

SELECCIÓN DE ARTÍCULOS PUBLICADOS

Relación de artículos seleccionados, publicados en el segundo trimestre de 2012
Instituto Econospérides

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

Instituto Econospérides

Coyuntura económica

Recobrar la confianza, el objetivo clave. Ángel Laborda. *El País*, 3 de junio de 2012.

La restricción financiera pasa factura. Ángel Laborda. *El País*, 20 de mayo de 2012.

Economía internacional

Argentina, ante el derecho internacional. Ana Palacio. *Cinco Días*, 18 de abril de 2012.

Financiación empresarial

Una alternativa para la financiación empresarial. Alfonso Martínez-Echevarría. *Cinco Días*, 25 de abril de 2012.

Fiscalidad

La armonización del impuesto de sociedades. Aitor Martínez. *Cinco Días*, 2 de mayo de 2012.

Política económica

Después de la austeridad. Joseph Stiglitz. *El País*, 13 de mayo de 2012.

Austeridad y crecimiento, evidencia empírica. Guillermo de la Dehesa. *El País*, 20 de mayo de 2012.

Sistema económico

El capitalismo y la desigualdad. Felipe Fernández-Armesto. *El Mundo*, 18 de junio de 2012.

Sistema financiero

Derrotar al mismo miedo. Luis Garicano. *El País*, 29 de abril de 2012.

El Gobierno de Rajoy y los mercados financieros. Juan José Toribio. *Expansión*, 24 de abril de 2012.

¿Hacia la desintegración financiera? Joaquín Maudos. *Cinco Días*, 17 de mayo de 2012.

¿La Unión Bancaria Europa?. Hans-Werner Sinn. *Expansión*, 19 de junio de 2012.

Lento desapalancamiento. Emilio Ontiveros. *El País*, 29 de abril de 2012.

Los costes económicos del miedo. J. Bradford Delong. *El País*, 10 de junio de 2012.

Unión Monetaria Europea

Bonos europeos contra la crisis. Carmelo Cedrone, *Cinco Días*, 28 y 29 de abril de 2012.

Cohesión y coordinación fiscal en la UE. Patricia Lampreave. *Cinco Días*, 24 de mayo de 2012.

El suicidio económico de Europa. Paul Krugman. *El País*, 22 de abril de 2012.

Esta vez, Europa está de verdad al borde del precipicio. Niall Ferguson y Nouriel Roubini. *El País*, 10 de junio de 2012.

La solución está en Europa. Carmen Alcaide. *El País*, 27 de mayo de 2012.

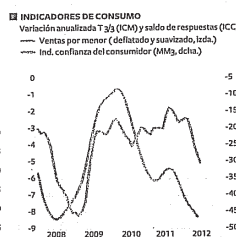
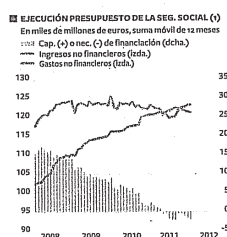
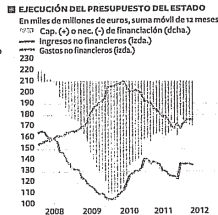
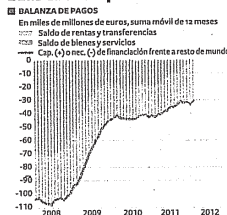
Más Europa, una opción para hacer frente a la actual crisis de confianza. José Manuel González Páramo. *ABC*, 29 de abril de 2012.

Recobrar la confianza, el objetivo clave

Ángel Laborda

El País, 3 de junio de 2012

Las cuentas públicas



(1) En los ingresos se descuentan las transferencias recibidas del Estado con carácter adelantado

Fuentes: Comisión Europea, Mº de Hacienda, Mº de Empleo, INE y Banco de España. Gráficos elaborados por A. Laborda

en la última semana ilustra bastante bien nuestros problemas. La balanza de pagos muestra una corrección del déficit por cuenta corriente hasta marzo del 12% respecto al mismo período del año anterior (gráfico superior izquierdo). Pero el foco de atención ya no está ahora en la cuenta corriente, sino en la financiera, que, excluido el Banco de España, presenta un déficit (salidas de capitales mayores que las entradas) de 97.000 millones. Este déficit, más el corriente, lo financia de momento el Eurosistema, pero esto no puede durar así mucho tiempo.

También conocemos las cuentas del Es-

El eurosistema financia por ahora la salida de capitales y el déficit corriente, pero no puede durar mucho tiempo

El déficit del Estado aumenta respecto a 2011 porque la recaudación es menor de lo previsto

tado y de la seguridad social hasta abril. El primero ha estado en estos meses adelantando a las comunidades autónomas y a la Seguridad Social transferencias que normalmente debería hacerles más adelante (algo más de 7.000 millones), minimizando así sus problemas de liquidez. Ello explica que su déficit aumente, pero solo en parte, ya que, descontando dichas transferencias adelantadas, el déficit sigue siendo superior al del año anterior. La causa fundamental es que la recaudación de impuestos está dando menos de lo que se preveía. En cuanto a la seguridad social, si se descuentan las transferencias adelantadas que le ha hecho el Estado, el déficit acumulado en los 12 últimos meses alcanza algo más de 2.000 millones, y va a más. ■

La sociedad española está pasando por momentos de confusión y de gran incertidumbre acerca de la sostenibilidad financiera de la economía española, es decir, acerca de si España podrá salir adelante sin pedir la ayuda de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI). La situación, sin embargo, está clara. La financiación otorgada por el Banco Central Europeo (BCE), especialmente en las dos grandes operaciones de préstamos a tres años con adjudicación total del importe solicitado por los bancos, concedió liquidez para ir tirando mientras se recobraba la confianza de los inversores y volvía la financiación necesaria por los canales normales de los mercados. Se suponía que las medidas en el ámbito fiscal (Ley de Estabilidad Presupuestaria, Presupuestos Generales del Estado para 2012, acuerdos con las comunidades autónomas y medidas para hacerlos efectivos), en el financiero y en el campo de las reformas estructurales (principalmente, la laboral) deberían hacer que se recobrara dicha confianza. El caso es que, por unas razones u otras, la confianza no solo no se ha recuperado, sino que se ha deteriorado más. El aumento de la prima de riesgo por encima de los 500 puntos básicos respecto a Alemania pone de manifiesto una retirada progresiva de los inversores que en su día adquirieron activos españoles.

