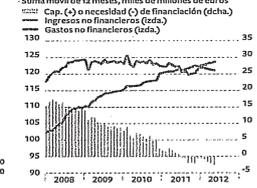


(*) Con el fin de ofrecer datos homogéneos que reflejen la dinámica real de los ingresos y gastos del Estado, en los ingresos de zona se descuentan las transferencias recibidas de la AAT, en concepto de liquidaciones del ejercicio de 2009 y en los gastos de zona se descuentan las transferencias pagadas a la CCAA, CC.LL y Seguridad Social con carácter adelantado.
(**) En los ingresos de zona se descuentan las transferencias recibidas del Estado con carácter adelantado.

Fuentes: Comisión Europea, M^o de Hacienda y M^o de Empleo. Gráficos elaborados por A. Laborda. EL PAÍS

que el Estado, con el fin de facilitarles liquidez, ha estado adelantando a las administraciones territoriales y a la Seguridad Social dinero que hubiera tenido que transferirles en los meses próximos. Pero si descontamos estos adelantos, 7.787 millones, el déficit aún sigue siendo ligeramente superior al del año anterior por estas fechas. Dadas las distorsiones que se producen en las comparaciones de los ingresos y gastos públicos respecto a los años anteriores, porque los mismos se van ejecutando siguiendo un calendario diferente, es útil

EJECUCIÓN PRESUPUESTO DE LA SEGURIDAD SOCIAL (€)



INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (CE)



ver la tendencia de estas cifras haciendo una suma móvil de 12 meses, en la que estas distorsiones se difuminan. También es útil eliminar ingresos o gastos atípicos o extraordinarios. En el gráfico superior izquierdo se presentan las cifras ajustadas de algunos de estos atípicos, como son los gastos anticipados del año actual señalados y los ingresos que contablemente se anotó el Estado en 2011 como resultado de las liquidaciones de impuestos compartidos con las administraciones territoriales correspondientes al ejercicio de 2009. Lo

que se ve en el gráfico es que el déficit ajustado del Estado acabó el pasado año en una cifra de unos 53.000 millones (el 5% del PIB) y que, en términos de suma móvil de 12 meses, a la altura de mayo seguía en los mismos 53.000 millones, muy alejado del objetivo para final de año de 37.000 millones (3,5% del PIB). Ahora bien, ello no significa en principio que al Estado le sea difícil alcanzar su objetivo, ya que las administraciones territoriales deben hacerle de nuevo al final de año transferencias por más de 20.000 millones como resultado de las liquidaciones del ejercicio de 2010. El problema será,

El riesgo de que el déficit público total se desvíe de nuevo este año del objetivo es muy elevado

¿Entienden por qué algunos miembros del Gobierno insinúan que habrá pronto subidas de impuestos?

por tanto, otra vez para dichas administraciones, a las que les va a ser muy difícil reducir sus gastos en la cuantía requerida. En cuanto a la Seguridad Social, en los últimos 12 meses registra un déficit (ajustado descontando de sus ingresos los anticipos que le ha hecho el Estado en los primeros meses de este año) de 2.500 millones, y va a más, por lo que va a ser casi imposible que al final del año se encuentre en equilibrio, como está previsto. En resumen, el riesgo de que el déficit público total se desvíe de nuevo este año notablemente por encima de los objetivos es muy elevado. ¿Entienden ahora por qué algunos miembros del Gobierno insinúan que va a haber pronto subidas de impuestos? ■

El porqué del paquete fiscal

Ángel Laborda

El País, 15 de julio de 2012

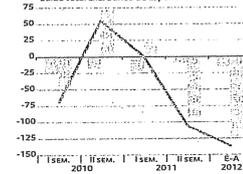
Otra semana decisiva, esta última, en este tortuoso camino de la economía española por encontrar una vía de salida a la crisis. En ella, el Eurogrupo (los ministros de Economía de la zona euro) aprobó el MoU (*Memorandum of Understanding* o memorando de entendimiento), que recoge el acuerdo y las condiciones para la ayuda financiera destinada a recapitalizar el sistema bancario español; y el Ecofin (ministros de Economía y Finanzas de la UE-27) aprobó y publicó sus opiniones y recomendaciones sobre el Programa Nacional de Reformas y el Programa de Estabilidad presentados por el Gobierno en abril en cumplimiento de la normativa europea. Ambos procesos son formalmente independientes, aunque al coincidir en el tiempo todo parece que vaya en el mismo paquete derivado de las condiciones que se imponen a España al pedir la ayuda financiera. Ahora bien, aunque sean independientes, la realidad es que acaban formando un conjunto de condiciones y "recomendaciones" que se parecen mucho a las que se han impuesto a los países que han tenido que ser rescatados.

Y es que España ha llegado a una situación financiera de la que difícilmente puede salir por sí misma. Echamos un vistazo al gráfico superior izquierdo, en el que se recogen los saldos de la balanza de pagos, excluidas las operaciones del Banco de España, en los dos últimos años y lo que conocemos de este. Aunque se ha reducido notablemente, aún seguimos teniendo un déficit importante por operaciones corrientes (comercio de bienes y servicios, rentas y transferencias). En condiciones normales este déficit se financia sin problemas por el saldo de operaciones financieras, sin que tenga que intervenir apenas el Banco de España para poner lo que falta. Así fue durante el segundo semestre de 2010 y durante el primero de 2011. Pero, desde que en julio del pasado año se recrudece la crisis de la deuda soberana europea y España

El lento avance del ajuste

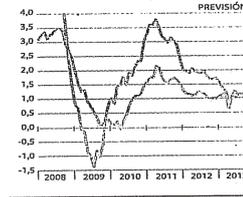
BALANZA DE PAGOS, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA

Miles de millones de euros



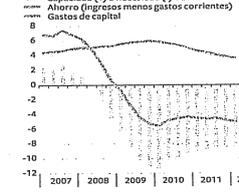
IPC

Variación interanual en %



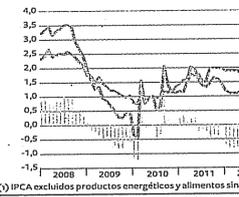
DÉFICIT PÚBLICO TOTAL

Contabilidad nacional, MM€, % del PIB



INFLACIÓN SUBYACENTE: ESPAÑA Y UEM (o)

Variación interanual en % y puntos porcentuales



Fuentes: Eurostat, INE, Banco de España y Funcas (previsiones IPC). Gráficos elaborados por A. Laborda

pas a estar situada en el centro del huracán, las operaciones financieras, lejos de aportar la financiación que se requiere, han registrado salidas netas de capitales por cantidades ingentes y cada vez mayores. Así, durante el segundo semestre del pasado año el déficit acumulado de toda la balanza ascendió a 106.000 millones de euros y entre enero y abril de este año, a 137.000 millones (casi el 40% del PIB de estos cuatro meses).

Estos "agujeros" los tuvo que financiar el BCE-Eurosistema a través del Banco de

España. Es decir, los inversores están desprendiéndose de activos españoles en grandes cantidades y ya no aportan financiación nueva, originando una falta de liquidez cada vez mayor que, si no fuera por la financiación del BCE, ya nos habría obligado a pedir la ayuda financiera en toda regla. En la base de todo ello está la creciente desconfianza de los inversores en nuestra economía, provocada por el deterioro de los balances bancarios y las cuentas públicas y por la percepción de que las autoridades españolas no estaban actuando

con la rapidez y contundencia requeridas.

La falta de progresos en el ajuste fiscal la podemos ver en el gráfico superior derecho. Si hacemos una suma móvil de cuatro trimestres de las cuentas públicas, para soslayar la acusada estacionalidad que tienen los datos trimestrales y tener años completos, vemos que el déficit público siguió en el 8,5% del PIB en el primer trimestre de este año, igual que en los dos trimestres anteriores. Recordemos que el compromiso del Gobierno era situarlo en el 5,3% al final del año, objetivo tan difícil de cumplir que el Ecofin nos ha permitido elevarlo al 6,3%. Buena parte de la "culpa"

Hasta abril, el déficit por cuenta corriente alcanza los 137.000 millones de euros, casi el 40% del PIB

Los inversores están desprendiéndose de activos españoles en grandes cantidades

del nulo avance que tiene la recesión, pero la otra parte se explica por la lentitud e insuficiencia de las decisiones de las autoridades fiscales.

Para intentar llegar al nuevo objetivo del 6,3%, el Gobierno ha adoptado el paquete de medidas fiscales conocido por todos. Esta vez parece que va en serio, aunque siguen echándose en falta medidas como una reforma en profundidad del aparato político-administrativo para aumentar su eficiencia y reducir su coste. Una cosa debemos tener todos clara: estas medidas provocarán a corto plazo una mayor recesión de la economía, pero son el camino más seguro y rápido para restablecer la confianza en nuestra economía y salir de una situación muy comprometida. ■

Funambulismo sobre la prima de riesgo

José M. Domínguez

Sur, 15 de septiembre de 2012



estas alturas, pretender decir algo nuevo acerca de la prima de riesgo de la deuda soberana española es misión casi imposible. Especialmente desde mediados de 2011, viene siendo la piedra de toque para pulsar el estado de ánimo de la economía, no ya solo cotidianamente, sino incluso a intervalos de horas. Su amenaza pende sobre nosotros como una auténtica espada de Damocles. A duras penas, venimos practicando, día tras día, un ejercicio de precario funambulismo con el temor de precipitarnos al vacío. La evolución de la prima ha ido dejando en evidencia los pronósticos sobre determinados umbrales para entrar en zona de no retorno, umbrales que incluso han llegado a añorarse. Su escalada allanó el terreno para la reforma constitucional exprés que elevaba al máximo rango legal el compromiso de estabilidad presupuestaria.

La prima de riesgo, medida habitualmente como la diferencia entre el tipo de interés de la deuda del Tesoro español respecto a la del alemán, refleja el mayor interés exigido por los inversores para adquirir la deuda española frente a otra sujeta a un riesgo de estabilidad presupuestaria. La categoría de activo existe verdaderamente en el mundo actual. Se trata de una medición, determinada por las implacables fuerzas del mercado, de la valoración relativa de los riesgos de dos títulos concretos. Un inversor obtendría la misma rentabilidad efectiva de un bono a 10 años seguro, con un tipo de interés del 3,3% anual, que de otro bono del mismo plazo con un tipo de interés del 5% y una quita del 20% en el momento del vencimiento. Un diferencial de 170 puntos básicos (1,7 puntos porcentuales) permite una equivalencia entre ambas opciones. Una prima de 500 estaría asociada a una pérdida del capital cercana al 60%.

Hubo un tiempo, no muy lejano, en el que el riesgo de crédito parecía haberse evaporado. La entrada en vigor del euro propició que los gobiernos de los países de la Unión Monetaria Europea accediesen a una financiación sumamente barata, casi equiparable a la del Tesoro germano. Destacada la crisis de la deuda en los denominados países periféricos, la divergencia entre los tipos de interés se ha abierto paso a marchas forzadas. La conjunción de capitales que huyen en desbandada de los países en dificultades con la búsqueda de zonas de refugio no ha hecho sino apuntalar los diferenciales.

La existencia de unos elevados niveles de déficit público, unida a una percepción de dificultades para recuperar la senda del equilibrio presupuestario, es un factor explicativo de primer orden del aumento de la prima. Sin embargo, como ha puesto de relieve el profesor Victorio Valle, en el plano estadístico, es el deterioro de la evolución del PIB el elemento que parece ejercer una mayor influencia. No es de extrañar, dada la enorme dependencia de la recaudación tributaria del dina-

mismo de la actividad económica.

¿Cuál es el nivel máximo tolerable que puede alcanzar la prima de riesgo?, ¿cuál es el nivel razonable que debería tener?... Estas y otras muchas preguntas se repiten constantemente entre quienes, con el alma en vilo, asistimos al curso errático de ese influyente indicador. De entrada, es evidente que mientras no se emita deuda por el Tesoro europeo —una de las grandes deficiencias en el diseño del proyecto de unión monetaria—, los diferenciales seguirán prevaleciendo: ¿en deuda de qué países, y a qué tipos de interés, estaríamos dispuestos a colocar nuestro ahorro personal? Por otro lado, parece claro que el mercado de deuda pública está sujeto a considerables anomalías: en situaciones normales carecería de sentido que, con una tasa de inflación positiva, los tipos de interés no cubriesen siquiera la pérdida de poder adquisitivo; la colocación de ahorro con rentabilidad nominal negativa es algo completamente absurdo, salvo que el inversor considere que su moneda originaria corre peligro de envilecimiento o no tenga posibilidad de custodiarse. En épocas de crisis, los inversores no se preocupan de obtener un 'retorno sobre el capital', sino del 'retorno del capital'.

Aun cuando son muchas las variables que influyen en las decisiones de los inversores, cabría esperar que se tuviese en cuenta un indicador básico como es lo que representa la carga financiera anual del saldo de la deuda vida respecto a los ingresos corrientes anuales. Es la primera ratio que se calcula a cualquiera que solicite un préstamo bancario. El caso de la deuda pública presenta particularidades, pero, a efectos ilustrativos, es posible realizar un ejercicio sencillo, consistente en simular cuál sería la carga financiera anual (amortización de capital más intereses) de un préstamo (a 20 años y a un tipo de interés fijo del 3% anual) para hacer frente, hipotéticamente, a la cancelación inmediata del saldo de la deuda pública total a finales de 2011.

El término de comparación es el montante de los impuestos en sentido estricto (sin incluir las cotizaciones sociales) recaudados en 2010. Para Alemania, dicha proporción se situaría en un 25%; en Italia, Portugal y Grecia, ascendería a un 28%, un 32% y un 52%, respectivamente, frente a un 23% en España. Dicho indicador, de carácter estático al no recoger la evolución de la recaudación ni las necesidades de financiación adicionales, permite calibrar la magnitud del esfuerzo y la situación de partida. Sin embargo, son las expectativas de crecimiento económico y de los saldos presupuestarios las que ejercen una influencia decisiva, amplificada por factores ajenos a los fundamentos reales y, en ocasiones, a la racionalidad económica. España ha de soportar el estigma de la considerable propensión, recordada por los historiadores económicos, de algunos de sus antiguos soberanos absolutos al impago de la deuda, pero el último episodio de default hispano se remonta al año 1882.

El patetismo del plutócrata

Paul Krugman

El País, 22 de julio de 2012

Permítanme hablarles de las personas muy ricas. Ellas no son como ustedes y yo". Eso escribió F. Scott Fitzgerald (y no se refería solo a que tuviesen más dinero). A lo que se refería más bien, al menos en parte, era a que muchos de los muy ricos esperan un grado de deferencia que el resto de nosotros nunca experimenta, y se sienten profundamente consternados cuando no reciben el tratamiento especial que consideran un derecho de nacimiento; su riqueza "los hace blandos allí donde nosotros somos duros".

Y como el dinero manda, esta blandura —podríamos llamarla el patetismo de los plutócratas— se ha convertido en un factor de primer orden en la vida política de Estados Unidos. No es ningún secreto que, en este momento, muchos de los hombres más ricos de Estados Unidos —entre ellos algunos antiguos defensores de Obama— odian, simplemente odian, al presidente Obama. ¿Por qué? Bueno, según ellos, porque "demoniza" los negocios (o, como Mitt Romney decía a principios de esta semana, "ataca el éxito"). Escuchándolos, cabría pensar que el presidente es la reencarnación de Huey Long, predicando el odio de clase y la necesidad de desplumar a los ricos.

