

laboratorio de ideas.

Dependemos de la eurozona

EMILIO
ONTIVEROS

La recuperación de la economía española será tímida, insuficiente y, en todo caso, dependiente de Europa. El 0,7% de crecimiento del PIB previsto por el Gobierno para 2014 será insuficiente para crear empleo neto y reducir el desempleo de forma significativa. Y si la generación de rentas de las familias no mejora, tampoco lo hará la calidad de los activos de los sistemas bancarios, condición a su vez necesaria para que estos normalicen el crédito. En esas condiciones, el saneamiento de las finanzas públicas será lento.

Ese círculo vicioso podría desactivarse si desde las economías centrales de la eurozona y desde las instituciones comunitarias se adoptaran decisiones que intensificaran el crecimiento del área. De ahí el tercer rasgo de la recuperación española: su estrecha dependencia de la eurozona. Conviene revisar, por tanto, si esos estímulos son posibles. Una guía útil para ello pueden ser los recientes informes del Fondo Monetario Internacional (FMI): *World economic outlook* (WEO), *Global financial stability review* y *Fiscal monitor*.

En los tres se advierte de la modesta recuperación de la eurozona, de la vulnerabilidad de sus sistemas bancarios y del carácter procíclico que mantienen sus políticas fiscales. Lo que sigue es el resumen de un diagnóstico que justificaría la adopción de un cambio de política en la gestión de la crisis.

1. Débil recuperación. El WEO es suficientemente explícito: "La eurozona está abandonando la recesión, pero la actividad seguirá siendo tímida", con recuperación en las economías centrales y estabilización en las periféricas. En esto último ha desempeñado un papel importante la suavización del ajuste presupuestario, pero la actividad seguirá limitada por condiciones crediticias restrictivas.

El crecimiento sigue lastrado por "la combinación de desempleo en niveles récord, depresión de la renta disponible y de la riqueza y elevado endeudamiento, que en algunas de las economías están condicionando seriamente el comportamiento de las familias, transmitiendo una lenta recuperación del consumo privado". Las decisiones de inversión empresarial están igualmente "inhibidas por ese escenario de incertidumbre sobre las posibilidades de crecimiento".

A la contracción del PIB de la eurozona del 0,5% en 2013 le sucederá un crecimiento del 1% en 2014, según el FMI. En 2018, la eurozona crecerá un 1,6%, frente al 3,1% que lo haría EE UU.

2. Endeudamiento privado y salud bancaria. La salud bancaria, según el Fondo, no está completamente restaurada, y la transmisión de la política monetaria sigue siendo inadecuada, con contracciones del crédito explícitas en la periferia, en un contexto de elevada deuda del

sector privado e injustificados diferenciales de tipos de interés sobre las operaciones de crédito. Ello ampara la valoración del escaso progreso en la reintegración financiera de la eurozona desde la crisis de Chipre. Y advierte del riesgo de nuevas crisis financieras si persiste esa fragmentación financiera.

La limpieza de los sistemas bancarios avanza, pero no está exenta de tensiones. En realidad, la principal inquietud para

los tipos de valor de mercado sobre valor contable sugieren para muchos bancos que sus colchones de capital no son todavía suficientes para soportar demasiados riesgos". Y, en consecuencia, alienta al BCE a establecer con rigor sus próximas evaluaciones, previas a la asunción de sus funciones como supervisor bancario. El FMI advierte de los riesgos que emergerían si esos ejercicios no son creíbles y si no está disponible un respaldo común

do hubiera sido preferible ampliar las bases de tributación e introducir nuevos impuestos dirigidos a la protección del medio ambiente o a corregir las ineficiencias financieras. Y sugiere también "un ritmo menos intenso de ajuste fiscal en algunos países, dados los sustanciales *outputs gaps*".

El FMI no anticipa reducciones en los diferenciales de la deuda soberana que soportan los periféricos. A pesar, se podría añadir, de que los hoy vigentes, siendo más favorables que los previos al anuncio en septiembre de 2012 por el BCE de la adopción de su programa de OMT, son todavía excesivos: nada favorecedores de la reducción en los costes de financiación de los bancos medianos y pequeños, los más activos prestamistas de las pymes.

4. Sin inflación. La débil actividad y la presión a la baja de los salarios, explícita en la periferia, garantizan la ausencia de amenazas inflacionistas. En realidad, el Fondo advierte de riesgos de desinflación o deflación. En el medio plazo, la tasa de inflación no subirá del 1,5%, por debajo del propio objetivo del BCE.

5. Decisiones para crecer. De lo descrito anteriormente es posible deducir que será difícil recuperar la renta *per capita* perdida y aquella convergencia real, con EE UU y dentro de la propia eurozona, que se prometía cuando se lanzó el euro. Es un cuadro que invita a la adopción de decisiones de estímulo para asegurar la recuperación sin temor a contradicciones serias. Esas decisiones podrían adoptarse en las siguientes direcciones:

a) Flexibilidad y simetría en los ajustes presupuestarios. Ello exigiría el abandono de la actual estrategia, que descansa esencialmente, como ha destacado Paul de Grauwe (*The future of Europe's economy: Disaster or delirance?*), sobre la austeridad fiscal a ultranza de los países deudores y ningún estímulo en los acreedores. Para evitar males peores, la austeridad del sur debe ser compensada por estímulos fiscales en el norte.

b) Política monetaria más adaptativa. Como sugiere el FMI, "el BCE debería considerar apoyo monetario adicional a través de menores tipos, mayor anticipación sobre los tipos futuros, incluyendo operaciones a largo plazo de refinanciación a tipos fijos, tipos negativos a los depósitos u otras medias no convencionales". Además, ha de intentar "mitigar la fragmentación financiera y con ello frenar el deterioro de los balances en la periferia con apoyo a liquidez y objetivos de crédito". Cita en concreto la refinanciación a largo plazo de operaciones de pymes, recortes menos onerosos en colaterales o compras de activos privados.

c) Decisiones de fortalecimiento de la integración. La concreción del calendario de la Unión Bancaria es efectivamente una condición para la restauración de los sistemas bancarios y romper el bucle que conforman con los riesgos privados y soberanos.

En ausencia de decisiones de ese tenor, el Fondo no solo anticipa años de recesión en la periferia, sino consecuencias adversas para el resto del mundo. ■



RAFAEL RICOY

Para evitar males peores, la austeridad del sur debe compensarse con estímulos fiscales en el norte

la salud bancaria es la debilidad de la actividad económica, ahora una restricción más vinculante que las dificultades para fondearse o las limitaciones de capitalización de los bancos. "La fragmentación financiera persiste y realimenta la vinculación entre riesgos bancarios, empresariales y soberanos en las economías estresadas", es decir, las periféricas. "A pesar del progreso significativo, las ra-

de capital, como el que pueda constituir el Mecanismo de Estabilidad Europea.

3. Finanzas públicas. A lo largo de estos años de crisis, el déficit y la deuda pública de la eurozona han sido muy inferiores a los de otras economías avanzadas. En 2013, el déficit público será del 3,1% del PIB, frente al 5,8% de EE UU, el 9,5% de Japón o el 6,1% de Reino Unido. Las previsiones para el próximo año sitúan ese desequilibrio en el 2,5% en la eurozona, frente al 4,6% en EE UU, el 6,8% en Japón o el 5,8% en Reino Unido. La deuda pública es también significativamente inferior a los demás y equivalente a la de Reino Unido.

El Fondo realiza sugerencias acerca de "la calidad del ajuste fiscal". Cuestiona la elevación de tipos impositivos cuan-