La liquidez acumulada por los bancos y el Tesoro público aún da para algunos meses. Si en estos meses se logra dar la vuelta al sentimiento de los inversores, España podrá salir sola del atolladero. Si no, no habrá más remedio que pedir ayuda. La pregunta ahora es: ¿qué se puede hacer para recobrar la confianza? En principio, se debería aclarar la verdadera situación de los balances bancarios y establecer una estrategia precisa de saneamiento y recapitalización de los mismos. Las auditorías en marcha serán clave en este proceso. Además, el compromiso con la consoli-

dación fiscal debe ser demostrado con los hechos (medidas cuantificables de disminución del gasto y estricto control mes a mes de la ejecución de los presupuestos que permita la adopción de medidas en caso de desviación). Aun así, no es seguro que haciendo todas estas cosas bien vuelva la financiación de los mercados. Porque, ¿qué pasaría si las necesidades de recapitalización de los bancos son tan elevadas que los inversores piensan que las propias entidades y el Estado español no pueden hacerse cargo de las mismas por sí

solos? O, ¿cuál sería su reacción si, a pesar de un control estricto del gasto público, no se consiguen los objetivos de déficit público porque los ingresos caen a causa de la recesión en la que está sumida la economía? Debemos, por tanto, hacernos a la idea de que la posibilidad de tener que pedir ayuda es elevada. Pero tampoco ello es tan grave. Nos podrían dar condiciones, sí, pero, mirándolo bien, a lo mejor así hacemos las reformas y tomamos las medidas que llevamos años sin hacer del todo.

La información coyuntural conocida

La restricción financiera pasa factura

Ángel Laborda

El País, 20 de mayo de 2012

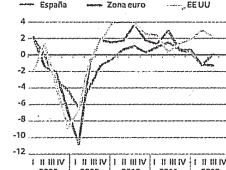
No corren buenos vientos (económicos) por Europa en los últimos días. La tormenta de la crisis de la deuda soberana arrecia y la economía española está a la intemperie, simplemente porque no se ha querido (ni parece que se quiere) construir un techo que resguarde a los países de la zona euro y al euro mismo. España está haciendo un gran trabajo para estabilizar su economía y recuperar la necesaria confianza de los agentes económicos domésticos y foráneos: el principal, el saneamiento, la recapitalización y reestructuración de su sistema financiero y, a la vez, la consolidación de las cuentas públicas y las reformas estructurales. Pero, a corto plazo, de poco vale todo esto si no se dispone de una mínima estabilidad financiera que provea de financiación a la economía para que no se asfixie mientras está haciendo esa ingente tarea. Eso solo lo puede hacer el Banco Central Europeo (BCE), por ejemplo, avalando la deuda soberana de la zona euro, como hacen el resto de los bancos centrales de este mundo. No basta con proveer de liquidez utilizando los instrumentos convencionales de la política monetaria.

Tal como están las cosas, solo una actuación más decidida del BCE y un replanteamiento de la estrategia para afrontar las crisis de deuda y financiera por parte de las instituciones europeas pueden hacer que se recobre la necesaria confianza. Sin embargo, la tesis oficial en Europa es que deben ser los Gobiernos, aplicando de forma estricta los planes de ajuste fiscal acordados y, en el caso de España, saneando su sistema financiero, los que hagan volver a los asustados y huidizos inversores. Todo esto está muy bien, pero, ¿cómo se van a hacer los ajustes y el saneamiento financiero en un contexto de recesión económica provocada por un estrangulamiento financiero? Si le sumamos los ajustes fiscales, tenemos la peor combinación de políticas macroeconómicas para cualquier econo-

La economía vuelve a la recesión

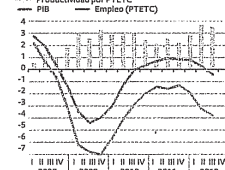
PIB, ESPAÑA, ZONA EURO Y EE.UU.

Variación trimestral anualizada en %



PIB, EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD

Variación interanual en %



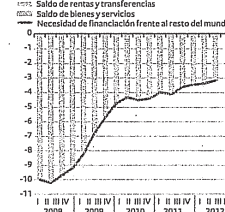
COSTE LABORAL POR UNIDAD PRODUCIDA (CLU)

Variación interanual en %



CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO

En % del PIB, MM4



Fuentes: Eurostat, INE (CNTR). Gráficos elaborados por A. Laborda

de consumo duradero y en vivienda. Si a todo ello le añadimos un debilitamiento de las exportaciones a causa del estancamiento de los mercados europeos, a la economía española no le quedan apenas resquicios por los que expandirse.

El empleo paga el pato de esta situación, disminuyendo un 5% en tasa anual, tras hacerlo un 6% en el trimestre anterior. En los cuatro últimos trimestres se han destruido 655.200 empleos equivalentes a tiempo completo, un 3,8%. Como se ve en el gráfico superior derecho, la destrucción de empleo se está intensificando más que el retroceso del PIB, lo que significa que la

La asfixiante restricción financiera, más que el ajuste fiscal, es lo que explica la recesión

La economía española empieza a encontrar sus puntos de equilibrio sostenibles

productividad por ocupado vuelve a acelerarse. Esto, unido al moderado aumento de los salarios, hace que los costes laborales por unidad producida continúen descendiendo a una tasa interanual del 2,5% (gráfico inferior izquierdo). Es otro ajuste que tardó en iniciarse, pero que se está haciendo con rapidez. Lástima que sea a través de la destrucción de empleo.

También se ha corregido ya el desequilibrio de los intercambios de bienes y servicios con el exterior, fuente de la elevada acumulación de deuda externa (gráfico inferior derecho). En fin, la economía española empieza a encontrar sus puntos de equilibrio sostenible. Solo falta que vuelva a correr el crédito por los canales del sistema financiero. ■

mía. Como se ve en el gráfico superior izquierdo, Europa lo está pagando caro, pues mientras en EE.UU. sigue la recuperación y baja la tasa de paro, en Europa la economía está estancada y el paro aumenta.

La economía española no solo está estancada, sino que ha vuelto de nuevo a la senda de la recesión, como nos dicen los datos de la contabilidad nacional del primer trimestre. Hay una opinión cada vez más extendida de que es el ajuste fiscal el que provoca esta situación, pero, en mi opinión, la recesión, al menos hasta ahora, ha sido provocada

da 'sobre todo' por la asfixiante restricción financiera y el fuerte deterioro de las expectativas, sobre todo de los empresarios. Es cierto que la caída del gasto público en consumo e inversión tiene una contribución negativa al crecimiento del PIB, pero lo más preocupante es que la inversión empresarial en bienes de equipo caiga en el primer trimestre un 12% en tasa anualizada, tras caer otro 14% en el trimestre anterior. También la falta de financiación es una de las causas principales de que retroceda a tasas elevadas el gasto de los hogares en bienes