Huelga decir que esto es una locura. De hecho, Obama siempre se esfuerza muchísimo por reafirmar su apoyo a la libre empresa y su idea de que hacerse rico es perfectamente correcto. Lo único que ha hecho es indicar que, a veces, las empresas se comportan de manera incorrecta y que esta es una de las razones por las que necesitamos cosas como la regulación financiera. No importa: la mera insinuación de que a veces los ricos no son absolutamente dignos de elogio ha bastado para volver locos a los plutócratas. Wall Street en concreto lleva dos años o más lloriqueando: "¡Mamá! ¡Se está metiendo conmigo!".

Esperen, hay algo más. No es solo que muchos superperricos se sientan profundamente agraviados por la idea de que alguien de su clase pueda recibir críticas, sino que también insisten en que su percepción de que a Obama no le gustan está en la raíz de nuestros problemas económicos. Las empresas no invierten, aseguran, porque los dirigentes empresariales no se sienten valorados. Romney también ha repetido esta frase y ha sostenido que,

debido a que el presidente ataca el éxito, "tenemos menos éxito".

Esto también es una locura (y resulta inquietante que Romney parezca compartir esta visión ilusoria sobre lo que aqueja a nuestra economía). No hay ningún misterio en los motivos por los que la recuperación económica ha sido tan débil. La vivienda sigue deprimida en el periodo posterior a una enorme burbuja y la demanda de los consumidores se ve frenada por un nivel elevado de endeuda-

pero da igual. Debido a que los ricos no son como usted y yo, muchos de ellos son increíblemente egocéntricos. Ni siquiera se dan cuenta de lo divertido que es —lo ridículo que resulta— que atribuyan la debilidad de una economía de 15 billones de dólares a sus propios sentimientos heridos. Después de todo, ¿quién va a decirselo? Están cómodamente instalados en una burbuja de deferencia y adulación. A menos, claro está, que se presenten a un cargo público.

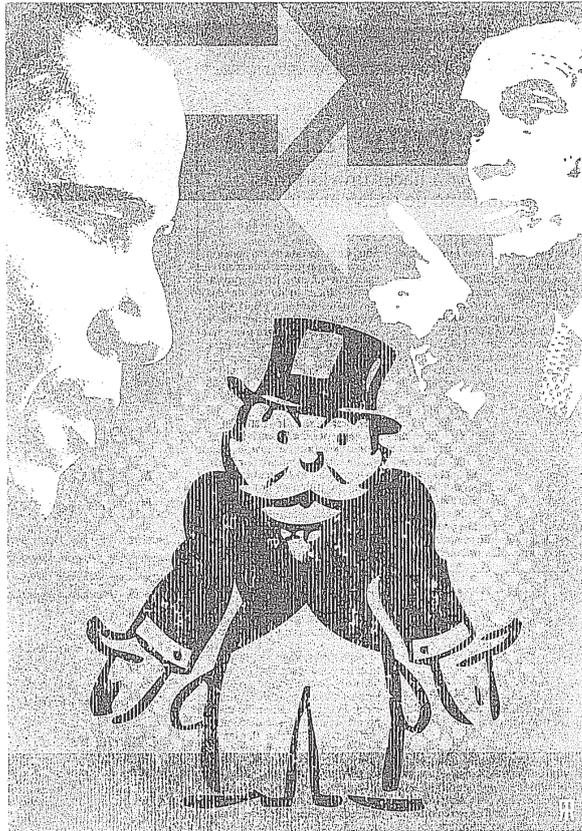
Como toda persona que sigue las noticias, he sentido temor ante el hecho de que las preguntas sobre la carrera de Romney en Bain Capital, la empresa de capital riesgo que fundó, y su negativa a publicar su declaración tributaria hayan cogido a la campaña de Romney con la guardia baja de un modo tan evidente. ¿No debería un hombre muy rico que aspira a ser presidente —y que se presenta usando específicamente el argumento de que su éxito empresarial lo cualifica para el cargo— haber esperado que la naturaleza de ese éxito llegase a ser un problema? ¿No debería haber sido evidente que el hecho de negarse a publicar sus declaraciones tributarias anteriores a 2010 haría surgir toda clase de sospechas?

Por cierto, aunque no sabemos lo que oculta Romney en sus declaraciones anteriores, el hecho de que siga dando evasivas a pesar de las peticiones de transparencia tanto de republicanos como de demócratas indica que podría ser algo tremendamente perjudicial.

En cualquier caso, lo que ahora está claro es que la campaña no estaba preparada en absoluto para las preguntas evidentes y ha reaccionado a la decisión de la campaña de Obama de hacer esas preguntas con una histeria que seguramente provenga de lo más alto. Sin duda, Romney creía que podía presentarse a las elecciones mientras permanecía seguro dentro de la burbuja plutocrática y está conmocionado y enfadado por haber descubierto que las normas que se aplican a otros también se aplican a personas como él. Nuevamente Fitzgerald, sobre las personas muy ricas: "Piensan, en su fuero interno, que son mejores que nosotros".

Vale, vamos a calmarnos. La verdad es que muchas, y probablemente la mayoría, de las personas muy ricas no encajan en la descripción de Scott Fitzgerald. Hay gran cantidad de estadounidenses muy ricos que tienen sentido de la perspectiva, que se enorgullecen de sus logros sin creer que su éxito les da derecho a vivir siguiendo unas normas diferentes.

Pero Mitt Romney, según parece, no es uno de esas personas. Y puede que ese descubrimiento sea un problema mayor que lo que quiera que se oculte en esas declaraciones tributarias que no va a publicar. ■



RAFAEL RICOY

Romney está enfadado por descubrir que las normas que se aplican para otro también se le aplican a él

miento familiar que es consecuencia de esa burbuja. La inversión empresarial ha aguantado en realidad bastante bien dada esta debilidad de la demanda. ¿Por qué deberían invertir más las empresas cuando no tienen suficientes clientes para hacer un uso pleno de la capacidad que ya poseen?

¿Es necesario el rescate?

Javier González de Lara

Sur, 11 de septiembre de 2012.

La pasada semana pudimos escuchar por primera vez en mucho tiempo, un discurso europeo uniforme, lógicamente pactado, a modo de sinfonía. La Unión Europea y el Banco Central Europeo al fin unidos en un objetivo común: dotar de un mecanismo de estabilidad a los países que atraviesan dificultades de financiación en los mercados. ¡Bruselas y Fráncfort alineados y casi sin fisuras! Salvo la más que preparada oposición del presidente del Bundesbank, Weidmann, en su rol de poli malo, mientras Merkel conciliadora, alababa en ese mismo instante en un encuentro con Rajoy, los esfuerzos reformadores emprendidos por el Gobierno español.

España podrá comprar ilimitadamente deuda al BCE, para reducir uno de sus más graves problemas, tener una prima de riesgo respecto a la deuda alemana insosteniblemente alta, que de mantenerse en los niveles de los últimos tiempos, nos representaría un sobre coste anual de 12.000 millones. Lo anterior, a cambio de solicitar formalmente un rescate, con el consiguiente memorando de entendimiento. La fórmula diseñada combina la estabilización del mercado de deuda con un estricto control de los déficits públicos y los procesos de reforma.

Como en una magna obra dramática, los actores dispuestos a rescatar a la princesa recluida en su tormento y aparentemente abandonada a su suerte. Algo que no suscita unanimidades, pero que a todas luces se hace imprescindible para salir del grave atolladero en que se encuentra sometida. Pero eso sí, la prisionera debe pedirlo y estar de acuerdo con las condiciones que se le impongan.

Los próximos meses se vaticinan difíciles y movidos, por lo que los pasos a emprender han de ser prudentes pero firmes. Todos sabemos que los discursos homogéneos en Europa son efímeros y están permanentemente influenciados por los vaivenes políticos e institucionales, por lo que no cabe dilatar la conveniencia de uno de los últimos salvavidas que nos quedan. Es cierto que el problema global es de la Zona Euro, pero la verdadera presión la soportamos nosotros hasta límites insufribles, donde a modo de montaña rusa inabarcable, nos desenvolvemos las empresas y los ciudadanos diariamente, en la confianza de que en algún momento se detenga el carro y desaparezca el vértigo al abismo. Sin ser ninguna solución definitiva a nuestras vicisitudes, los trámites para este «rescate precautorio» serán complejos y faragorosos, por lo que el presidente del Gobierno no

debe retrasar más de lo razonable, la decisión.

Estamos convencidos desde el mundo empresarial que la salida de la crisis que atravesamos, exige redoblar la apuesta por Europa. Pero a diferencia de lo que debe ser el referido rescate, aún valorando favorablemente el pasado acuerdo político de conceder a España una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros, destinados a socorrer a entidades financieras con problemas, lo cierto y verdad es que esa decisión adoptada en el pasado mes de junio no ha conseguido aliviar los ataques de los mercados. Esto se debe principalmente a la tediosa lentitud de nuestras instituciones europeas adoptando decisiones. Y seguramente, por la indefinición sobre cómo articular en la

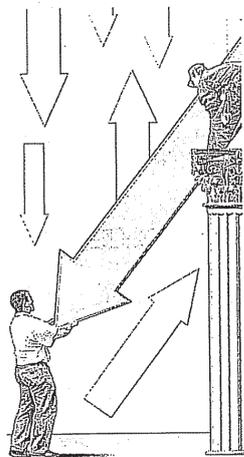
práctica el procedimiento, las condiciones y la letra pequeña del memorando. Es preciso aprovechar este dudoso precedente para exigir claridad, transparencia y máxima celeridad en la toma de decisiones de los referidos actores. Rigor, pero sin dilaciones.

Asumida la posibilidad cierta del «rescate suave» y el control de la deuda soberana española, el Gobierno de la Nación podrá acometer otras actuaciones urgentes que, como consecuencia de lo anterior, se han visto seriamente condicionadas. Se trata de escribir otros capítulos de nuestra peculiar historia de la crisis, para poder ayudar también a aquellas comunidades autónomas que atraviesan dificultades, así como de acometer las reformas estructurales aún pendientes para mejorar nuestra competitividad: medidas en el ámbito económico, fiscal, financiero, administrativo, laboral, educativo, judicial, energético, y un

largo etcétera.

Anhelamos que una vez finalizada la reforma de las entidades financieras y controlada razonablemente, no a cualquier precio, la crisis de deuda, mejore sustancialmente el acceso al crédito y las condiciones de financiación de las empresas. Nos queda por tanto, mucho camino por recorrer y por decidir. De abordar de forma eficaz los problemas de los ciudadanos, de hablar de microeconomía, eliminando al menos de momento, la sensación de que la crisis nos supera a todos por su dimensión. Priorizando actuaciones en materia de fomento de la actividad empresarial y por consiguiente, promoviendo la creación de empleo. Apoyando de verdad, a las empresas. Recuperando la inversión y acabando con el lógico disgusto y la resignación de muchos.

Seguro que es discutible un rescate, incluso puede tratarse de una forma de ganar tiempo, pero a buen seguro propiciará la recuperación del principal de los dones perdidos: la confianza.



Exportar para salir a flote

Antoni Espasa

El País, 2 de septiembre de 2012

La crisis actual, que comenzó en 2008, se caracteriza por registrar una doble recesión en el producto interior bruto con un corto periodo intermedio de moderado crecimiento. Un aspecto que diferencia a la crisis española de la crisis de la Eurozona está en las evoluciones de las demandas interna y externa (exportaciones netas: exportaciones menos importaciones). La agregación de ambas demandas nos da el PIB. En la primera recesión, 2008-2009, la demanda interna española se deprimió enormemente en todos sus componentes, llegando a tener una contribución negativa al crecimiento del PIB de 8,3 puntos porcentuales, mientras que en la Eurozona la correspondiente contribución negativa fue solamente de 4,1 puntos porcentuales. Fueron las exportaciones netas las que casi igualaron la magnitud de esta primera recesión en los PIB de ambas economías, que con una contribución negativa en la Eurozona aumentaron su recesión y con una contribución positiva en España la minoraron. Pero esta contribución positiva se debió principalmente a una caída espectacular en las importaciones, mucho más acusada que la caída en las exportaciones. Sin embargo, como se argumenta a lo largo de este artículo, en una crisis como la actual es necesario que las exportaciones muestren un dinamismo mucho mayor como clave para poder salir de ella.

Por los datos difundidos esta semana por el Instituto Nacional de Estadística (INE) sabemos que las características cíclicas de esta crisis son más graves de lo que se había estimado inicialmente. Esta mayor reducción del nivel del PIB tiene consecuencias en el déficit público y, por tanto, en las posibilidades de alcanzar los objetivos marcados. En efecto, los ingresos públicos dependen del PIB, con lo que a un menor nivel de esta variable se producirán —manteniendo los mismos tipos y tasas impositivos— menos ingresos públicos. Sin embargo, un parte apreciable del gasto público tiende a generarse independientemente del nivel del PIB, con lo que si dicho nivel es menor, el déficit —en las condiciones mencionadas para los ingresos— es mayor y de forma más notoria en términos relativos sobre el PIB. Por tanto, para alcanzar los objetivos de déficit ahora son necesarios mayores re-

cortes de gasto y subidas de ingresos públicos.

La cuestión radica en que existe un proceso de realimentación entre ingresos, gastos y déficits públicos y el PIB. Por eso, el establecimiento de objetivos de déficit público susceptibles de ser alcanzados requiere que esos objetivos se determinen conjuntamente con predicciones sobre el PIB. Para ello es necesario un modelo econométrico global y realmente complejo que por el momento parece tenerse.

Como las discusiones macroeconómicas con la Comisión Europea van a durar años, no es tarde todavía para que el Gobierno español forme un grupo de expertos con reputación internacional con el fin de construir un modelo que resulte apropiado para predecir el PIB junto con el establecimiento de un objetivo de déficit público. Acudir a las reuniones europeas aportando resulta-

Para cumplir los compromisos europeos, la reducción de salarios y las compras del sector público deberán ser muy apreciables

La tasa de desempleo podría subir del 26,5% a finales de 2013, con más de seis millones de parados

dos sólidos a partir de un modelo econométrico como el mencionado facilitaría el proceso negociador y a su vez aumentaría la credibilidad del país frente a los inversores extranjeros.

Los recortes de gasto y aumentos de ingresos públicos tienen su manifestación en la variable consumo público de la contabilidad nacional, que recoge el gasto en salarios y en compras de bienes y servicios de consumo en el sector público. En el trienio de recesión 2008-2010 el consumo público aumentó a una tasa anual media del 3,7% frente a una caída anual media del 1% en el PIB.

Es decir, que las políticas hacia el equilibrio presupuestario no tuvieron impacto en el consumo público. Recientemente se ha negociado un objetivo de déficit público del 6,3% y del 4,5% para 2012 y 2013, respectivamente. Con ello, el Gobierno predice para 2012 una caída anual media del PIB del 1,5% y del 4,8% en el consumo público. Esta variable empezó a descender en el segundo trimestre de 2011. En el primer semestre de 2012 la caída trimestral media se ha moderado, lo que implica que los recortes presupuestarios que el nuevo Gobierno ha venido anunciando están teniendo hasta el momento poco impacto en el consumo público. Así, para cumplir los compromisos europeos, la reducción de los salarios y compras del sector público tendrá que ser muy apreciable —la magnitud dependerá del aumento que registren los ingresos públicos con las nuevas tasas— en este segundo semestre, con una media en las caídas sobre el mismo trimestre del año anterior alrededor del 6,3%.

El Boletín de Inflación y Análisis Macroeconómico de la Universidad Carlos III utiliza modelos econométricos para la predicción de todas las variables del cuadro macroeconómico. Actualmente incluyen la restricción de que las medias del consumo público se correspondan con las predichas por el Gobierno, ya que es quien mejor puede predecir dicha variable. Con ello se obtiene que el perfil del nuevo decrecimiento trimestral del PIB —caída de un trimestre sobre el inmediato anterior— que comenzó en el cuarto trimestre de 2011 se irá agravando en el segundo trimestre de 2012, siendo en la segunda mitad de 2013 cuando el PIB deje de decrecer con tasas trimestrales casi nulas.

Las predicciones anteriores suponen que el decrecimiento acumulado del PIB en 2012 será del 2,1% ($\pm 0,9$) y del 0,7% ($\pm 1,7$) en 2013. En tasas anuales medias el PIB caerá en 2012 y 2013 sobre un 1,4% ($\pm 0,3$) y 1,6% ($\pm 1,4$), respectivamente, con lo que 2013 será un año más de clara recesión económica. En estas últimas predicciones la demanda interna contribuirá negativamente en casi cuatro puntos porcentuales y las exportaciones netas tendrán una contribución positiva algo superior a dos puntos porcentuales. De nuevo, aunque las

importaciones registrarán caídas anuales apreciables en el bienio comenzado este año, el crecimiento de las exportaciones será muy insuficiente para disipar la crisis.

Todo lo anterior tendrá su reflejo en la tasa de paro, que a finales de 2013 podría situarse por encima del 26,5%, con más de seis millones de parados. Lo cual supondrá un agravamiento muy importante de la situación económica de muchos españoles que no han participado en la generación de la crisis.

Por comunidades autónomas se van a continuar registrando diferencias importantes en la magnitud de la recesión actual. Así, el decrecimiento anual medio en el bienio 2012-2013 será superior al 2% en Asturias, Castilla y León, Castilla-La Mancha, Comunidad Valenciana y Galicia. Por el contrario, en cada uno de dichos años el decrecimiento anual medio será inferior al 1% en Baleares —con tasas ligeramente positivas—, Canarias, Madrid, País Vasco y La Rioja. Las predicciones mencionadas refirman lo apuntado al principio. La demanda interna va a continuar muy deprimida y llegará a 2013 arrastrando seis años de tasas de variación negativas, poniendo de manifiesto que la salida de la crisis tiene que venir por parte de las exportaciones. Es decir, resulta necesario que la Eurozona nos ayude firmemente a paliar los problemas financieros de la economía española y que con ello fluya el crédito en España, pero la recuperación de la actividad económica se tiene que producir a partir de la actividad de las empresas.

Es por ello necesario que se instrumenten pactos dentro de cada empresa para que con nuevos diseños e innovaciones en los productos, en el proceso productivo, en la administración y en los canales de distribución, junto con una moderación o incluso reducción de rentas, se pueda desarrollar una mayor actividad exportadora competitiva que genere ahorro para nuevas inversiones en innovaciones que multipliquen la acción exportadora. La gravedad de la situación descrita requiere que esta recuperación dentro de las empresas se desarrolle lo antes posible. ■

Más difícil para el defraudador

Luis Jones y Ana Fernández-Daza

El País, 22 de julio de 2012

Fel fraude fiscal presenta muy diversas manifestaciones en las que anidan motivos variados, todos ellos poco edificantes: falta de formación o educación cívica, egoísmo, insolidaridad, competencia desleal, desprecio a las reglas de convivencia, etcétera. Ante un fenómeno tan complejo, la lucha contra el fraude fiscal debe servir de un amplio conjunto de instrumentos, tanto de carácter preventivo como de orden represivo.

En este terreno hemos asistido en los últimos meses a una intensísima actividad. En un corto espacio de tiempo se han promulgado o propuesto para su adopción al Parlamento un amplio conjunto de medidas normativas de lucha contra el fraude fiscal que, en muchos casos, venían siendo demandadas desde hace tiempo por diversos sectores profesionales con interés en la materia.

En el ámbito de las grandes empresas, la deducción de gastos financieros, y en particular de la carga financiera asociada a la adquisición de participaciones de entidades del propio grupo, ha sido, probablemente, el terreno más conflictivo en las relaciones entre la Agencia Tributaria y este tipo de contribuyentes desde hace ya algunos años. Las modificaciones realizadas recientemente en la Ley del Impuesto sobre Sociedades, que tienden a evitar supuestos de abuso por parte de las empresas y limitan la deducción de este tipo de gastos, además del impacto recaudatorio generado por el incremento de los beneficios imponibles de las empresas, aumentarán la seguridad jurídica y reducirán la conflictividad.

Una medida normativa que ha tenido gran repercusión mediática es la limitación al pago en efectivo por encima de un determinado importe. El objetivo de dicha medida, que existe ya en otros países de nuestro entorno, es imposibilitar o dificultar la circulación de dinero negro en las ventas entre empresarios o profesionales y cuando se realizan a consumidores finales. La norma, de carácter esencialmente preventivo, hará más difícil la disposición de dinero en metálico por quien lo pueda generar, así como la utilización de facturas falsas, una lacra que, en muchos casos, se aprovecha de este tipo de medio de pago.

En paralelo, el proyecto de ley de medidas de lucha contra el fraude introduce también una nueva obligación de infor-

mar sobre las cuentas, valores e inmuebles situados en el exterior, a cuyo incumplimiento se anudan importantes consecuencias: un severo régimen sancionador y el gravamen como ganancia de patrimonio no justificada de activos que no se hayan declarado.

Esta medida, que debe enmarcarse en la tendencia internacional de lucha contra los paraísos fiscales y jurisdicciones no cooperativas, se orienta a obstaculizar la utilización que de estos territorios realizan determinados contribuyentes con el fin de ocultar rentas no declaradas. Supone una apuesta decidida por erradicar este tipo de conducta y contrarrestar a quienes afirman que el control tributario solo se dirige a las rentas declaradas. Quienes sean titulares de activos en el exterior no declarados y no se acogen a la oportunidad de regularizar que ofrece la declaración tributaria especial hasta finales de noviembre, saben que a partir del próximo año se exponen al rigor de esta norma.

El fraude fiscal es un fenómeno complejo que exige medidas preventivas y represivas

Los que defraudan lo tendrán más difícil, y ello beneficiará a todos los que no lo hacen

En otro ámbito completamente distinto, se plantea una modificación del régimen de estimación objetiva, los módulos, tendente a evitar la utilización de facturación irregular que, principalmente en determinadas actividades, la Agencia Tributaria ha detectado en los últimos años. Otra norma demandada desde hace tiempo por profesionales tributarios de diversos ámbitos. La medida supondrá la exclusión de este régimen de aquellos empresarios pertenecientes a ciertos sectores que facturen a otros empresarios una parte significativa de sus operaciones. La vocación del régimen es la simplificación de obligaciones formales para pequeños empresarios que operan principalmente

con particulares, a los que no afectará la exclusión.

Ya en el terreno específico del IVA, se propone ampliar los supuestos de inversión del sujeto pasivo en determinadas operaciones inmobiliarias. Estas modificaciones evitan que un contribuyente pueda generar un crédito contra la Hacienda Pública sin que, como contrapartida, otro Ingreso el IVA repercutido en la misma operación.

En los últimos años se ha detectado un incremento del fraude en la fase recaudatoria, y especialmente en la falta de ingreso de las autoliquidaciones. La inversión del sujeto pasivo ayudará a corregir esta situación, como también lo hará el nuevo supuesto de responsabilidad subsidiaria, por el que se hace responsable de las autoliquidaciones por retenciones o impuestos repercutidos a los administradores de aquellas compañías que sistemáticamente dejan de ingresar sus obligaciones corrientes con grave perjuicio no solo para la Hacienda Pública, sino para la propia competencia del mercado.

También resultaba necesario corregir las disfunciones entre el IVA y la normativa concursal. Es una realidad que, como consecuencia de la crisis económica, han proliferado las empresas declaradas en concurso. Por diversas razones, en algunos supuestos la Agencia Tributaria tenía que devolver cuotas por IVA soportado a contribuyentes en concurso que, a su vez, eran deudores por IVA a la Hacienda Pública. Con la reforma actual se pone freno a esta situación ajena al sentido común y tan gravosa para el Tesoro Público.

También se reforzarán los mecanismos de que dispone la inspección de los tributos para reaccionar ante supuestos de resistencia a sus actuaciones. Para ello se agravan las eventuales sanciones a imponer cuando, de forma reiterada, no se facilita el examen de documentos, no se atienden los requerimientos realizados o se producen incomparecencias del contribuyente; conductas que, por lo demás, se presentan habitualmente con la intención de dilatar las actuaciones.

Asimismo se amplían los supuestos en los cuales es posible adoptar medidas cautelares de aseguramiento del crédito público: desde el inicio del procedimiento de comprobación e inspección, cuando se detecte que existe riesgo de impago o desde el momento en que los expedientes sean remitidos a la jurisdicción penal por

presuntos supuestos de delito fiscal. La recaudación de los tributos se configura como un órgano de auxilio judicial para evitar los alzamientos de bienes y conseguir el ingreso o el aseguramiento de las cuotas defraudadas. Se consigue de este modo una mayor coordinación entre la Administración tributaria y la jurisdicción penal.

Además se refuerzan las actuaciones de embargo. En el ámbito de las cuentas bancarias se amplía la posibilidad de embargo, no solo de las cuentas que posea un deudor en la sucursal determinada en la que se presenta la diligencia, sino en el banco en cuestión. Era esta una limitación que no tenía ya ningún sentido, habida cuenta de la modernización de los sistemas de información. Por otra parte se permite al órgano de recaudación ordenar la indisponibilidad de los inmuebles de aquellas sociedades cuyas participaciones o acciones hayan sido mayoritariamente embargadas por pertenecer a un moroso.

Otras medidas normativas más específicas se unen a las anteriores en el proyecto de ley de lucha contra el fraude. Pero además, por su relevancia para combatir las formas más graves del fraude fiscal destacan las modificaciones que, en materia de delito contra la Hacienda Pública, se contienen en la reciente propuesta de reforma del Código Penal, que incluyen la ampliación de la pena y del plazo de prescripción en los casos más graves, la posibilidad de denuncia temprana en determinados supuestos o la configuración de un tipo atenuado aplicable cuando, dentro de un determinado plazo, se pague lo debido o se colabore con la investigación. Asimismo se refuerza la posibilidad de liquidar, en sede administrativa, las cuotas delictivas para anticipar el crédito y no dar un trato más ventajoso al que realiza la conducta más grave.

Es indudable que el complejo fenómeno del fraude tributario no se erradica solo con medidas normativas, pero también lo es que la actividad legislativa desplegada en los últimos meses en esta materia ha resultado extraordinaria. Los que defraudan lo tendrán más difícil, y ello redundará en beneficio de todos los que no lo hacen. ■

Reformar la fiscalidad para crecer

Michele Boldrin y J. Igancio Conde-Ruiz
El País, 20 de julio de 2012

Como el anterior, también el actual Gobierno parece moverse al ritmo de la prima de riesgo, buscando acciones que les permitan bajar el coste de financiación y cumplir con los requisitos (ya sean implícitos o explícitos) de nuestros socios europeos. Raramente estas acciones parecen estar diseñadas como la mejor forma de cerrar el déficit presupuestario impulsando el crecimiento. Los acontecimientos de los últimos días confirman que son las presiones externas las que determinan las acciones de política económica: falta un plan. El Gobierno acierta en el hecho de que la austeridad, al bajar el coste de financiación y liberar recursos que ahora se utilizan de manera poco productiva, crea las condiciones necesarias para el crecimiento. Pero se equivoca al hacerlo sin diseñar una hoja de ruta global que implique la eliminación de los obstáculos estructurales al crecimiento, muchos de los cuales unidos en los detalles de la política de gasto y, especialmente, en la estructura microeconómica de la fiscalidad.

¿Cómo hemos llegado a esta situación en las finanzas públicas? Desde el inicio de la crisis en España el gasto público ha aumentado 4,4 puntos de PIB (hasta situarse en el 44%), mientras que los ingresos han caído 6 puntos de PIB (hasta situarse en el 35%). La subida del porcentaje de gasto público tiene cuatro explicaciones: que cayó el PIB, que el gasto público tiende a crecer si no se hacen recortes, que el actual diseño de nuestro Estado de bienestar implica unos estabilizadores automáticos (como las prestaciones por desempleo) que aumentan dramáticamente en una recesión y que, finalmente, desde el segundo trimestre de 2008 hasta el tercero de 2011 el empleo público total creció de casi 350.000 unidades (+13%, aproximativamente). Por el contrario, una caída de los ingresos de 6 puntos de PIB en varios años, más allá de la crisis, solo puede explicarse por un sistema impositivo mal diseñado donde una parte importante de los ingresos venían de la burbuja inmobiliaria. Estos hechos básicos deberían ser suficientes para entender que todavía queda mucho por hacer. Pero ¿qué, exactamente?

Desde hace cinco años y en el medio de una gravísima recesión, tenemos que decidir qué país queremos ser. No podemos tener los ingresos sobre PIB más bajos de Europa (solo Lituania, Eslovaquia y Bulgaria recaudan menos que España) y aspirar a tener un Estado de bienestar entre los más generosos. Los impuestos de EE UU y los gastos públicos de Alemania no son compatibles. Por tanto: si no queremos renunciar a ciertos gastos hay que subir los ingresos. Y, al tiempo, si no queremos dañar el crecimiento no nos podemos permitir ni una gran subida de impuestos en un corto periodo de tiempo, ni mantener la estructura impositiva actual. En resumen, debemos cambiar desde la raíz la estructura y los procedimientos de gasto público y reformar la fiscalidad. Hoy nos centramos en este segundo aspecto.

¿De dónde viene la caída de los ingresos? Gracias a que se subió en 2010, la recaudación por IVA solo ha caído desde el inicio de la crisis un punto de PIB, la del impuesto de sociedades ha caído cerca de tres puntos, los especiales un 0,5, y el resto se explica con impuestos específicos de las CC AA como el de transmisiones patrimoniales. Con la sola excepción del IVA, una parte importante de estos ingresos, incluida la de sociedades, no volverán aunque se

recupere la economía, pues estaban ligados a la burbuja inmobiliaria. Sin cambiar la estructura de la Imposición resultará muy difícil recaudar lo que necesitamos. Pero esto es casi un aspecto secundario; el defecto principal de nuestro sistema fiscal es que su diseño daña al crecimiento económico.

maraña de deducciones y exenciones fiscales que han sido recurrentemente introducidos por nuestros dirigentes nacionales y regionales como respuesta a las presiones de los distintos lobbies. El tipo efectivo del IRPF ronda el 16%, y el de sociedades el 19% mientras que los marginales sobre los trabajadores y las empresas más producti-

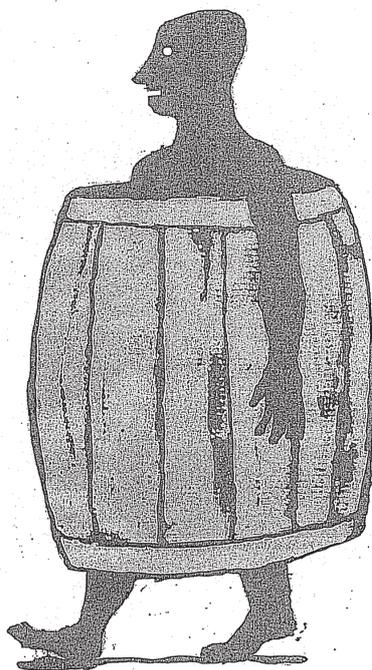
va cual hace falta reformar el IRPF: eliminar las deducciones y reducir la progresividad o, mejor, transferirla a las rentas verdaderamente altas y de origen patrimonial con la introducción de un nuevo impuesto sobre la riqueza.