Argentina, ante el derecho internacional

Ana Palacio

Cinco Días, 18 de abril de 2012

La firma por la presidenta argentina Cristina Fernández de Kirchner, el pasado lunes, del decreto de intervención de YPF, ha desencadenado un auténtico maremoto de declaraciones de políticos, amenazas provenientes de los más insospechados actores, comentarios periodísticos heterogéneos, así como radicales tomas de posición y virulentas descalificaciones por parte del público en general. Y es indudable que además de Repsol, de España y de la Unión Europea que adquirió competencia sobre las inversiones comunitarias en países terceros con el Tratado de Lisboa, Argentina sale perdiendo, e YPF sale perdiendo. Y es que este trato por parte del Gobierno argentino a su mayor inversor extranjero va a poner difícil a sus empresas encontrar pareja de tango en los mercados internacionales. Sin embargo, los ánimos se han caldeado más allá de lo razonable o recomendable; especialmente porque, en última instancia, se ha de buscar una solución aceptable para las partes. Serenar los

Históricamente, los laudos arbitrales del Ciadi han gozado de un altísimo grado de cumplimiento

ánimos es, en consecuencia, una prioridad. Y no hay cauce que cumpla este cometido mejor que el cauce jurídico.

Y precisamente en este contexto resalta la importancia de la confirmación por el presidente de Repsol, Antonio Brufau, ayer martes en rueda de prensa, de la inminente interposición de una demanda de arbitraje internacional ante la institución competente del Grupo Banco Mundial, el Ciadi (Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones). Importancia que radica, asimismo, en tratarse de la primera medida concreta (en pureza por el momento el anuncio de la decisión tomada al respecto) expresada con posterioridad a la materialización por parte de la presidenta Kirchner de la amenaza de expropiación del 51% de las acciones de YPF propiedad de Repsol, que llevaba semanas proyectando con la consecuente degradación del ambiente económico y pérdida de valor de cotización de las acciones de las compañías Repsol e YPF en la Bolsa en que cotizan.

A partir de este anuncio se abren diversos interrogantes para el público en general, poco familiarizado y conocedor de los caminos del Derecho internacional, que a veces resul-

tan inescrutables incluso para los expertos. ¿Qué significa acudir al Ciadi? ¿Qué efectividad tienen los pronunciamientos de este organismo contra un Estado?

Es evidente que el propósito de este artículo no puede ser el de dar cuenta de forma exhaustiva de la posición jurídica de Repsol frente a la República Argentina, entre otras cosas porque no son del dominio público los contratos y demás documentos que articulan la posición jurídica de las partes, por lo que la explicación que se puede ofrecer es de carácter genérico.

El Ciadi es una organización internacional, dependiente del Banco Mundial, creada mediante un tratado internacional, el Convenio sobre Diferencias Relativas a Inversiones entre Estados y Nacionales de otros Estados de 1965, y su mayor virtud es la de ofrecer dos medios de solución de controversias, la conciliación y el arbitraje en un proceso que iguala a ambas partes equiparando al Estado con el inversor. El Ciadi nace como respuesta del Banco Mundial ante la proliferación de situaciones en las que se solicitaba la intervención del presidente de la institución como árbitro ad hoc en controversias de inversión.

Históricamente, los laudos arbitrales emitidos bajo administración del Ciadi han gozado de un altísimo grado de cumplimiento. Indudablemente, además de las vías formales de ejecución, sobre el Ciadi venía planeando la imponente sombra del Banco Mundial y su carácter de ineludible vía de acceso al mercado internacional de capitales para los países en vías de desarrollo. Sin embargo, la presencia hoy de una pléyade de actores con capacidad y fondos para constituirse en alternativa al Banco Mundial difumina, sin lugar a dudas, el *soft power* que proyecta el grupo originado en los acuerdos de Bretton Woods.

En los últimos 15 años, esto es desde que en 1996 se registrase el primer caso contra un Estado latinoamericano (República de Costa Rica), se ha producido una auténtica explosión en el número de arbitrajes de inversión sometidos al Ciadi. Se trata, en general, de demandas de arbitraje de inversores extranjeros contra Estados en los que han invertido, y América Latina es la primera región de proyección de estos procedimientos, con cerca de la mitad de los casos vistos por el Ciadi. Esta cifra, sin embargo, enmascara un dato extremadamente relevante. En la distribución por países, Argentina acumula aproximadamente el 25% del total de casos, y el 50% de los litigios al país que le sigue, mientras

Chile, en este periodo, solo ha sido parte en 3 casos y Perú en menos de 10. Argentina es pues entidad conocida por los responsables del Ciadi.

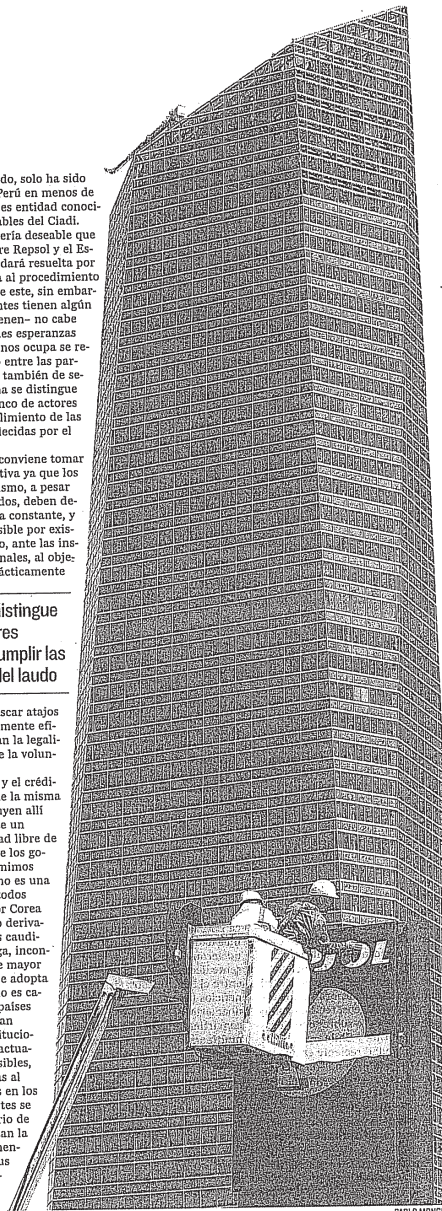
Qué duda cabe, sería deseable que la controversia entre Repsol y el Estado argentino quedara resuelta por negociación, previa al procedimiento o por suspensión de este, sin embargo, si los antecedentes tienen algún significado —y lo tienen— no cabe hoy albergar grandes esperanzas de que el caso que nos ocupa se resuelva por acuerdo entre las partes. Finalmente, es también de señalar que Argentina se distingue en un negativo elenco de actores renuentes al cumplimiento de las obligaciones establecidas por el laudo.