Por otro lado, tenemos una imposición indirecta baja en relación a otros países. Por tanto, es lógico que este Gobierno, como hizo el anterior, decidiera subir el IVA. Nosotros llevábamos pidiéndolo desde hace tiempo. El problema aquí es que nos centramos en el IVA general pero en realidad solo al 42% de la cesta de consumo se le aplica este tipo. Esto no ocurre en otros países: en Alemania el 52% de la cesta va al IVA general, en Francia el 71% y en Italia el 58%. Esta distribución de bienes en tres categorías (al IVA reducido va el 49% de la cesta y al superreducido, el 9%) responde también a concesiones de los políticos a los lobbies mejor organizados. Los bienes gravados con IVA reducido deben resultar ser verdaderamente de primera necesidad, mientras que todos los otros deben entrar en el IVA normal. Además de eliminar distorsiones esto permitiría reducir el impuesto medio manteniendo la recaudación.

Las cotizaciones a la seguridad social son también demasiado elevadas, fruto de un sistema que, a pesar del avance de la reforma de 2011, sigue teniendo importantes problemas de sostenibilidad a largo plazo. El Gobierno ha anunciado también una reducción de cotizaciones a cambio de subir el IVA. Aquí surgen dos dudas. ¿Este cambio implica que se va a bajar la generosidad de las pensiones futuras o que se va a generar déficit en el futuro? ¿O simplemente se sustituye en la caja de las pensiones un ingreso por otro rompiendo el principio de autofinanciación? Todo esto no resulta claro y la razón es sencilla: un sistema de prestación definida, como el nuestro, ya no es sostenible. Necesitamos una reforma radical hacia un sistema público de pensiones de contribución definida que tenga en cuenta la totalidad de las cotizaciones y se ajuste de acuerdo con la esperanza de vida y otras variables demográficas relevantes, tal como hicieron en Suecia hace cerca de 20 años.

El tercer punto consiste en reformar la estructura del Estado para avanzar en los principios del federalismo fiscal. No puede ser que las comunidades autónomas tengan capacidad de gasto, pero no de ingresos. Para que los incentivos sean correctos tenemos que imponer la corresponsabilidad fiscal. Ahora, las comunidades autónomas prácticamente no disponen de impuestos propios. El principal es precisamente uno de los más distorsionantes para el crecimiento: el impuesto sobre transmisiones patrimoniales, que es muy ineficiente, pues hace muy costosa la reasignación de factores entre las empresas, frenando que las más eficientes puedan crecer absorbiendo a las menos eficientes. Reformar la fiscalidad autonómica es la oportunidad para eliminarlo junto al otro, sobre actos jurídicos documentados, que sufre del mismo defecto, sustituyéndolos por impuestos sobre el patrimonio inmobiliario.

Estas reformas son posibles ahora y son cada día más necesarias: son parte de la hoja de ruta económica que el país espera para salir de la crisis que lo envuelve.



ENRIQUE FLORES

Hay que transferir la progresividad hacia las rentas altas con un impuesto sobre la riqueza

Las comunidades tienen capacidad de gastos pero no de ingresos. Avancemos hacia el federalismo fiscal

Tenemos unos impuestos sobre la renta y sociedades que, a pesar de tener unos tipos marginales muy elevados, no recaudan mucho en términos de PIB. Esto es debido a la evasión, por un lado, y a la

maraña de deducciones y exenciones fiscales que han sido recurrentemente introducidos por nuestros dirigentes nacionales y regionales como respuesta a las presiones de los distintos lobbies. El tipo efectivo del IRPF ronda el 16%, y el de sociedades el 19% mientras que los marginales sobre los trabajadores y las empresas más productivas llegan al 56% y al 30%. El peor de los mundos posibles. La progresividad excesiva del IRPF hace más costosa la contratación de trabajadores cualificados que son cruciales para mejorar la competitividad de nuestra economía y para la creación de empleo. Lo mismo para las empresas, especialmente las extranjeras: necesitamos toda la inversión directa extranjera que sea posible. Para entender de dónde viene el empleo estable y cómo se generan los sueldos altos es importante entender que la planta de producción o el centro de dirección necesitan del ingeniero altamente cualificado o del buen ejecutivo y que, sin ellos, los 50 o 100 trabajadores genéricos a su cargo se quedan en el paro. Para atraer las inversiones extranjeras de alta productividad, es necesario que España sea atractiva para los trabajadores altamente cualificados. Esto es la razón fundamental por

Sobre el gasto público en España

José M. Domínguez

Sur, 22 de septiembre de 2012

La dimensión óptima del sector público es una cuestión crucial, sujeta a controversia, a la que no es fácil encontrar una respuesta única. No obstante, una cosa sí está clara en relación con los países desarrollados: aunque se hable habitualmente de economías de mercado, se trata en realidad de economías mixtas, en las que el Estado tiene una notoria participación. A pesar de que Bill Clinton llegó a proclamar, en 1996, que «la era de un gran sector público ha finalizado», los hechos han desmentido con rotundidad esa expectativa. La importancia del alcance de su intervención es de primer orden, ante cualquier escenario de salida de la crisis y los innumerales retos que afronta la sociedad.

El nivel y la composición del gasto público ocupan un lugar central en el debate sobre el modelo económico y social español, lo que explica que las comparaciones internacionales estén a la orden del día. Se trata, sin embargo, de un terreno bastante espinoso, plagado de dificultades metodológicas. Así, nos encontramos con el notable escollo de que la producción pública de bienes y servicios se valora en función de los costes incurridos, al no disponer de un precio de mercado como referencia. Dependiendo de la eficiencia en el uso de los recursos, un mismo importe de gasto puede dar lugar a diferentes niveles de producción efectiva. Por lo que concierne a las prestaciones sociales, que pueden tributar o no, resulta fundamental dilucidar en qué medida representan una redistribución efectiva y no una compensación de contribuciones satisfechas. Teniendo en cuenta la existencia de solapamiento de impuestos y transferencias en las mismas personas, la OCDE ha planteado si resulta posible reducir el tamaño del sector público (disminuyendo los costes en términos de eficiencia económica asociados a los impuestos) sin perjudicar la distribución de la renta. Por otro lado, las cifras de gasto público no incluyen el realizado por la vía del sistema tributario a través de ventajas fiscales. El gasto público y la presión fiscal aumentan aparentemente si se sustituyen beneficios fiscales por desembolsos directos. Otro aspecto a tener en cuenta es la posibilidad de que, mediante la regulación, algunos gastos públicos se trasladen al sector privado. Por último, no hay que perder de vista que las inversiones realizadas se computan por su importe total en el ejercicio de su realización.

Sin perjuicio de tratar de depurar los datos, lo cierto es que la dimensión del sector público español, aunque muy por encima de los raquíticos indicadores de la etapa predemocrática (en 1977, el

gasto público estaba en torno al 25% del PIB; la presión fiscal, en el 20%), se sitúa por debajo de los estándares europeos. En el año 2011, el gasto público representó en España el 43,6% del PIB (el máximo histórico alcanzó el 46% en 1994 y 2009), frente a una cifra media del 49% en la UE-27, que se mueve entre el 58% de Dinamarca y el 35% de Bulgaria. A su vez, el promedio de los cuatro principales países (Alemania, Francia, Italia y Reino Unido) (UE-4) es del 50%. España habría necesitado un gasto público adicional de más de 69.000 millones de euros (suma equivalente a la mitad de lo recaudado por cotizaciones sociales) para equipararse a esta última referencia.

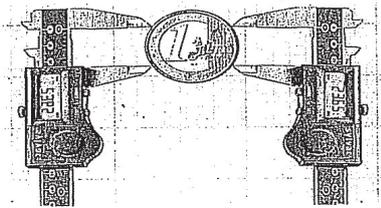
Constatado dicho desfase, procede analizar si la asignación del gasto difiere significativamente de los patrones europeos. Los últimos datos publicados por Eurostat corresponden al ejercicio 2010,

con lo que no se recogen los efectos de los ajustes presupuestarios posteriores a dicha fecha. La protección social ocupa un papel preponderante en la composición del gasto público, absorbiendo, en 2010, algo más de un 37%. Conjuntamente con la sanidad se supera el 50% (51,4%) del total. También por encima de la cota del 10%

aparecen las funciones de servicios públicos generales, asuntos económicos y educación. En la primera de estas se incluyen, entre otros, los gastos ligados a los órganos administrativos y a la investigación básica, y también –lo que obliga a extremar las cautelas en las comparaciones– los intereses de la deuda. Las restantes funciones quedan por debajo del 5% del total (ocio y cultura, vivienda, defensa y medio ambiente), salvo la de orden público y seguridad, que roza esa cifra.

A partir de una visión panorámica puede colegirse que existe una diferencia apreciable respecto a la magnitud del gasto público como proporción del PIB, pero las pautas de su distribución, teniendo presente la matización antes señalada, son bastante similares a las prevaletentes en la UE. Las diferencias más apreciables se observan en el menor peso de la protección social y en la mayor importancia del gasto en asuntos económicos (programas de infraestructura pública y de apoyo a los sectores económicos).

Si en cualquier coyuntura la gestión pública debe regirse por la eficiencia, en una fase de restricción de los recursos disponibles, dicho criterio adquiere una trascendencia especial para tratar de preservar el impacto de las actuaciones públicas. También, ahora más que nunca, se hace imprescindible su conciliación con la atenuación de las desigualdades sociales y el apoyo a las familias en situación de necesidad.



Coto a los «cortos»

Ángel Berges y Daniel Suárez
El País, 22 de julio de 2012

Las posiciones cortas en Bolsa —la venta de valores que no se tienen, sino que se han tomado a préstamo con la intención de aprovecharse del descenso que se espera en su precio— constituyen objeto de gran controversia en cuanto a sus efectos netos (favorables o desfavorables) sobre el normal funcionamiento del mercado. Han sido numerosos los países cuyas autoridades reguladoras de los mercados de valores han adoptado decisiones restrictivas sobre tales prácticas.

Es cierto que las posiciones cortas ayudan a proveer liquidez e información al mercado ante la función de fijación de precios y que cuando las mismas son objeto de prohibición cae sensiblemente la liquidez y se amplían las "horquillas" de precios, entendidas como la diferencia entre mejor precio ofertado y el demandado. Pero no es menos cierto que se trata de una liquidez no estructural, con muy corto periodo de validez y poco representativa de la capacidad de absorber órdenes en ambos lados del mercado.

Por otra parte, los principales reguladores de valores (SEC en Estados Unidos, ESMA en Europa, entre otros) han reconocido en diferentes ocasiones que, especialmente en el caso de acciones bancarias, los cortos pueden provocar fluctuaciones excesivas para el normal funcionamiento del mercado, o incluso ser utilizadas de forma abusiva, en el marco de la propagación de rumores y la generación de profecías que se autocumplen.

Esa es la razón que llevó a varios países europeos, entre ellos España, a prohibir la venta en corto de acciones

bancarias en agosto del pasado año, vigente hasta mediados de febrero del presente año. Decisiones similares habían sido adoptadas, en varias ocasiones entre 2008 y 2009, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido. Más allá de la tendencia en precios, que puede responder a elementos más estructurales, lo cierto es que la prohibición temporal consiguió reducir a la mitad la volatilidad, que ha vuelto a duplicarse desde el levantamiento de la prohibición.

Creemos que en el caso europeo, y desde luego en el español, se dan las circunstancias apropiadas para establecer un nuevo periodo de prohibición temporal de posiciones cortas sobre acciones bancarias, acompañado del establecimiento de un límite temporal para el cierre de las posiciones cortas existentes.

En Europa y en España se dan las condiciones para una nueva prohibición temporal de los 'cortos'

Es importante recalcar que en España, como en todos los países en que se han establecido prohibiciones a posiciones cortas, se ha limitado a las acciones del sector financiero. Y es que el potencial desestabilizador de cortos sobre las entidades financieras se autoalimenta por los elevados ratios de apalancamiento característicos de este sector y, sobre todo, por el hecho de estar sometido a unos requisitos mínimos de capitalización —es cierto que las exigencias de solvencia se refieren al capital regulatorio, y no al valor de mercado, pero un comportamiento depresivo de este puede afectar a la capacidad futura de incrementar el capital regulatorio—, lo

que constituye una especie de "diana" contra la cual tomar posiciones especulativas.

En condiciones normales no habría inconveniente alguno en que dichas posiciones se manifestasen con toda su intensidad. Pero estando abierto el mayor ejercicio de transparencia y cuantificación de necesidades de capital jamás realizado sobre el sistema bancario español, proceso que se va a alargar no menos de tres meses, el caldo de cultivo es especialmente apropiado para la utilización de las posiciones cortas como mecanismo con gran potencial desestabilizador, o incluso propagador de rumores falsos; en el sentido mencionado por la propia ESMA (comunicado de 11 de agosto de 2011).

La elevada volatilidad que los cortos incorporan sobre los precios de las acciones es especialmente preocupante cuando tiene lugar tras numerosos procesos de conversión de preferentes en acciones, que han convertido en accionistas a una amplia base de tenedores de participaciones preferentes, que en su práctica totalidad son también depositantes de las propias entidades, con el consiguiente riesgo de realimentación de una espiral de desconfianza sistémica.

Por otra parte, y en el marco del actual "circulo vicioso" entre el riesgo bancario y el riesgo soberano, especialmente agudo en el caso español, está claro que los bancos cotizados, y sobre todo aquellos más representativos del negocio minorista en España, pueden erigirse en el vehículo indirecto para llevar a cabo estrategias de venta en corto del "riesgo España", lo que agudiza todavía más el potencial desestabilizador de las posiciones cortas, no ya solo sobre las acciones bancarias, sino sobre la percepción del riesgo España. ■

El peligroso oficio de hacer profecías

J. Bradford

El País, 1 de julio de 2012

Los economistas que estamos empapados de historia económica y financiera (y que conocemos la historia del pensamiento económico en lo concerniente a las crisis financieras y sus efectos) tenemos motivos para estar orgullosos de nuestros análisis de los últimos cinco años. Fuimos capaces de comprender hacia dónde iba la economía, porque sabíamos por dónde había andado antes.

En particular, entendimos que la combinación entre una rápida apreciación en el mercado inmobiliario y un alto grado de apalancamiento planteaba riesgos para la macroeconomía. Nos dimos cuenta de que cuando la burbuja estallara, las instituciones financieras apalancadas sufrirían grandes pérdidas en sus activos (que causarían una huida de los inversores en busca de seguridad) y que para evitar una depresión profunda se necesitaba la intervención activa del Estado como prestamista de última instancia.

De hecho, entendimos que probablemente los remedios monetaristas resultarían insuficientes; que la solvencia de los Estados soberanos necesita garantías mutuas; y que una retirada apresurada del apoyo implicaba enormes riesgos. Sabíamos que todo intento prematuro de alcanzar el equilibrio fiscal a largo plazo agravaría la crisis en el corto plazo (con efectos contraproducentes en el largo plazo). Y comprendimos que nos enfrentábamos a la amenaza de una recuperación sin empleo, provocada por factores cíclicos más que por cambios estructurales.

En cada una de estas cuestiones, los economistas con visión histórica acertamos. Los que dijeron que no habría recesión, o que la recuperación sería veloz, o que los problemas reales de la economía eran estructurales, o que el estímulo a la economía produciría inflación (o altas tasas de interés a corto plazo), o que una austeridad fiscal inmediata tendría efectos expansivos, todos ellos estaban equivocados. Pero no un poquito: totalmente equivocados.

Por supuesto, a los economistas que tenemos visión histórica no nos sorprende que se hayan equivocado. Lo que sí nos sorprende es que tan pocos hayan hecho algún intento de contrastar sus creencias con lo que sucedía en el mercado. Por el contrario, muchos, cuyas reputaciones ya hacían agua, duplicaron la apuesta, tal vez esperando que por una vez los acontecimientos les daban la razón y así la gente olvidaría su

historial de previsiones desastrosas.

La conclusión obvia es muy sencilla: hay que confiar en los que trabajan en la tradición de Walter Bagehot, Hyman Minsky y Charles Kindleberger. Es decir, confiar en economistas como Paul Krugman, Paul Romer, Gary Gorton, Carmen Reinhart, Ken Rogoff, Raghuram Rajan, Larry Summers, Barry Eichengreen, Olivier Blanchard y otros como ellos. Por-

pero nosotros (o al menos yo) también nos equivocamos en aspectos significativos de lo que ocurrió en los últimos cuatro años. Hubo tres cosas que no me esperaba (y que todavía me sorprenden). La primera es que los bancos centrales no adoptaran reglas de metas de PIB nominal o algo equivalente. La segunda, yo esperaba que la inflación de salarios en las economías del Atlántico

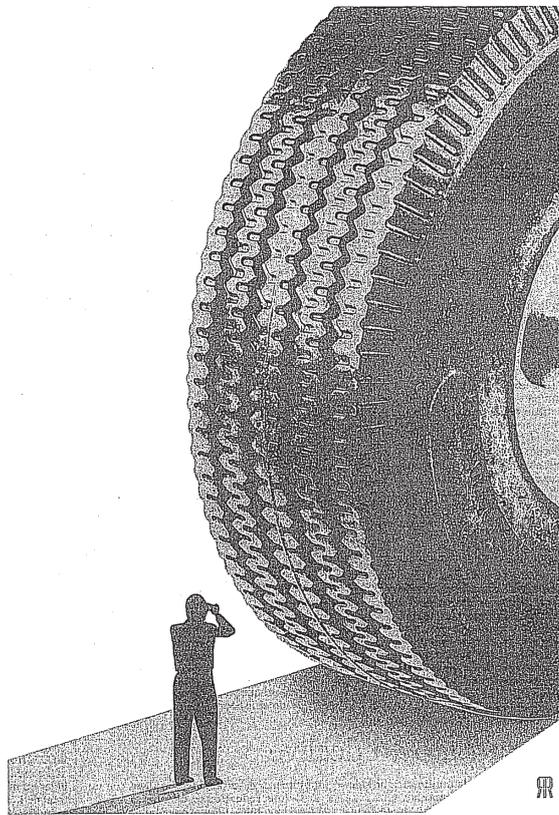
ta que crea haber entendido las razones. Respecto de los salarios, incluso cuando un tercio de la fuerza laboral estadounidense cambia de trabajo cada año, parece que los factores sociológicos y los vínculos personales influyen más sobre el nivel y la tasa de cambio (a costa del equilibrio entre oferta y demanda) que lo que yo hubiera esperado.

Pero puede que la tercera sorpresa sea la más interesante. Allá por marzo de 2009, un premio Nobel de Economía, Robert Lucas, predijo con toda confianza que la economía de EE UU volvería a la normalidad en un plazo de tres años. En condiciones normales, la tasa de interés nominal a corto plazo en la economía estadounidense es del 4%. Como la tasa de los bonos del Tesoro a diez años tiende a estar un punto porcentual por arriba del promedio de los tipos de interés a corto plazo que se prevén para la década siguiente, incluso con una expectativa de cinco años de depresión profunda y tipos a corto plazo cercanos a cero, la tasa del Tesoro no debería ser inferior al 3%.

De hecho, entre fines de 2008 y mediados de 2011 la tasa a diez años fluctuó la mayor parte del tiempo entre el 3% y el 3,5%. Pero en julio de 2011 cayó al 2%, y a inicios de junio se situó por debajo del 1,5%. La lógica normal indica que el mercado está esperando que el tipo de interés a corto plazo se mantenga cercano a cero por 3,75 años antes de que la economía vuelva a la normalidad. Y si se hacen cálculos similares con los bonos del Tesoro estadounidense a 30 años, hallaremos unas expectativas anómalas de que la depresión continúe incluso por más tiempo.

La conclusión que puede sacarse de esto es desoladora. O bien los que invierten en los mercados financieros prevén que la política económica será tan disfuncional que la economía mundial seguirá más o menos tan deprimida como está ahora durante algo así como una década o más, o bien (la única explicación que nos queda) la crisis financiera estadounidense trastornó de tal manera la capacidad de los mercados financieros para evaluar correctamente los riesgos y rendimientos relativos que incluso ahora, cuando ya pasaron más de tres años desde que se declaró, los mercados no son capaces de hacer bien su trabajo, es decir, asumir y administrar los riesgos para canalizar el ahorro hacia los proyectos empresariales.

Y son dos alternativas que yo no hubiera predicho, ni tan siquiera imaginado. ■



RAFAEL RICCO

Los mercados parecen incapaces de canalizar el ahorro hacia los proyectos empresariales

que pronosticaron correctamente el pasado reciente, es más probable que acierten la distribución de los futuros posibles.

Norte se redujera mucho más, aproximándose o incluso llegando a cero. Por último, la curva de rendimientos en EE UU no se hizo tan empinada como yo creía: un cero por ciento de interés para los fondos federales me lo esperaba, pero que los bonos del Tesoro a 30 años dieran una tasa nominal del 2,7%, eso no.

Sigo sin comprender por qué los bancos centrales no adoptaron políticas de metas de crecimiento del PIB nominal, y no escribiré nada sobre el particular has-

Un momento inapropiado para la Tasa Tobin

José Ignacio Navas

Expansión, 12 de septiembre de 2012

A la espera de su publicación oficial por parte del Gobierno de España, los intermediarios, entidades financieras y demás participantes en el mercado financiero español nos planteamos qué persigue la aplicación de la llamada "Tasa Tobin", que grava la compraventa de acciones en los mercados bursátiles.

James Tobin propuso su famosa tasa como un mecanismo para reducir la volatilidad de los mercados, al encarecer la operativa de los inversores especulativos. Hoy en día, los agentes que operan varias veces en el día en nuestros mercados de renta variable (High Frequency Trading -HFT) representan el 30% del volumen negociado, frente al 70% que representa el resto. Una tasa que frene en cierto grado la actividad de los operadores no parece el camino más sensato, ya que podría repercutir negativamente, tanto en el volumen de negociación como en el diferencial entre demanda y oferta de las horquillas; lo que incrementará sin duda la volatilidad, obteniéndose el efecto contrario al perseguido. No olvidemos que actualmente en España está en vigor la prohibición de tomar posiciones cortas, solapándose ambas medidas y penalizando, como consecuencia, la liquidez del mercado.

Si la intención es recaudatoria, parece claro que este objetivo puede verse cumplido, al menos en el corto y medio plazo. Sin embargo, a la larga, los ingresos así obtenidos pueden no compensar el previsible perjuicio que se genere a la actividad del sector financiero, y su impacto negativo en la recaudación vía impuesto de sociedades e IRPF.

En cualquier caso, como muchos de nuestros impuestos, esta tasa no es de las más justas. No es un impuesto progresivo que grave beneficio o renta alguna, ya que se aplica a toda transacción financiera con independencia del resultado obtenido, o si se ha generado valor añadido sobre el que gravar.

El mayor perjudicado, el pequeño inversor
Dentro de la operativa tradicional en bolsa, el grueso se corresponde con operaciones que realizan fondos de inversión y pensiones, así como el cliente minorista, por lo que al final, quien acabará pagando la tasa no deja de ser el inversor particular que es, a su vez, participe de los fondos. Es decir, un empleado de la EMT o un funcionario público que destinen parte de sus ahorros a invertir directamente en bolsa -o a través de un fondo de pensiones- deberán pagar ineludiblemente esta tasa. Por el contrario, un inversor profesional, *hedge funds* u otros vehículos inversores utilizados por los grandes patrimonios, van a ser capaces de encontrar formas de evitar el pago de esta tasa, operando en

mercados fuera del alcance de la supervisión local, donde no exista fiscalidad en este tipo de operaciones bursátiles. Por todo ello, el supuesto carácter social que algunos de los defensores de esta tasa argumentan no es tan evidente.

El espíritu de los mercados financieros se sustenta en la libre competencia, siendo necesaria una regulación adecuada que evite los efectos que hemos sufrido de experiencias pasadas, y que, en todo caso, proteja al pequeño inversor. Si queremos que los mercados funcionen bajo estas premisas, es necesario contar con unas reglas de juego equitativas e iguales para todos los participantes. Aprobar la tasa sin acuerdo unánime previo en la forma y tiempo de su aplicación con el resto de los países de nuestro entorno sitúa al mercado español en clara desventaja frente al resto de nuestros socios europeos.

Originariamente esta tasa requería una implementación coordinada, y se llegó incluso a proponer que fuera algún supervisor internacional quien la aplicara. En la actualidad, el marco regulatorio y las recomendaciones de la Comisión Europea buscan homogeneizar la actividad de los mercados financieros y de capitales; a través de las medidas recogidas en los Acuerdos de Basilea II y III, directiva MiFID, Target-2 y supervisión única bancaria. Aplicar unilateralmente un gravamen a nivel doméstico que perjudique de algún modo el eficaz funcionamiento de nuestro mercado parece contradictorio con esta línea de actuación. Sería por tanto razonable, si al final las autoridades consideran necesario su establecimiento, que coordinen y apliquen conjuntamente la medida, y, por supuesto, la armonicen con la tasa vigente en Francia.

El sector financiero debe asumir su responsabilidad en la actual crisis y contribuir de forma decisiva en su solución. Aplicar una tasa que ponga freno a la actividad no parece lo más razonable para lograrlo, y, menos aún, hacerlo sin el consenso y el acuerdo necesario entre los socios de la UE.



Controvertida unión bancaria

Emilio Ontiveros

El País, 16 de septiembre de 2012.

En la gestión de la severa y prolongada crisis de la Eurozona los desenlaces siguen basculando entre opciones extremas: la reversibilidad conseguida frente a la intensificación de la dinámica de integración. Esta última dirección, la búsqueda de más Europa es, lógicamente, la alternativa oficialmente más recurrida, no solo por la Comisión, sino por algunos Gobiernos. Responder a problemas inmediatos, urgentes, con horizontes u objetivos a largo plazo no siempre es la consecuencia de una ambición, sino también la manifestación de una incapacidad: una forma de eludir los costes y fricciones de soluciones inmediatas. La unión fiscal, la unión bancaria e incluso la unión política han sido invocadas como referencias finalistas con las que purgar los pecados originales de la ahora problemática unión monetaria. Lo cierto, en todo caso, es que frente a cualquier tentación disgregadora o fragmentadora, una mayor integración se presenta como una solución más ventajosa para el conjunto. Ante situaciones extremas, se trata de hacer, nuevamente, de la necesidad virtud. En ausencia de perances en la instrumentación del programa de apoyo difundido por el BCE para economías como la española y la italiana, la cesión de soberanía nacional afectará de forma relativamente rápida a la supervisión bancaria.

La estrecha vinculación entre la inestabilidad de los mercados de deuda pública y la erosión de la solvencia bancaria definió la entrada de la crisis de la Eurozona en una nueva fase, con especial afectación a España e Italia. Fue en el Consejo Europeo del pasado 29 de junio, en el informe presentado por el presidente del Consejo, Herman van Rompuy (*Hacia una genuina unión económica y monetaria*), cuando formalmente se lanzó la idea de un supervisor bancario único. Ese mismo día los jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona establecieron como condición para que el European Stability Mechanism (ESM) llegara a recapitalizar directamente a los bancos (a no recargar las deudas públicas de las economías más vulnerables) que existiera un solo supervisor bancario en la Eurozona y este fuera el BCE. Ahora la Comisión Europea parece tener prisa. Antes de final de año los reguladores bancarios de la Eurozona deberán transferir gran parte de sus competencias y poderes al BCE, previa aprobación de los correspondientes Gobiernos nacionales, del ECOFIN y tras consultas al Parlamento Europeo. A principios de 2013 debería estar operativa esa supervisión bancaria integrada. Un plazo poco realista si tenemos en cuenta que ese otro elemento de la unión bancaria, el sistema de garantía de depósitos, lleva más de dos años de trámite a pesar de que no exige unanimidad para su aprobación.

Ahora, cuando no pocos indicadores

revelan un debilitamiento de la integración financiera, se concluye que la necesidad de esa supervisión es básica en el seno de una unión monetaria. Hasta ahora la coordinación entre los supervisores y las instituciones europeas se limitaba al intercambio de información y a procedimientos informales de cooperación. Pero la experiencia de estos años es suficientemente explícita por el lado de los costes: con datos de la propia Comisión, entre

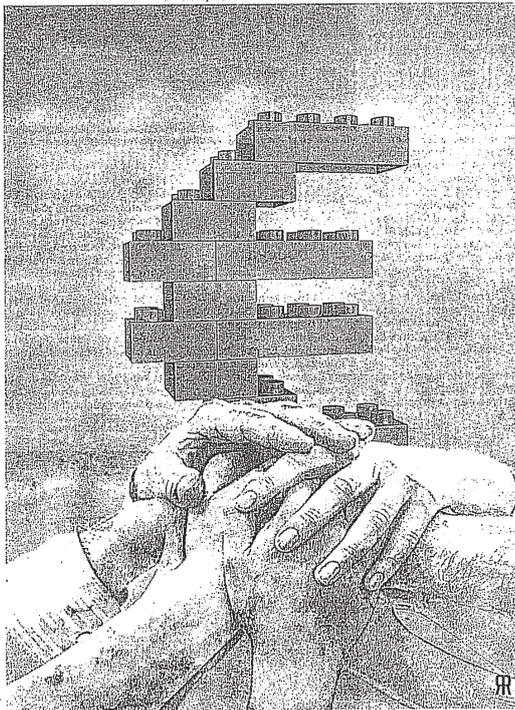
de competencias reguladoras sobre el conjunto de los sistemas bancarios y de la correspondiente estructura institucional es muy probable que termine siendo una realidad. La supervisión unificada es la pieza central, el verdadero fundamento y punto de partida. A ella se han de añadir una regulación bancaria única, un fondo de garantía de depósitos único y un mecanismo igualmente común de resolución de crisis. Estos son los componentes

industria de servicios financieros de Europa. Las demandas legítimas de salvaguardas para preservar el mercado único tratan de defender el papel todavía diferenciado de la City londinense como principal plaza financiera de Europa.

Otra objeción al proyecto, en este caso de las autoridades alemanas, nos remite al tamaño o complejidad de las entidades bancarias objeto de esa supervisión común. Frente a la pretensión de la Comisión y del BCE de extender la cobertura de la supervisión a los 6.000 bancos de la Eurozona, el Gobierno alemán ha defendido su limitación a los 25 de mayor dimensión. La razón fundamental, el carácter potencialmente desestabilizador de las entidades consideradas sistémicas, no se comprende, sin embargo, con la experiencia deducida de esta crisis. Han sido precisamente entidades de pequeña o mediana dimensión relativa, como bien ilustra el caso español, las que han encontrado mayores dificultades de solvencia.