Y en este punto conviene tomar una cierta perspectiva ya que los peligros del populismo, a pesar de ser bien conocidos, deben denunciarse de forma constante, y cuando resulta posible por existir un cauce idóneo, ante las instancias jurisdiccionales, al objeto de prevenir didácticamente

Argentina se distingue entre los actores renuentes a cumplir las obligaciones del laudo

la tentación de buscar atajos y salidas aparentemente eficaces que desdennan la legalidad como freno de la voluntad política.

Las inversiones y el crédito son dos caras de la misma moneda, y solo fluyen allí donde se les ofrece un marco de seguridad libre de la arbitrariedad de los gobernantes. Si asumimos que la autarquía no es una opción, cosa por todos aceptada salvo por Corea del Norte, el daño derivado de actuaciones caudillescas es, a la larga, inmensurablemente mayor para el Estado que adopta esas políticas, y no es casualidad que los países más prósperos sean aquellos con instituciones más fuertes, actuaciones más previsibles, es decir sometidas al Derecho; Estados en los que los gobernantes se someten al imperio de la Ley, y no utilizan la ley como instrumento de fuerza de sus decisiones erráticas.



Una alternativa para la financiación empresarial

Alfonso Martínez-Echevarría

Cinco Días, 25 de abril de 2012

Estamos saliendo de la crisis —permitánneme esta forma positiva de expresarme—. Mientras los organismos internacionales y el Gobierno adecuan el marco regulatorio y adoptan medidas de intervención para crear un entorno macroeconómico favorable, las empresas y los particulares procuran en ese contexto crear valor y generar riqueza con su actividad económica.

En estas circunstancias, la actividad del capital riesgo se presenta como un ámbito muy propicio para que la economía real y la economía financiera unan sus fuerzas. La Bolsa y los demás mercados de valores son un ámbito reservado para las grandes corporaciones. Frente a ellos o, mejor dicho, junto a ellos, el capital riesgo se configura como una alternativa para la financiación tanto de las grandes empresas como de las pequeñas y las medianas. En 2011 se han realizado en España 967 operaciones de capital riesgo. Han supuesto una captación de fondos económicos para las empresas por importe de 3.233 millones de euros. De estas operaciones, 5 han superado el volumen de 100 millones de euros; 39 se sitúan en la franja media, conocida como *middle market* (de 10 a 100 mil-

liones de euros por operación) y el resto han sido transacciones de distintos importes con pequeñas y medianas empresas. En consecuencia, el capital total gestionado a fecha de hoy por la cartera de participaciones de los operadores de capital riesgo en España está en el entorno de los 25.000 millones de euros.

Como sucede con otras instituciones mercantiles, el capital riesgo hace una entrada anódina en nuestro ordenamiento por medio de una ley de acompañamiento; esta, de 1986. Hoy, regulado por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, está consolidado en el tráfico jurídico-económico.

Las entidades de capital riesgo (ECR) ya son conocidas por el público inversor, como lo son las instituciones de inversión colectiva (IIC). Existe, además, un claro paralelismo entre los tipos de IIC y de ECR. Estas segundas, básicamente, son las sociedades de capital riesgo (SCR), los fondos de capital riesgo (FCR) y las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR). Su función económica, sin embargo, tiene especificidades que las diferencian.

La estrategia inversora del capital riesgo tiene un recorrido circular que

puede sintetizarse en cinco pasos: primero, captación de fondos de los inversores; segundo, inversión de esos fondos en empresas con productividad potencial o actual (entidad *target*); tercero, generación de plusvalías por las empresas objeto de la inversión; cuarto, desinversión de los fondos, buscando por distintas vías terceros adquirentes, y quinto, restitución de la inversión y de los beneficios alcanzados a los inversores iniciales.

La operativa del capital riesgo está integrada por múltiples estructuras contractuales, que permiten ajustarse a las necesidades y objetivos de la inversión: adquisición de una compañía por parte de su equipo directivo (MBO, *management buy-out*); adquisición de una compañía y entrada de un nuevo equipo directivo (MBI, *management buy-in*); compra de participaciones en una compañía solicitando financiación para la compra —apalancamiento y garantizando esa deuda con los propios activos adquiridos— es más que probable que no veamos muchas de estas operaciones en fechas cercanas (LBO, *leveraged buy-out*); compra de participaciones por un grupo de capital riesgo (IBO, *institutional buy-out*), etc.

Las operaciones de capital riesgo



En 2011, el capital riesgo ha captado para las empresas fondos por importe de 3.233 millones de euros"

también se adaptan a la fase de evolución en la que se encuentre la entidad *target*: capital semilla (*seed*), arranque (*start-up*), otras fases iniciales, expansión y sustitución (*replacement*).

La captación de fondos se ha convertido en un reto mayor en el momento actual. No se puede contar ahora con el sector público y las cajas de ahorros. La banca está comprometida por la situación que atraviesa la deuda pública. Esto ha dado lugar al crecimiento de la inversión de otros aportantes como los fondos de pensiones, los fondos de fondos y las compañías de seguros.

Pero el capital riesgo quiere aprovechar esta coyuntura para abrirse a la inversión internacional. Esa apuesta es un motivo más para que el Gobierno y los agentes económicos continúen en la línea de renovación de nuestro modelo de economía, basado en el sector inmobiliario y su financiación bancaria, y apunten hacia la innovación y la mejora de la competitividad.

Por todo lo expuesto, la Cátedra de Derecho de los Mercados Financieros de la Universidad CEU San Pablo considera muy oportuna la organización de la jornada *El capital riesgo: una alternativa para la financiación empresarial* que se celebrará esta semana.

La armonización del impuesto de sociedades

Aitor Martínez

Cinco Días, 2 de mayo de 2012

El estallido de la crisis económica ha conlevado que las arcas públicas españolas se hayan desangrado. El mayor porcentaje de los ingresos públicos provenía del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y el impuesto sobre el valor añadido (IVA), por lo que, con más de 5 millones de personas desempleadas que no cuentan con ingresos y no consumen, la tributación de IRPF e IVA se ha derrumbado, haciendo caer los ingresos públicos desmedidamente.

Las soluciones en un primer momento se centraron en tratar de aumentar los ingresos. Para conseguirlo los mecanismos han sido dispares. Se ha acudido a soluciones clásicas como subir el IVA en el año 2010, o la subida del IRPF en este 2012. Por otro lado, también se activó la forma de financiación más fácil, la emisión de deuda pública.

Pero la solución de subir el IRPF y el IVA ya no es viable ante la situación de asfixia de las economías domésticas. Además, tampoco parece ser recomendable continuar con la emisión masiva de deuda pública, teniendo en cuenta el negocio que hacen con ella los especuladores gracias a las agencias evaluadoras del riesgo.