Menos controvertida, pero generadora de ciertas susceptibilidades en el seno de las propias instituciones comunitarias, es el papel central que pasa a desempeñar el BCE. A esta institución se le asigna la capacidad para conceder y revocar licencias bancarias, así como para forzar programas de recapitalización de las entidades. La argumentación principal en la que se basa esa asignación excepcional de funciones radica en la estrecha asociación observada durante esta crisis entre estabilidad bancaria y viabilidad de la unión monetaria. La más reciente y elaborada justificación de esa vinculación del banco central a las tareas de supervisión la ha aportado su vicepresidente, Vitor Constancio, en una conferencia la semana pasada. La principal institución tributaria de esa concentración de competencias es el BCE es la European Banking Authority (EBA), creada a finales de 2010, delimitada de las pautas de recapitalización de los bancos del conjunto de la UE y conocida por la realización de las correspondientes pruebas de estrés. La EBA, en todo caso, seguirá siendo el garante de que la normativa bancaria del mercado único se aplica de manera uniforme en toda la UE.

Con todo, está por ver el grado de centralización efectiva que conlleve la unión bancaria: el margen de maniobra de las autoridades nacionales y la práctica que se hace de la subsidiariedad, un principio básico en el ejercicio de las competencias europeas. El caso español es en cierta medida pionero en esta nueva andadura. El *Memorandum of Understanding*, consecuente con la asistencia financiera europea a la recapitalización de nuestro sistema bancario, ya ha reducido de forma significativa la discrecionalidad de las autoridades supervisoras. A partir de ahora, más relevante que las formales cesiones de soberanía nacional es la observación del rodaje de este nuevo experimento, de la relación efectiva, no siempre exenta de conflictos, entre estabilidad financiera y política monetaria, y desde luego, de aquellas otras decisiones fortalecedoras en materia de solidaridad fiscal de la todavía limitada unión monetaria.



RAFAEL RICOY

La supervisión unificada es la pieza central, el verdadero fundamento y punto de partida

octubre de 2008 y octubre de 2011 las ayudas y las garantías aportadas en los distintos países a sus bancos han alcanzado 4,5 billones de euros.

La idea de unión bancaria no es algo nuevo. El Parlamento Europeo, al menos desde 2000, ha formulado diversas resoluciones en la dirección de unificación de la supervisión de los sistemas bancarios. Ahora la transferencia al nivel europeo

de la Estructura Financiera Integrada que Van Rompuy presentó en su informe ante el Consejo del pasado junio.

Como en todo proyecto comunitario de alcance, no son pocas ni poco relevantes las dificultades que apenas nacido empiezan a emerger. La primera es la deriva de su ámbito de aplicación. Aunque en principio la iniciativa es vinculante para las 17 economías que integran el euro, se encuentra abierta a las restantes de la UE que quieran formar parte de la misma. Son comprensibles las inquietudes de algunos bancos provenientes de otros países europeos no pertenecientes a la Eurozona, pero con actividades transfronterizas. Como era de esperar, la oposición más relevante es la de las autoridades de Reino Unido, donde se localiza la mayor

El futuro del Euro y del BCE

Xavier Vives

El País, 13 de agosto de 2012

Según diversos comentaristas la política anunciada por Mario Draghi el pasado 2 de agosto fue fallida por su falta de concreción y acción inmediata. El presidente del Banco Central Europeo (BCE) había creado grandes expectativas con su anuncio previo de que haría todo lo posible para salvar al euro sin salirse de su mandato y apostilló "... créanme, será suficiente". En su comunicación de agosto, Draghi puso condiciones para que el BCE compre bonos soberanos de un país en el mercado secundario: este debería pedir previamente ayuda a los Mecanismos Europeos de Estabilidad (FEEF/MEDE) y estar sujeto a medidas estrictas de condicionalidad. En este contexto, Draghi manifestó que las operaciones de mercado abierto del BCE tendrían el tamaño adecuado a los objetivos en cuestión, que el esfuerzo se centraría en la deuda a corto plazo, que las operaciones no serían esterilizadas (neutralizadas para que no generen inflación necesariamente, y que los problemas que implican el estatus como acreedor preferente del BCE con relación a otros acreedores se abordarían). El objetivo es restaurar el funcionamiento de la transmisión de la política monetaria en la zona euro y para ello se contemplarán también medidas no estándar, como las grandes inyecciones de liquidez a los bancos (LTRO) si son necesarias.

En mi opinión, la guía para la acción de Draghi es el máximo al que se puede comprometer para estabilizar la zona euro dadas las restricciones de su mandato. De hecho, es un esquema muy afinado para poder actuar con contundencia en el mercado secundario con un banco central que no tiene el respaldo de un Tesoro tal como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra. El BCE se enfrenta a dos retos cuando compra bonos soberanos de países que tienen dificultades para refinanciar su deuda, como España o Italia. El primero es que los problemas de liquidez se pueden transformar en problemas de solvencia y, por tanto, el BCE puede incurrir en pérdidas. El segundo es que facilitar la refinanciación de estos países puede hacer que las reformas necesarias no se implementen, tal como sucedió con las compras de bonos italianos durante el Gobierno de Berlusconi. Es la situación de riesgo moral. Es precisamente por esta razón que la compra de bonos por parte del BCE solamente se reanudará cuando el país en cuestión esté bajo las condiciones de un programa de ayuda de los fondos de estabilidad. El primer reto es más difícil de abordar y, en la práctica, pone límites a la posible intervención del BCE. También es una de las razones de fondo de la resistencia alemana a proporcionar una licencia bancaria al fondo MEDE. De hecho, es una de las razones por las cuales es muy difícil que una unión monetaria funcione sin una unión fiscal. Para dominar la especulación es necesario comprometerse a actuar de manera ilimitada, pero en este caso si el problema no es de liquidez, sino de solvencia, el BCE tendrá pérdidas importantes. Sin el respaldo de un Tesoro o un banco central no asumirá este riesgo. El esquema según el cual los fondos de estabilidad compran deuda en el

mercado primario de deuda soberana —una vez un país pide ayuda— y después el BCE actúa potencialmente de forma ilimitada en el mercado secundario es muy potente, y puede funcionar bien para España. De hecho, tiene capacidad potencial para fijar un límite máximo a la prima de riesgo. Y si funciona para Espa-

ña puede que la deuda italiana se establezca sin necesidad de grandes intervenciones, dado que Italia está en situación de excedente primario. Además, el hecho de que las compras de bonos se centren en la deuda a corto plazo tiene la ventaja de una conexión más directa con la política monetaria, que minimiza posibles pérdi-

nas del Renacimiento. La pareja italiana se configura como una fuerza en Europa con una visión de largo plazo. Sin embargo, quedan muchos problemas a resolver. La política monetaria en la zona euro necesita un activo seguro. La unión bancaria, con la regulación integrada en la zona euro, anunciada en la cumbre de finales de junio, debe ser puesta en marcha, y la imprescindible autoridad de resolución bancaria necesita también un compromiso fiscal entre los distintos países. El BCE es el candidato natural para ejercer de supervisor de las entidades financieras en la zona euro y, en particular, para controlar la regulación prudencial de los riesgos macroeconómicos. Sin embargo el BCE no debería encargarse de la resolución de entidades en crisis, dado que los problemas de solvencia deben ser resueltos por una institución separada y financiada por los Gobiernos y, en su caso, las contribuciones de las mismas entidades. Esta autoridad de resolución también podría encargarse del seguro de depósito en el ámbito de la zona euro. Asimismo se necesitan mecanismos para alinear la competitividad entre países. Finalmente, pero no menos importante, hay que romper el círculo vicioso entre la austeridad necesaria para reducir la carga de la deuda y el agravamiento de la recesión en la periferia de Europa. Una vía de escape del círculo infernal de retroceso de la actividad económica y aumento del riesgo soberano es facilitar un euro más débil y más inflación en Alemania, junto con reducciones de precios y costes en la periferia. Así se mejoraría la posición competitiva de esta.

A los retos de medio plazo se unen los de corto plazo en un otoño que promete ser caliente. No me refiero al espectáculo esperpéntico de líderes políticos inclinando al asalto de supermercados que hemos visto en España, como si el eslogan *Spain is different* siguiera vigente. Me refiero al futuro inmediato de Grecia y su permanencia en el euro, la decisión del Tribunal Constitucional alemán sobre el fondo MEDE, los efectos del rescate inminente de España, y la reticencia de los países del Norte a dar crédito a los del Sur. La guía de acción del BCE y las filigranas políticas italianas proporcionan más tiempo para que los países centrales den un impulso decisivo a las instituciones necesarias para la supervivencia de la moneda única. No se puede pedir más al BCE, se puede, y se debe, pedir más a la política europea.

En resumen, el esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España, una vez el Gobierno se decida a pedirlo, pero habrá que ver si ayuda a que Italia modere su prima de riesgo. El problema de fondo persiste, el BCE no será creíble en sus declaraciones de ayuda ilimitada para salvar al euro sin una mayor unión fiscal que lo respalde y sin un claro compromiso de avanzar en las instituciones necesarias. El peligro de intentar consolidar la zona euro mediante una secuencia de parches es que un accidente puede hacer descarrilar el proyecto. El otoño promete ser complejo y tal vez decisivo.



ENRIQUE FLORES

El peligro de intentar consolidar la zona euro con parches es que descarrile el proyecto

El esquema propuesto por Draghi puede funcionar para España si el Gobierno decide pedirlo

das, y que alivia el problema de riesgo moral asociado a toda ayuda. En efecto, si el país ayudado no cumple con las condiciones impuestas entonces la refinanciación de la deuda a corto se puede interrumpir. Este mecanismo se ha mostrado eficaz al proporcionar los incentivos adecuados a los deudores a esforzarse en cumplir sus compromisos.

La actuación de Draghi se ha coordinado implícitamente con la ronda de contactos políticos europeos de Mario Monti. La decisión del BCE, a pesar de la reticencia del Bundesbank, prueba el éxito de la iniciativa en la mejor tradición de la astucia política de las repúblicas italia-

El precio de abandonar la moneda única

Carmen Alcaide

El País, 19 de agosto de 2012

Recientemente se está polemizando sobre la posibilidad y conveniencia de la salida de España del euro frente a la llamada irreversibilidad del mismo. Este planteamiento se debe en principio a los malos resultados obtenidos hasta ahora con la política de estabilidad aplicada en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y a los fuertes ajustes aplicados sobre la economía española como exigencia de su pertenencia a la moneda única.

Existen argumentos a favor y en contra, pero lo primero que hay que aclarar es si esto es legalmente posible y, de serlo, cómo habría que hacerlo. Es a partir del Tratado de Lisboa, firmado el 13 de diciembre de 2007, cuando se plantea por primera vez la posibilidad de la retirada de un país de la UE y/o de la UEM. El objetivo de la UE se estableció como una unión permanente entre los países participantes y encaminada a ser cada vez más estrecha. Las disposiciones sobre el funcionamiento de la UEM están incluidas en el Tratado en el capítulo 4, sin una referencia particular a la posible retirada de un país de la zona del euro.

El Tratado de Lisboa incorpora en su artículo 50 la capacidad de todo Estado miembro de retirarse de la Unión Europea, pero establece un procedimiento claro por el que deberá notificarlo al Consejo Europeo y negociar un acuerdo que establezca la forma de retirada. El procedimiento para alcanzar este acuerdo se establece en el artículo 218 del Tratado. Si no se llega a un acuerdo, un país podrá retirarse unilateralmente después de dos años.

Por tanto, si es posible abandonar el euro, pero saliéndose de la Unión Europea, y no puede hacerse —como algunos promulgan— sin avisar. Sería difícil mantener el secreto de unas negociaciones de esta magnitud con el Consejo Europeo y que los ciudadanos no nos enterásemos. Y más difícil e inconveniente —y probablemente indefendible en los tribunales— sería romper unilateralmente las relaciones con la Unión Europea. Dado que no se podría hacer por sorpresa, sería difícil evitar la posible huida masiva de capitales del país.

Pero veamos cuáles serían las dificultades e inconvenientes de volver a una mone-

da propia una vez acordado con la UE. Las primeras dificultades son de tipo práctico: la emisión de monedas y billetes para sustituir las actuales del euro. Algunos preguntan que se podría facilitar el proceso sencillamente estampando alguna señal sobre los billetes del euro. ¿Pero qué euros? ¿Los que estén en ese momento en depósito en los bancos, o se recolectarán los que están en manos de los ciudadanos? Seguramente estaríamos abocados a la doble circulación de monedas, con el perjuicio de la aplicación de continuas variaciones en el tipo de cambio. Y los que tienen guardados billetes (de 500 euros), estos seguirían siendo de curso legal en Europa y los podrían utilizar en sus transacciones.

Otras dificultades prácticas son los cambios legales y contables. La modificación de las contabilidades, renombramientos de depósitos y productos financieros en la nueva moneda, sistemas informáticos, cambios de cajeros y máquinas expendedoras, etcétera. Probablemente esto daría más trabajo a informáticos y contables, pero no sería una verdadera actividad productiva para el país y si tendría un coste elevado para las empresas y las Administra-

Lo peor de todo es que España no resolvería los graves problemas de su economía

ciones públicas. Hay que tener en cuenta que los preparativos del cambio de la peseta al euro se hicieron durante tres años, y esto ahora sería un plazo inadmisiblemente.

Pero cuidado: la mayor ventaja que ven quienes preconizan la salida del euro es la devaluación de la nueva moneda, que algunos estiman entre el 30% y el 50%. Pero esto significa que todos los activos se deprecian en ese porcentaje. Lo importante no es ya que los activos inmobiliarios (inmuebles, casas y fincas) bajen su valor, aunque también, sino que todos los ahorros y activos financieros de los españoles (en depósitos, acciones, planes de pensiones, etcétera) pasen a valer la mitad en la nueva moneda.

¿Y qué pasaría con los precios y los salarios? ¿Se reducirían en la misma proporción? Porque los que abogan por las ventajas de las devaluaciones y añoran la medida de épocas pasadas no tienen en cuenta que entonces una devaluación significaba

un empobrecimiento general frente al exterior, pero los ciudadanos no lo notaban porque los precios y salarios no se modificaban. Ahora no sería lo mismo: el cambio a la nueva moneda haría cambiar los precios de los artículos. ¿Qué harían los comerciantes? ¿Aplicar a los precios ese alza del 30% o 50% con la nueva moneda o resignarse a cobrar el mismo precio que antes? En mi opinión, los efectos sobre los precios y los salarios son imprevisibles.

En cuanto al comercio exterior, es de sobra conocido que España es deficitaria en su saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Pues bien, los efectos de una nueva moneda devaluada haría que recibiésemos más dinero de las exportaciones que se negociasen en la nueva moneda, pero no si se negocian en euros, y, por el contrario, pagaríamos más unidades de la nueva moneda por nuestra factura petrolífera ya fuese en euros o en dólares que es como se seguiría negociando. Difícilmente la salida del euro aliviaría nuestro déficit comercial, aunque sí podría mejorar los ingresos por turismo dependiendo de la fijación de precios en la nueva moneda. En cuanto a la balanza de capitales, aparte de la posible retirada de lo que queda para entonces, la deuda exterior de las empresas se vería aumentada en su valor en la nueva moneda en la misma proporción que se devalúe frente al euro. Los tipos de interés afectarían a los préstamos e hipotecas.

También tendría efectos sobre el déficit y la deuda pública. La deuda pública está valorada en euros y, por tanto, sufriría las consecuencias de la devaluación en la nueva moneda. El Estado español podría negociar algún tipo de quita en el pago de la misma, pero la desconfianza elevaría los tipos de interés para cualquier refinanciación exterior.

Pero lo peor de todo es que España no resolvería los graves problemas de su economía. Ni habría más financiación, ni se resolvería el problema de endeudamiento exterior ni de déficit exterior. Sería difícil reconducir el déficit público y habríamos perdido la poca credibilidad que quedaba para los inversores extranjeros, aunque puede que si acudiesen algunos al olor de las gangas de un país en ruinas. En estas condiciones es difícil predecir —como algunos parecen creer— que la salida del euro nos llevaría a un mayor crecimiento de la actividad y del empleo. ■

La crisis, Europa y Krugman

Carlos Mulas-Granados

El País, 8 de julio de 2012

L Consejo Europeo de la semana pasada dio los primeros pasos para cambiar las recetas que se aplican para salir de la crisis: se aprobó un plan de crecimiento, se desligó la ayuda a los bancos de la deuda pública y se avanzó en la unión bancaria. Estas medidas están lejos del paquete óptimo (la unión fiscal, el cambio de funciones del BCE, los eurobonos, etcétera), pero suponen pasos en la dirección correcta.

Quien más debía haberse alegrado de este viraje progresivo es el economista que lleva mucho tiempo reclamando menos austeridad y más estímulos para el crecimiento, pero Paul Krugman pasó esta semana por Madrid para promocionar su último libro y siguió jugando al euro-scepticismo y al titular fácil, insistiendo en la ruptura del euro, los *corralitos* y equiparando la economía española actual con la que teníamos en los años treinta.

El motivo de este artículo es apoyar las recetas de Krugman que tienen más sentido: es decir, la ralentización del ajuste fiscal y la petición al BCE de que compre deuda pública y aumente el objetivo de inflación, al tiempo que pretendo relativizar algunos de sus recetados, cuando hablamos de España y de Europa. Creo que es importante entrar en esos matices, dada su creciente influencia en todos los ámbitos, especialmente el político. Krugman es un gran economista, al que admira y que merece todo nuestro reconocimiento, y por eso me apena que algunas de sus intervenciones sobre la crisis del euro en los últimos meses no hayan estado a la altura de su talento.

En particular, creo que se equivocó al pronosticar la ruptura del euro con la salida de Grecia (o incluso de España), y también a la hora de insistir solo en el estímulo de la demanda agregada como solución a la crisis.

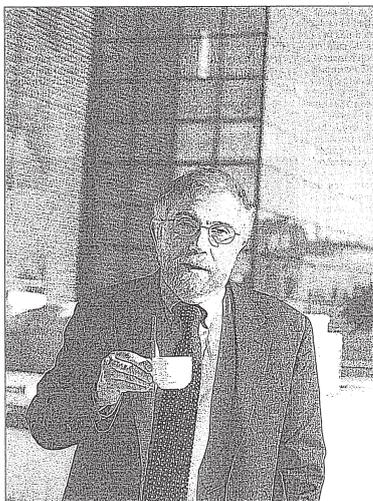
Sus posiciones sobre la quiebra de la moneda única me parecen a veces apocalípticas, un tanto irresponsables (por contribuir a la profecía autocumplida), y también algo desconectadas de la realidad europea, porque los incentivos políticos y económicos de las partes juegan en la dirección contraria. Además, y en relación con las recetas para salir de la crisis, creo que Krugman se olvida con demasiada facilidad de que una buena parte de Europa tiene un problema de oferta agregada pendiente de resolver desde hace tiempo que debemos abordar para que la recuperación sea duradera.

Vayamos por partes. Cuando se habla de Grecia y la moneda única, se suelen cometer dos errores: por un lado, se la considera víctima de la crisis y, por otro, se asimila su posible salida del euro al caso de Argentina y el fin de la paridad peso-dólar en 2001. Caben dos puntualizaciones importantes: primero, es verdad que Grecia está pagando hoy tipos de interés muy altos por su rescate, pero también hay que recordar que nadie se preguntó por la viabilidad del euro hasta que Grecia no reveló en 2009 que su déficit real no era del 3,7% sino del 12,5% del PIB. Todo el mundo sabía de los fallos de diseño de la unión monetaria, de los que ahora se habla hasta en las tertulias ligeras, y de los que nadie se acordó durante una década. Pero fue el falseamiento de las cuentas el que desató la crisis de confianza generalizada, las dudas sobre el grado de solidaridad que tendrían unos estados miembros con otros y el lío monumental en el que aún seguimos.

Segundo, en cuanto al paralelismo con Argentina, me parece

que no se puede comparar un tipo de cambio fijo con una unión monetaria, ni Grecia tiene las materias primas ni la capacidad exportadora de Argentina. En realidad, no hay ninguna experiencia histórica que permita imaginar seriamente cómo podría articularse la salida orde-

gada a todos nuestros problemas estructurales. Aunque Europa tuviera un Gobierno económico plenamente unificado como el de Estados Unidos, y lograra aplicar esas medidas, las políticas de estímulo krugmaniano nos darían un poco de aire, pero aún nos quedaría mucho por hacer.



Paul Krugman, durante su reciente visita a Madrid. / SAMUEL SÁNCHEZ

nada de Grecia de la moneda única, y por tanto, solo caben los escenarios caóticos que tanto miedo dan a los mercados, a los ciudadanos y también a los políticos. Según las pocas estimaciones disponibles, la salida del euro de Grecia podría suponer una contracción del PIB en el continente cercano al 12%, y al mismo tiempo implicaría la pérdida de los más de 150.000 millones de euros que los países avanzados han prestado al país heleno. Por eso, por motivos económicos y también electorales, ninguno de los líderes políticos de la UE quiere realmente esa salida, ni de Grecia, ni mucho menos España, aunque a Krugman le resulte muy ingenioso (y altamente rentable) sugerirlo.

En relación con el recetario para salir de la crisis económica que nos afecta, creo que Krugman se ha quedado muy corto pidiendo solo estímulos fiscales y una nueva política monetaria. Sinceramente, ya intentamos en 2009 estimular así la demanda agregada de nuestras economías de forma coordinada y funcionó a corto plazo, pero esa no es la

solución a todos nuestros problemas estructurales. Aunque Europa tuviera un Gobierno económico plenamente unificado como el de Estados Unidos, y lograra aplicar esas medidas, las políticas de estímulo krugmaniano nos darían un poco de aire, pero aún nos quedaría mucho por hacer.

Me sigue sorprendiendo que tan pocos analistas hayan reparado en que la solución de largo plazo a los problemas americanos y europeos está en la transición hacia un nuevo modelo económico que aún difícilmente imaginamos. Entre las excepciones merece la pena mencionar a Jeffrey Sachs, economista tam-

bién progresista, pero con menor pegada mediática, quien hace unos días apuntaba en *Financial Times* lo siguiente: "Estados Unidos y Europa necesitan una estrategia de crecimiento a lar-

go plazo y no un nuevo estímulo de corto plazo al crecimiento". Para lograrlo habría que "dirigir las nuevas tecnologías—de la información, la comunicación, el transporte, los nuevos materiales y la genómica—hacia la resolución de los problemas de falta de sostenibilidad y calidad de vida a los que se enfrentan nuestras sociedades. El crecimiento a largo plazo (y la calidad de vida) podrían alcanzarse a través de nuevas inversiones que avancen hacia una economía baja en carbono, baja en contaminación y alta en prestaciones sociales y medioambientales". Es ahí donde encontraremos la nueva revolución industrial que transformará nuestras vidas.

La guía para esa transición en Europa está parcialmente apuntada en la Estrategia 2020 y sus 17 sectores de crecimiento futuro. En el caso de España esa hoja de ruta tiene un primer embrión en la Ley de Economía Sostenible aprobada en 2010, y luego paralizada. Según los últimos datos oficiales, España ya ha reducido sus costes laborales a niveles inferiores a la crisis (como pedían Krugman o Blanchard cuando visitaron nuestro país en 2009), pero nuestra capacidad exportadora aún se ve lastrada por márgenes empresariales superiores y niveles de productividad inferiores a los de muchos de nuestros competidores. La política económica que necesita España no debe preocuparse solo de las cuestiones urgentes (la deuda, el déficit o los bancos), sino que debe poner los pilares de lo que es realmente importante para una recuperación prolongada (el emprendimiento, los nuevos sectores productivos, la industria, la innovación y la productividad).

En definitiva, Europa y España deben concentrar todos sus esfuerzos en políticas de inversión productiva y cambio regulatorio que transformen de arriba abajo nuestra manera de producir y consumir bienes y servicios. No podemos olvidar que el origen de esta crisis está en un modelo excesivamente bancarizado y en el peso excesivo de la construcción dentro de un modelo social y medioambiental agresivo. La solución a nuestros problemas no consiste en reparar las heridas para perpetuar el viejo modelo productivo que nos trajo hasta aquí, sino en transitar hacia uno completamente nuevo que cree un marco en el que las nuevas empresas y los nuevos empleos sean sostenibles por décadas y la calidad de vida experimente un salto positivo sustancial. El reto es mayúsculo, pero por eso debería ser la mayor de nuestras preocupaciones, aunque Krugman no lo mencione en sus tribunales. ■

La fragmentación de la Eurozona

Nicolas Berggruen, Nouriel Roubini y Mohamed A. El-Erian

El País, 22 de agosto de 2012

V riente de opinión dominante están llegando a la conclusión de que la Eurozona podría no ser ya sostenible. Desde este punto de vista emergente, sería mejor para Europa separarse ahora que más adelante, cuando los costes podrían ser mucho mayores. Pero este punto de vista va demasiado lejos.

No debería haber duda alguna al respecto: si la Eurozona se fragmenta, ello supone también el fracaso de Europa como mercado único y la Unión Europea podría también derrumbarse.

A corto plazo, la fragmentación sería el equivalente económico y financiero de un paro cardíaco para Europa. Los flujos transfronterizos de bienes, servicios y capitales se verían interrumpidos debido a que la cuestión de la denominación de las divisas desborda al cálculo normal de valoración. Unos considerables desajustes de moneda provocarían tensiones financieras corporativas y podrían incluso dar lugar a múltiples insolvencias. El desempleo experimentaría una repentina escalada; y la provisión de servicios financieros básicos, desde los bancarios a los de seguros, sufrirían una seria restricción, con una alta probabilidad de desbandadas bancarias entre los miembros más vulnerables de la Eurozona.

Proflorarían los controles, ya que las economías débiles tratarían de limitar la fuga de capital, mientras las fuertes intentarían oponerse a su entrada excesiva. En ese proceso, se socavaría el funcionamiento mismo del mercado común que apuntala el proyecto de integración europea. A la balcanización de los bancos, de los mercados financieros y de los mercados de deuda pública que ya está en marcha le seguiría la balcanización del comercio de bienes, de servicios, de mano de obra y de capital, y un regreso al proteccionismo comercial y financiero.

Los países que hoy se ven azotados por varios años de gestión de la crisis tienen —si es que los tienen— unos limitados colchones internos con los que absorber nuevos golpes. Como consecuencia de ello, los trastornos económicos y financieros avivarían probablemente el descontento social y la disfunción política, socavando aún más el apoyo nacional a la integración europea.

Aunque el embate de la catástrofe lo padecerían principalmente las economías débiles (antes periféricas), los países más fuertes (antes centrales) también acusarían un daño sustancial.

Veamos qué sucedería con ambos casos.

Al regresar a sus monedas nacionales, las economías más débiles de la Eurozona podrían recuperar el control de un mayor número de instrumentos para su política económica. En consecuencia, dispondrían de más medios para buscar las ventajas competitivas que son esenciales para restablecer sus dinámicas de crecimiento y generar empleos.

Pero hacerlo eficazmente requeriría el diestro manejo de una considerable devaluación monetaria. De manera que tendrían que contrarrestar unas fuertes presiones inflacionarias y unos más altos costes de las importaciones, unos canales de transmisión bancaria y monetaria desestabilizados, y una escalada de las primas de riesgo. Y en una Europa alterada en su conjunto se encontrarían con que las ventajas adquiridas en materia de precios mediante la devaluación correrían el riesgo de verse erosionadas por una demanda regional

las mismas, un retorno a gran escala de las monedas nacionales podría fácilmente conllevar una cadena de incumplimientos de pago, junto a algunas reestructuraciones coercitivas y una forzada conversión de las ventajas del euro en unas nuevas monedas nacionales depreciadas.

gentes, una cantidad considerable de sus exportaciones todavía se vende en Europa. El derrumbe de este mercado se añadiría a las pérdidas debidas a las acuciantes exigencias financieras de las economías más débiles, incapaces de cumplir con sus deudas en euros, tanto directamente como

qué los discursos políticos han tratado repetidamente de descartar una fragmentación de la Eurozona; es también la razón de que líderes de otros países hayan presionado a sus homólogos europeos para que se enfrenten a la crisis regional de un modo más decidido e integral.

Pero las palabras y la persuasión moral resultan ser notoriamente insuficientes a la hora de detener a las fuerzas de la fragmentación, que son el resultado de importantes defectos de diseño y han sido alimentadas por años de respuestas políticas tácticas más que estratégicas, consecutivas más que simultáneas, y parciales más que de conjunto. Solo si comprenden la enormidad de los riesgos a los que se enfrentan tendrán alguna posibilidad los líderes de Europa de superar las persistentes tensiones internas y converger en una respuesta potencialmente capaz de cambiar las reglas del juego.

Y solo entonces estarán en condiciones de convencer a una ciudadanía escéptica de la necesidad de tomar unas medidas verdaderamente sin precedentes: en primer lugar la de reformar la Eurozona haciendo de ella una unión más coherente, es decir más pequeña, menos imperfecta y más sólidamente diseñada y manejada; en segundo lugar, asegurarse de que esta Europa así reformulada pueda avanzar generando crecimiento y empleos; y en tercer lugar, el salvaguardar el más amplio funcionamiento de la Unión Europea.

Tras haber discutido y titubeado durante demasiado tiempo, los líderes europeos ya no disponen de una solución nítida, relativamente gratuita y sumamente segura de la crisis regional.

Lo que sí tienen es algún tiempo —aunque no mucho— para intentar defender la honorabilidad del proyecto de integración regional tomando medidas audaces ahora, empezando por una unión económica, fiscal y bancaria, y avanzando hacia la unión política.

Si, el resultado no está ni mucho menos garantizado, e inevitablemente se producirían interrupciones inmediatas. Pero todo palidece en comparación con la catástrofe que Europa y el mundo experimentarían si se continúa con un planteamiento que sigue siendo tan insuficiente como precipitado.

Alemania y los otros países centrales necesitan decidir con valentía si creen que la Eurozona puede sobrevivir y con qué formato. Si la respuesta es que sí, entonces la consecución de una unión menos imperfecta necesitaría acompañarse de un masivo financiamiento oficial de la periferia, tanto fiscal como del BCE, a fin de suavizar el doloroso ajuste causado por la austeridad, las reformas y la devaluación interna. Si, en cambio, decidieran que ni la Eurozona es viable tal como es ni que sea alcanzable una unión más pequeña, los costes de romperla desordenadamente más tarde en lugar de una ruptura ahora serían mucho mayores. Lo que no debería suceder, y es preciso que no suceda, es que la Eurozona permanezca en su confusa mitad del camino actual.

Nicolas Berggruen es presidente del Council on the Future of Europe; Mohamed A. El-Erian es presidente ejecutivo de PIMCO, compañía gestora de inversión global, y Nouriel Roubini enseña en la Universidad de Nueva York y preside Roubini Global Economics.