Por ello, ante la aparente falta de alternativas para aumentar los ingresos hemos pasado a centrarnos en el gasto público. El nuevo discurso reinante entiende que la única forma de sostener las arcas públicas pasa por reducir los gastos. Evidentemen-

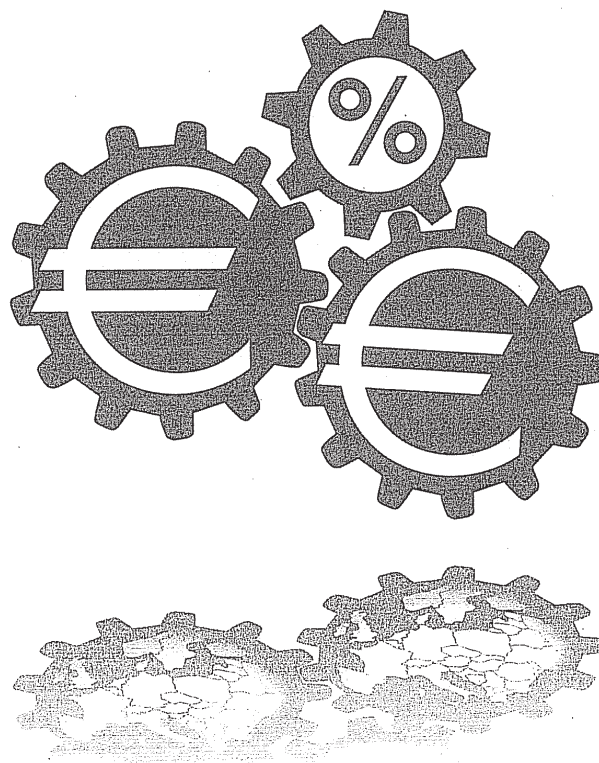
A la plena libertad mercantil dentro de Europa no le acompañó una armonización fiscal

te, dismantelar los servicios públicos no parece que sea la solución, por lo que parece recomendable volver a centrar los esfuerzos en conseguir ingresos públicos suficientes para sufragar nuestro más ansiado tesoro: el Estado del bienestar.

¿Es que no hay más alternativas para lograr aumentar los ingresos públicos e impedir así caer en los recortes de nuestros servicios públicos? Si que hay alternativas, y de entre ellas, hay una que normalmente se olvida: el impuesto de sociedades (IS).

En Europa, hace más de 10 años que los Estados han entrado en una competición impositiva para atraer inversiones, reduciendo sus IS como forma de llamar a las empresas, lo que se ha traducido en una drástica reducción de la recaudación tributaria a los beneficios empresariales. Esta situación se ha propiciado por un dislate jurídico consecuencia de haber dejado Europa a medio construir. La situación es la siguiente, en Europa creamos un exitoso mercado interior en el que operaba una libre circulación de mercancías, una libertad de establecimiento empresarial, una libre prestación de servicios y una libre circulación de capitales. Pero a esta plena libertad mercantil

La armonización del impuesto de sociedades



dentro de Europa no le acompañó una armonización fiscal, por lo que, gracias a esta desigualdad impositiva, las sociedades han estado haciendo *tax shopping* en busca de la tributación más favorable, para establecerse donde encuentren mayores facilidades fiscales y operar desde allí en el resto del mercado interior. El resultado, la caída estrepitosa de la recaudación del IS en todos los países europeos.

Los datos son alarmantes. Según Eurostat, entre 2000 y 2010 la media europea del IS ha caído casi nueve puntos (del 31,9 al 23,2). Países como Bulgaria o Chipre han llegado a tipos impositivos del 10%, reduciéndose desde el 32,5% en el caso de Bulgaria, y desde el 29% en el caso de Chipre, lo que supone una caída de unos 20 puntos. Otros países, como Alemania, han reducido en estos últimos 10 años 21,8 puntos su IS, de un

51,6% a un 29,8%. Irlanda ha situado el IS en 12,5% recientemente, afirmando abiertamente su intención de atraer inversiones de empresas. Y solo son algunos ejemplos, en términos generales la caída de los tipos del IS ha sido alarmante en todos los países.

En el caso español, entre 2000 y 2010 nuestro IS parece que solo se ha reducido cinco puntos, de un 35% a un 30% (entre 25% y 20% para las pymes). Sin embargo, estos datos no son reales, ya que únicamente reflejan la base imponible, sin ofrecer el tipo aplicable final una vez practicadas las exenciones y deducciones de nuestro sistema tributario. Un reciente estudio de la Agencia Tributaria demuestra que la media de la tributación efectiva de las sociedades en España se sitúa en torno al 10%. Por ello, nuestro IS figura maquillado de cara a la opinión pública. Además, el mismo informe señala que en los últimos años la recaudación del IS ha caído más del 60%. Uno de los motivos es que, precisamente, las grandes multinacionales son aquellas a las que se les aplican los tipos finales más bajos, mientras que a las pequeñas empresas, con menores beneficios, se les aplica un tipo efectivo más alto.

Como ejemplo de este sinsentido tributario podríamos analizar la imposición efectiva que en estos años se practicó a algunas grandes empresas: el 7,8% de Banco Sabadell (que tributo de 571 millones de euros de beneficio, únicamente 45); el 11,3% de

Según un estudio de la AEAT, la media de la tributación efectiva de las sociedades en España se sitúa en el 10%

Banco Santander (tributando 1.207 millones de unos beneficios de 10.588); el 12,1% de ACS (con 120 millones de euros tributados de 988 de beneficio); el 5,8% de la fabricante de aerogeneradores Gamesa (dejando al fisco 7 millones de euros por unos beneficios de 122), o el 2% de la consultora Criteria (que de 1.362 millones beneficios dejó a las arcas públicas solo 27 millones de euros).

La única solución es armonizar este impuesto a nivel europeo. Hemos creado un entramado institucional que sirve de base para, mediante mecanismos de coordinación o cooperación entre Estados, o incluso mediante la integración supranacional en materia fiscal, sacar adelante una armonización en lo referente al IS que evite la caótica situación actual.

Por todo lo anterior, no podemos permitir que el debate se traslade al gasto público, poniendo en tela de juicio nuestro Estado del bienestar. Tenemos que conseguir reorientar los focos hacia la necesidad de aumentar los ingresos públicos. No es cierto que no se pueda sostener nuestro gasto público. Se puede si miramos a formas alternativas de aumentar los ingresos, y una de ellas es el olvidado IS.

RAFAEL MAGAÑA

Después de la austeridad

Joseph Stiglitz

El País, 13 de mayo de 2012

La reunión anual del Fondo Monetario Internacional dejó claro este año que Europa y la comunidad internacional continúan sin timón en función de la política económica. Los líderes financieros, desde los ministros de Economía y Finanzas hasta los líderes de instituciones financieras privadas, repitieron el mantra actual: los países en crisis deben poner en orden sus asuntos, reducir sus déficits y deudas públicas, adoptar reformas estructurales y promover el crecimiento. La confianza, reiteraron numerosas veces, debe ser restaurada.

Ese tipo de pontificación suena un tanto afectada cuando proviene de quienes, al mando de bancos centrales, ministerios de Hacienda y Finanzas y bancos privados llevaron al sistema financiero mundial al borde de la ruina y fueron artífices del desastre actual. Y lo que resulta aún peor, poco se explica sobre cómo lograr la cuadratura del círculo. ¿Cómo puede recuperarse la confianza mientras las economías en crisis caen en recesión? ¿Cómo puede revivirse el crecimiento cuando la austeridad probablemente signifique una mayor disminución de la demanda agregada, lo que reducirá aún más la producción y el empleo?

A estas alturas, algo tendría que resultar claro: los mercados no son estables por sí mismos. No solo generan reiteradamente desestabilizadores burbujas de activos; además, cuando la demanda se debilita, entran en juego fuerzas que exacerban la caída. El desempleo y el miedo a su propagación empujan los salarios, los ingresos y el consumo a la baja, y con ello a la demanda total. Las menores tasas de formación de hogares —los jóvenes estadounidenses, por ejemplo, vuelven cada vez más a vivir a casa de sus padres—

deprimen los precios de la vivienda, conduciendo a más ejecuciones hipotecarias aún. Los Estados con esquemas de presupuesto equilibrado se ven forzados a reducir el gasto a medida que caen los ingresos fiscales: un desestabilizador automático que Europa parece decidida a adoptar ciegamente.

Existen estrategias alternativas. Algunos países, como Alemania, tienen margen para maniobras fiscales. Aprovecharlo para invertir mejoraría el crecimiento de largo plazo, creando derrames positivos en el resto de Europa. Un principio reconocido desde hace mucho tiempo es que el aumento equilibrado de los impuestos y el gasto estimula la economía; si el programa está bien diseñado (impuestos a los niveles más altos combinados con gasto en educación), el aumento en el PBI y el empleo puede ser significativo.

Europa en su conjunto no se encuentra en mala situación fiscal; la relación entre su deuda y el PIB se compara favorablemente con la de EE UU. Si cada Estado en EE UU fuese completamente responsable de su propio presupuesto, incluido el pago de todos los beneficios por desempleo, también EE UU caería en una crisis fiscal. La lección es obvia: el todo es más que la suma de sus partes. Si Europa —en especial el Banco Central Europeo— pidiese prestado y otorgase créditos con lo obtenido, los costos de la deuda europea caerían, generando espacio para los tipos de gasto que promoverían el crecimiento y el empleo.

Ya existen instituciones en Europa, como el Banco Europeo de Inversiones, que podrían ayudar a financiar las inversiones necesarias en las economías sedientas de liquidez. El BEI debería ampliar sus créditos. Es necesaria una mayor disponibilidad de fondos para apoyar a las

pequeñas y medianas empresas —la principal fuente de empleo en todas las economías—, que son particularmente importantes, dado que la contracción bancaria las golpea especialmente fuerte.

El obstinado énfasis que pone Europa en la austeridad es resultado de un mal diagnóstico de sus problemas. Grecia gastó de más, pero España e Irlanda tenían superávits fiscales y bajos índices de deuda respecto de sus PIB. Dar conferencias sobre prudencia fiscal no tiene sentido. Tomarse las conferencias en serio —in-

Las medidas antiincendios no funcionarán si se tira combustible sobre las llamas

La ignorancia voluntaria de las lecciones del pasado por los líderes europeos es criminal

cluso, adoptar esquemas presupuestarios restrictivos— puede ser contraproducente. Sin importar si los problemas europeos son coyunturales o estructurales —la zona del euro, por ejemplo, dista de ser una zona monetaria óptima, y la competencia fiscal en una zona de libre comercio y migración puede erosionar una situación viable—, la austeridad solo empeorará las cosas.

Las consecuencias de la fiebre europea por la austeridad serán de largo plazo y probablemente graves. Si el euro so-

brevive, lo hará al precio de alto desempleo y enorme sufrimiento, particularmente en los países en crisis. Y la propia crisis casi seguramente se extenderá. Las medidas antiincendios no funcionarán si simultáneamente se tira combustible sobre las llamas, una tarea con la que Europa parece comprometida. No hay ejemplos de grandes economías —y Europa es la mayor en el mundo— que se hayan recuperado con austeridad.

Como resultado, el activo más valioso de la sociedad, su capital humano, está siendo desperdiciado, e incluso, destruido. Los jóvenes a quienes se les priva de un empleo digno —el desempleo juvenil en algunos países se acerca o sobrepasa al 50% y es inaceptablemente elevado desde 2008— se alienan. Cuando eventualmente encuentren empleo, lo harán con salarios mucho menores. Normalmente, la juventud es un período de construcción de habilidades, pero se ha convertido en una época durante la cual se atrofian.

Hay tantas economías vulnerables a desastres naturales —terremotos, inundaciones, tifones, huracanes, tsunamis—, que agregar desastres de manufactura humana resulta aún más trágico. Pero Europa lo está haciendo. De hecho, la ignorancia voluntaria de las lecciones del pasado por sus líderes es criminal.

El dolor que sufre Europa, especialmente el de sus pobres y jóvenes, es innecesario. Afortunadamente, existe una alternativa. Pero las demoras para aprovecharla serán muy costosas, y Europa se está quedando sin tiempo. ■

Joseph E. Stiglitz es catedrático de la Universidad de Columbia y premio Nobel de Economía 2001. (C) Project Syndicate, 2012. Traducción de Leopoldo Gurman.

Austeridad y crecimiento, evidencia empírica

Guillermo de la Dehesa

El País, 20 de mayo de 2012

Qué aporta la evidencia empírica disponible al debate actual sobre austeridad y crecimiento?

— Primero. A largo plazo, no puede existir crecimiento estable si el nivel de deuda pública alcanza un nivel porcentual del PIB que no pueda ser financiado en los mercados a un coste razonable. Existe una ley de oro de sostenibilidad de la deuda a largo plazo que establece: si la tasa promedio de crecimiento anual nominal/real de un país es inferior al tipo de interés nominal/real promedio del coste anual de refinanciar su deuda, esta llegará a ser insostenible y dejarán de refinanciarla sus inversores.

Solo podrá revertirse esta situación si el país consigue mantener, de forma sostenida, un superávit fiscal primario anual (descontado el coste anual del servicio de la deuda) que permita ir reduciendo dicho nivel hasta conseguir que los inversores vuelvan a refinanciarla.