© Nicolas Berggruen Institute / Global Viewpoint
Traducción de Juan Ramón Azola.



EULOGIA MERLE

Hay que lograr una unión más coherente, más pequeña y más sólidamente diseñada y manejada

Es todavía la primera área económica del mundo, y la más interrelacionada financieramente

También son capítulos significativos para las economías más fuertes tanto el de la demanda regional como el de los pagos. A pesar de las ventajas obtenidas por la diversificación comercial, incluida una

mediante la probable necesidad de recapitalizar las instituciones regionales. La reestructuración de deudas, e incluso insolvencias manifiestas, afectaría a los balances de las instituciones acreedoras, incrementando su propia deuda (ya que tendrían los mismos activos, pero mayores pasivos) y sus costes de capital. Y la calificación de AAA para Alemania y otros miembros centrales de la Eurozona también se pondría en riesgo.

Luego está el resto del mundo. Europa es todavía la primera área económica del mundo, y la más interrelacionada financieramente. En tanto que tal, sus trastornos serían inevitablemente transmitidos al resto del mundo. Y con Estados Unidos todavía luchando por mantener un razonable crecimiento económico y una creación de empleo, se materializaría una recesión global.

La tragedia de la Unión Europea

Georges Soros

El País, 9 de septiembre de 2012

Europa está sumida en una crisis financiera desde 2007. Cuando la bancarrota de Lehman Brothers debilitó el crédito de las instituciones financieras, el crédito del Estado lo sustituyó, y se descubrió un fallo no reconocido del euro. Al transferir el derecho a imprimir dinero al BCE, los países miembros habían quedado en peligro de impago. Los bancos privados, cargados de bonos de los países más débiles, vieron que podían ser insolventes. Existe un paralelismo entre esta crisis y la crisis bancaria internacional de 1982. Entonces, las autoridades financieras salvaron el sistema a base de prestar justo el dinero suficiente a los países más endeudados; se evitó el impago, aunque a costa de una depresión duradera. Latinoamérica sufrió una década perdida.

Alemania cumple hoy el papel que entonces tuvo el FMI, en un escenario distinto, pero con igual resultado. Los acreedores trasladan el peso del ajuste a los países deudores y eluden su propia responsabilidad. La crisis del euro es una compleja mezcla de problemas bancarios y de deuda soberana, además de divergencias entre comportamientos económicos que han alterado las balanzas de pagos en la Eurozona. Las autoridades intentaron ganar tiempo. Normalmente, eso funciona. Pero esta vez no, porque los problemas financieros se unieron a uno de desintegración política. La UE encarnaba una asociación de Estados que cedían parte de su soberanía en bien de todos. La crisis está convirtiéndola en algo muy distinto.

Los países miembros se dividen en acreedores y deudores, y los acreedores mandan. Al ser el mayor acreedor, Alemania tiene la hegemonía. Los deudores pagan enormes primas de riesgo por financiar su deuda pública, y eso repercute en sus costes de endeudamiento. Para empeorar las cosas, el Bundesbank sigue empeñado en una doctrina monetaria anticuada, surgida de la traumática

ca experiencia de Alemania con la inflación. Considera que esta es la única amenaza para la estabilidad e ignora la deflación, el verdadero peligro. Insiste en imponer austeridad a los países endeudados, que puede ser contraproducente, porque la reducción del PIB hace que aumente el ratio de endeudamiento.

Existe un verdadero peligro de que la Europa de dos niveles se convierta en permanente. Los recursos humanos y económicos irán al centro y en la periferia se asentará la depresión. Esto no es consecuencia de ninguna conspiración, sino de una falta de políticas coherentes. Los errores y la ignorancia tienen consecuencias imprevisibles, pero fatídicas. Alemania, el mayor país acreedor, está al mando, pero no quiere más cargas, y eso ha supuesto desperdiciar todas las oportunidades de resolver la situación. La crisis empezó en Grecia, pasó a otros paí-

ses deficitarios y ha acabado poniendo en duda la supervivencia del euro. Como la ruptura del euro sería terrible, Alemania hace lo mínimo para mantenerlo.

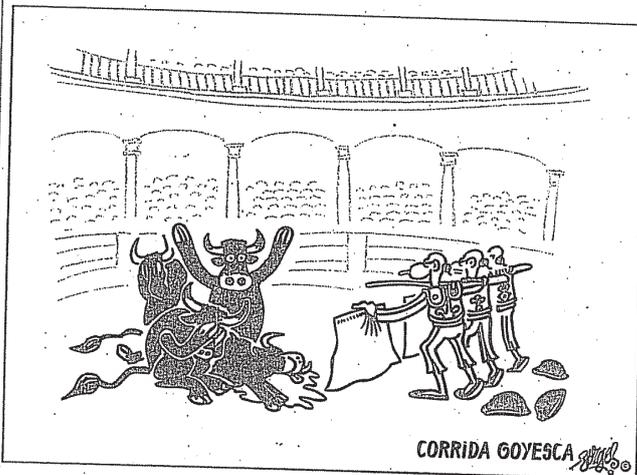
Ahora, Merkel ha respaldado a Mario Draghi y ha dejado aislado al presidente del Bundesbank. El BCE podrá limitar los costes de endeudamiento de los países que sigan un programa de austeridad supervisado por la troika, una medida que salvará el euro, pero es un paso más hacia la división permanente de Europa. Los países deudores rechazarán la Europa de dos niveles. Si el euro acaba rompiéndose de forma caótica, destruirá el mercado común y la UE. Esta última acabará peor que antes de nacer, porque habrá sumado un legado de desconfianza y hostilidad. Cuanto más se prolongue, peor será el resultado: ha llegado el momento de pensar en alternativas que hasta ahora no podíamos imaginar.

En mi opinión, lo mejor es convencer a Alemania para que escija entre dirigir la creación de una unión política en la que la carga se reparta de verdad o abandonar el euro. Como toda la deuda acumulada está en euros, es importante quién lo controla. Si se va Alemania, el euro se depreciaría. Los deudores recobrarían su competitividad; su deuda disminuiría en términos reales y, con el control del BCE, el peligro de impago desaparecería y el coste de endeudamiento bajaría al nivel de Reino Unido. Los acreedores, en cambio, tendrían una dura competencia de la Eurozona en sus respectivos mercados y sufrirían pérdidas en sus títulos e inversiones. El volumen de pérdidas dependería del nivel de depreciación, por lo que les interesaría mantenerla controlada. Tras los desajustes iniciales, el resultado cumpliría el sueño keynesiano de un sistema monetario internacional en el que acreedores y deudores compartan la responsabilidad de la estabilidad. Y Europa escaparía de la depresión.

Ese mismo resultado, con menos costes, sería posible si Alemania se comportara de forma más benévola. Es decir, tendría que 1) hacer realidad la unión bancaria europea; 2) establecer una relativa igualdad de condiciones entre deudores y acreedores con un Fondo de Reducción de la Deuda para después convertir toda la deuda en eurobonos, y 3) aspirar a un crecimiento nominal de hasta el 5% para que Europa pudiera salir del endeudamiento excesivo.

Tanto si Alemania decide irse como tomar las riendas, cualquier cosa es mejor que crear

FORGES



No habrá una ruptura del Euro

Guillermo de la Dehesa

El País, 19 de agosto de 2012

GUILLERMO
DE LA DEHESA

Muchos inversores están estimando una probabilidad creciente de un "gran desastre", es decir, un "grosso riesgo de cola" asociado a la crisis del área euro que no es otro que el de su ruptura. Observan que las decisiones de los líderes europeos han estado basadas hasta ahora, erróneamente, en un juego de suma cero, basado en que si unos Estados ganan otros pierden, como si fueran empresas en un mercado que no crece, cuando, entre Estados, siempre existen alternativas de suma positiva si se coopera.

Comprueban que los Estados acreedores del norte imponen a los deudores del sur un ajuste fiscal, necesario pero excesivamente rápido y además nominal y deflacionario que puede llevarles a una recesión mayor, aumentando así su deuda-PIB, que no es compensado por el EFSF y ESM a España e Italia (todavía solventes, pero con crecientes problemas de liquidez) para abortar ataques especulativos que se auto-cumplen y continúan vendiendo.

Asimismo, domina (como antes en la carrera nuclear) el juego de la gallina. Los inversores empujan los *spreads* al límite para que los líderes europeos tomen más medidas para salvar el euro y estos aprovechan dichos *spreads* para empujar al límite a España e Italia para forzarles a hacer más reformas y reducir más sus déficits. Si ninguno cede, caeremos todos al abismo; si todos ceden algo, nos salvaremos todos.

Por estas razones, muchos inversores están preparándose para una ruptura del área euro, incrementando así la probabilidad de que ocurra, ya que sus profecías tienden a autocumplirse.

El área euro está hoy partida en dos por los Pirineos y los Alpes: el interbanquero ha dejado ya de funcionar al sur de ambos y sus bancos no tienen acceso normal a liquidez, mientras mejora en los del norte, dadas las salidas crecientes de depósitos del sur hacia el norte. Además, los bancos del norte y sus supervisores no permiten que dichos depósitos sean reinvertidos en el sur, provocando una desintegración bancaria y una fuerte contracción del crédito en el sur.

El Banco Central Europeo, tras su LTRO, que ha permitido darles liquidez y además comprar deuda soberana del sur a través de sus bancos, deberá ahora intervenir nuevamente para que funcione la transmisión de su política monetaria. Siendo su tipo de refinanciación del 0,75%, los tipos de interés de los créditos al por menor en Italia y España son tres puntos mayores que en Alemania al estar correlacionados con sus *spreads* de deuda soberana y no con el tipo de refinanciación del BCE.

A pesar de la gravedad de esta situación, me resisto a pensar que la estu-

peza humana pueda llegar tan lejos como para aceptar una ruptura del euro que produzca otra gran recesión en la que todos los Estados miembros del área euro y de la UE y sus 500 millones de ciudadanos salgan perdiendo y ninguno ganando. Además, confío en la creciente presión internacional para evitarla, pero, sobre todo, en el BCE, que, con su ilimitado poder de intervención, hará todo lo necesario para evitarlo, como anun-

cia y Holanda), mayor todavía frente al dólar y, sobre todo, frente a las monedas originales de los Estados del sur, que a su vez sufrirían una fuerte depreciación frente al euro, al dólar y mayor todavía frente al marco.

Es decir, el marco podría llegar a apreciarse más de un 25% frente al dólar y más de un 50% frente a la lira y la peseta, lo que aumentaría mucho el poder de compra y la renta relativa de los alema-

capitales para financiarse durante bastantes años o financiarse a costes muy superiores a los actuales.

Además, dado que sus importaciones de materias primas agrícolas, minerales, metálicas y energéticas son muy elevadas, dicha depreciación provocaría una elevada inflación y una pérdida del poder adquisitivo y empobrecimiento de sus ciudadanos, al pagar mucho más caros dichos productos importados. Estos reaccionarían presionando al alza sus salarios y las empresas sus precios y márgenes, haciendo que la fuerte depreciación inicial de sus monedas no conseguiría incrementar su competitividad suficientemente como para ganar la cuota de mercado esperada. España, por ejemplo, importa el 77% de la energía que consume.

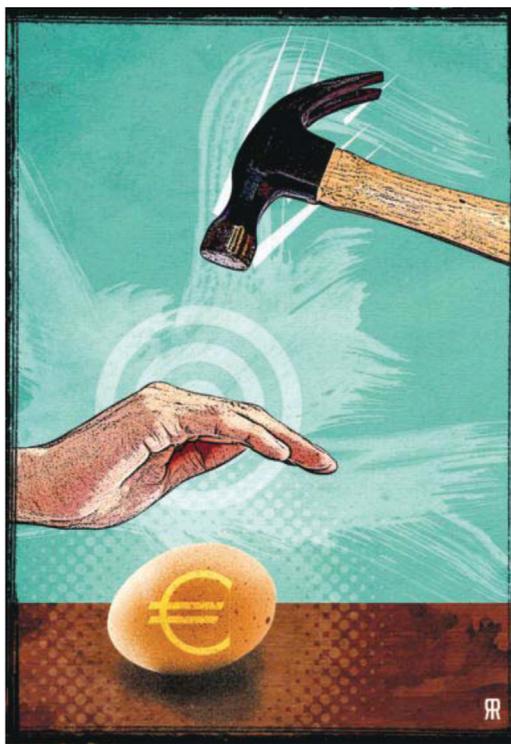
Tercero, la desaparición del área euro a 17 Estados supondría también el fin de la UE a 27 Estados, ya que si no hay Unión Monetaria, no puede haber Mercado Único, dada la enorme divergencia de tipos de cambio creada dentro del mismo y, si no hay Mercado Único, no puede haber tampoco Unión Aduanera. Es decir, los tres grandes pilares de la UE desaparecerían dando fin a 57 años de enormes esfuerzos para construir Europa. Sería imperdonable que nuestros líderes actuales llegasen a provocar tamaño fracaso colectivo.

Cuarto, la desintegración del AE provocaría una fuerte recesión en el resto del mundo. Estados Unidos representa el 25% del PIB mundial y el área euro el 21%, pero la UE alcanza el 27%. Sin embargo, Estados Unidos solo representa el 12,5% de las importaciones mundiales de bienes y el 10% de las importaciones de servicios, mientras que el área euro alcanza el 28% de las primeras y el 33% de las segundas, y la UE el 35% de las de bienes y el 38% de las de servicios. Aunque casi un 50% de dichas importaciones se realizan dentro del área euro y de la UE, la desaparición de ambas uniones tendría un impacto negativo enorme en las exportaciones del resto del mundo y especialmente en las emergentes.

Quinto, de no evitarse tamaño desastre, la pérdida de peso de Europa en el mundo sería absoluta, dejando de contar en la toma de sus principales decisiones. De acuerdo con las proyecciones para los BRICS, en 2050 no habría ningún país de la UE en el G-8, al estar este compuesto (por orden de su PIB total) por China, Estados Unidos, India, Brasil, Rusia, Indonesia, Japón y México.

Por el contrario, si en 2050 la UE a 27 hubiera conseguido ser una confederación o federación de Estados, tendría un PIB superior al de Estados Unidos y muy cercano al de China, con lo que la política global estaría dominada por un G-4 de grandes potencias: China, UE, Estados Unidos e India.

En resumen, la disyuntiva entre la ruptura de Europa o su unión creciente es simple: o su destrucción total o ser la mayor potencia de Occidente y la segunda mundial. ■



RAFAEL RICROY

Sería imperdonable que nuestros líderes actuales llegasen a provocar tamaño fracaso colectivo

ció recientemente su presidente, Mario Draghi.

¿Cuáles serían los principales efectos de la ruptura del euro?

Primero, los Estados del norte, especialmente Alemania, sufrirían una elevada apreciación de sus monedas originales frente al euro (que podría desaparecer, al preferir Alemania recuperar su marco o crear una zona marco con Aus-

tría y Holanda) más de 12 años creciendo básicamente a través de sus exportaciones, que se dirigen en un 45% al área euro y otro 45% al área dólar, muchas de sus empresas quebrarían, aumentaría el desempleo y entraría en una fuerte recesión.

Segundo, los Estados del sur retomarían sus monedas originales, que sufrirían una fuerte depreciación frente al euro y el dólar, con lo que su PIB resultante, medido en euros, caería más de un 30% en valor. Al estar básicamente endeudados con ahorro externo denominados en euros y dólares, se verían obligados a dejar de pagar parte de su deuda al valer esta más de un 30% en sus monedas originales. Este *default* llevaría consigo no poder acceder a los mercados de