— Segundo. A corto plazo, existe otra regla fiscal que establece: cuando los efectos multiplicadores de la política fiscal sobre el crecimiento son muy elevados, lo que tiende a ocurrir en las recesiones (es decir, si por cada punto porcentual del PIB se reducen los gastos o se aumentan los ingresos fiscales, la tasa de crecimiento anual cae un punto porcentual o más), aplicar una fuerte contracción fiscal para reducir el déficit y la deuda suele reducir el crecimiento o aumentar la recesión, reduciendo a su vez los ingresos netos fiscales y logrando, paradójicamente, que el déficit y la deuda crezcan en porcentaje del PIB.

Los inversores suelen comprender que, a corto plazo y siempre que exista espacio fiscal de maniobra, el crecimiento puede ser más eficaz para pagar la deuda que una excesiva y rápida contracción fiscal y prefieren que la consolidación fiscal se haga más lentamente.

— Tercero. Las contracciones fiscales basadas en reducciones del gasto público, especialmente el corriente, suelen reducir menos el crecimiento o ser menos recesivas que las basadas en aumentos de impuestos, ya que suelen producir una reducción de los tipos de interés a largo plazo por ser las que realmente permiten una consolidación permanente del presupuesto, generando una mayor confianza entre los inversores.

Las basadas en subidas de impuestos, por el contrario, suelen generar caídas de la confianza y del crecimiento, especialmente en aquellos Estados miembros del área euro cuyos ingresos fiscales totales son ya muy elevados. Además, suelen ser más recesivas las basadas en subidas de impuestos sobre la renta que las basadas en subidas del IVA, especialmente si estas se utilizan para hacer una devaluación interna al financiar una reducción de los impuestos sobre el trabajo.

— Cuarto. Si las contracciones fiscales del gasto van acompañadas de importantes reformas estructurales que aumentan

el crecimiento potencial a medio plazo, liberalizando los mercados laborales y los de bienes y servicios, su credibilidad será mayor y sus efectos negativos sobre el crecimiento serán mucho menores.

— Quinto. Algunas contracciones fiscales han logrado aumentar la tasa de crecimiento, especialmente en países pequeños muy abiertos al exterior cuando realizan simultáneamente reformas y cuando su efecto negativo sobre el crecimiento es

compensado por una expansión monetaria por parte de su banco central, produciendo una depreciación de su tipo de cambio frente al resto del mundo y estimulando su crecimiento a través de mayores exportaciones y menores importaciones.

— Sexto. Las fuertes contracciones fiscales que está aplicando España y otros Estados miembros del área euro pueden llegar a resultar más negativas para el cre-

cimiento de lo normal por las siguientes razones:

Primera: están basadas en el cumplimiento de unos objetivos de déficit computados en términos nominales en lugar de estructurales (es decir, según la posición de cada Estado miembro en el ciclo), como exige el nuevo pacto fiscal recientemente aprobado. En 2010, España acordó cumplir un déficit fiscal del 6% del PIB en 2011, del 4,4% en 2012 y del 3% en 2013, basados

ahí el déficit estructural para España, mostrando que si se cumpliera el déficit nominal en 2013 del 3%, con una tasa de crecimiento del 0,6%, el déficit estructural español en dicho año sería cero, consiguiéndose siete años antes de lo previsto por la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Calculando un déficit estructural del 5,5% del PIB para 2012, proponen alcanzar una reducción del déficit estructural de 3,5 puntos porcentuales en 2012, de 1,5 puntos en 2013 y de 0,5 puntos en 2014 para llegar a cero.

Segunda: cada uno de los Estados miembros del área euro emite deuda en una moneda que no controla, ya que el BCE no es prestamista de última instancia de los Tesoros nacionales. Por esa razón (entre otras) Reino Unido, con una deuda pública muy superior a la española, es triple A y España es triple B+. Bastaría con que el nuevo Mecanismo de Estabilidad Europeo tomase dicho papel, con respaldo del BCE, para calmar a los inversores.

Tercera: los Estados del área euro están reduciendo su déficit fiscal sin ayuda alguna del presupuesto Europeo y sin que todavía aquellos Estados que cumplen el déficit, como Alemania, gasten más. Asimismo, los Estados que tienen superávit corriente, como Alemania, no aumentan aún su demanda interna para ayudar a la exportación de los que tienen déficit corriente.

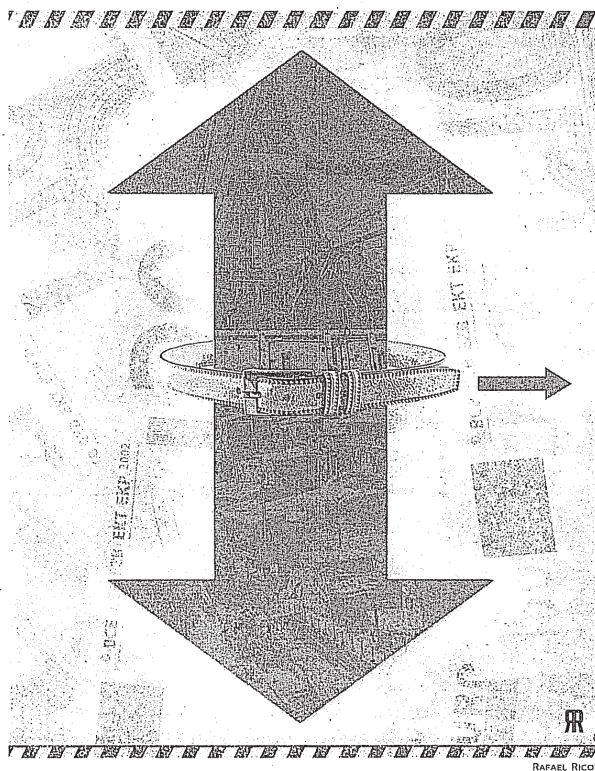
Cuarta: en EE UU, sus Estados pueden incurrir en déficit durante dos años, siempre que haya sido exclusivamente debido a un aumento de su inversión. Bastaría con que la inversión pública realizada (y contrastada por la Comisión Europea) no contase como déficit para ayudar al crecimiento.

Quinta: en Reino Unido, mientras hace su contracción fiscal, el Banco de Inglaterra mantiene una política monetaria expansiva, aumentando su demanda interna y depreciando la libra frente al euro, ayudando así a aumentar su exportación y su crecimiento. En el área euro, el BCE sigue sin bajar tipos al 0%, a pesar de que las expectativas de inflación están muy debajo del 2% y además no tiene objetivo de desempleo, como en EE UU.

Sexta: el euro continúa apreciándose frente al dólar, no ayudando a exportar a aquellos Estados que no creen, ya que la moneda única solo cae cuando los inversores estiman mayores probabilidades de que desaparezca. Hasta ahora, aquellos inversores que vendían

deuda soberana de España e Italia se han mantenido en euros, al ser un seguro natural de cambio frente al dólar, invirtiendo en bonos alemanes.

En España los sectores público y privado han vivido muchos años creciendo por encima de su potencial y endeudándose en exceso, y ahora tienen que desalmanarse. No se trata ahora de elegir entre austeridad y crecimiento, sino de conseguir una mezcla óptima entre el tamaño, composición y velocidad de la contracción fiscal, de implantación de las reformas estructurales y de que los Estados miembros que crecen no sean austeros. Todavía no se ha conseguido. ■



Las fuertes contracciones fiscales de la zona euro pueden resultar más negativas de lo normal

compensado por una expansión monetaria por parte de su banco central, produciendo una depreciación de su tipo de cambio frente al resto del mundo y estimulando su crecimiento a través de mayores exportaciones y menores importaciones.

— Sexto. Las fuertes contracciones fiscales que está aplicando España y otros Estados miembros del área euro pueden llegar a resultar más negativas para el cre-

en unas tasas de crecimiento del 1,3% en 2011, 2,3% en 2012 y 2,4% en 2013. Sin embargo, en 2011, su crecimiento ha sido del 0,7%, 0,6 puntos porcentuales menor, y según la Comisión Europea, en 2012 puede ser de -1,8%, 4,1 puntos porcentuales menor, y en 2013 de -0,3%, 2,7 puntos menor.

Es decir, es imposible cumplir los objetivos de déficit nominal establecidos en 2010 con tasas de crecimiento negativas. Alcanzar el déficit del 4,4% en 2012 significaba un récord histórico: reducir el déficit en 5,1 puntos porcentuales del PIB en un solo año. Conseguir el 5,3% actual será también muy difícil aunque hay un compromiso claro de cumplirlo.

Javier Andrés y Rafael Doménech (VoxEU, 20 de abril de 2012) han estimado el crecimiento potencial, el *output gap* y de

El capitalismo y la desigualdad

Felipe Fernández-Armesto

El Mundo, 18 de junio de 2012

A CABO DE encontrar el mejor comentario escrito sobre la actual crisis económica. Lo curioso es que se escribió hace unos 120 años. El autor fue Lester Ward, uno de los fundadores de la tradición norteamericana de sociología y ciencias políticas. El pasaje que me llamó la atención reza así: «Nada resulta más evidente en las circunstancias actuales que la incapacidad de los líderes del sector privado y capitalista de mantenerse viables sin el apoyo del Estado. Y mientras que aquellos denuncian lo que llaman *paternalismo estatal*—o sea, el reclamo del obrero indefenso y del artesano pobre a participar en la inmensa protección del Estado—no cesan de [...] demandar privilegios para ellos mismos y subvenciones para el alivio de sus fracasos. [...] En lugar de seguir mimando a esta clase—lo que resulta ser, a fin de cuentas, una especie de *maternalismo*—sería mejor practicar un paternalismo abierto, digno, y honrado».

Ward expresó hacia 1892 algunos de los problemas claves de la economía actual: la plutocracia desenfrenada, la falta de reglamentación eficaz del sector financiero y la potencia política que permite a los capitalistas abusar de las subvenciones públicas y explotar los sacrificios de los accionistas y pecheros. Los males que Ward denunciaba en su día son los mismos que, por desgracia, nosotros conocemos hoy: la obsesión por el dinero, el enriquecimiento demasiado fácil, el delirio de la bonanza, las especulaciones bursátiles e inmobiliarias, las inversiones arriesgadas, los jefes de empresas que se pagan salarios obscenos y manipulan las acciones, los vendedores de bienes ilusorios, los gobiernos que se someten a las demandas de los oligarcas, la distancia insuperable entre la riqueza de los peces gordos y la flaqueza de los pececillos pobres.

HABITAMOS un mundo que Ward hubiera podido reconocer fácilmente, el mismo descrito por Narfís Oller en *La febre d'or*, su novela sobre la decadencia del fin del siglo XIX barcelonés. Los excesos pródigos y derrochadores de los bancos y los inversionistas a gran escala, estimulados por la falta de responsabilidad de las instituciones reglamentarias, nos han infligido la bancarrota griega, la amenaza al euro, la decadencia de Wall Street y las deudas insostenibles de la mayor parte de las economías occidentales. Ya sabemos que el mercado libre no funciona. Lo que no supo Ward—por no haberse experimentado en su época la otra opción—es que no funciona tampoco el mercado controlado por el Estado. Nos quedamos con los problemas de siempre y soluciones agotadas.

Hemos llegado a este callejón sin salida siguiendo un camino histórico bien señalado. La gran debacle de 1929 impulsó a los gobiernos a intervenir en las economías. Los argumentos de Keynes y la crítica socialista se combinaron para nutrir un ambiente dispuesto a favorecer la política intervencionista. Hasta en EEUU, el país del capitalismo sin par, se introdujo el *New Deal*. Mientras tanto, las guerras de la primera mitad del siglo XX acostumbraron a todos a soportar un Estado de mando riguroso, que controlaba los medios de producción, racionaba los productos de consumo, organizaba la vida diaria, censuraba la prensa y llamaba a filas a la población entera. En la posguerra las utopías parecían accesibles: los gobiernos pagarían el paraíso y los tecnócratas redactaban los planes. El símbolo eran las

enormes viviendas erigidas por la arquitectura racionalista, *máquinas para habitar* edificadas con entusiasmo para abandonarse luego con repugnancia. Esas utopías de una sociedad insostenible han terminado, en su gran mayoría, derribadas, ruinas de un proyecto inmenso y fracasado.

En casi todo el mundo, en los 50 y 60, los presupuestos públicos se aceleraban sin brida ni estribo. Las burocracias se engordaban. Pero la felicidad quedaba estancada. En Escandinavia, modelo de la planificación socialdemócrata, salieron la *escandisclerosis* y las *utopías suicidas*. Si parecía que las economías más controladas, en los países comunistas, lograban progreso y prosperidad, era sólo por arte de la propaganda mentirosa de sus dirigentes. Poco a poco el mundo iba dándose cuenta de que los sistemas sociales y económicos son caóticos, océanos inestables donde viento y marea dan bandazos imprevistos y los planes naufragaban.

El caos, mientras tanto, se desvelaba en estudios científicos—en 1972, de Edward Lorenz y en 1974, de Benoît Mandelbrot—como la estructura básica de los sistemas meteorológicos y fractales y tal vez del mismo universo. En los 70 la crisis del petróleo inauguró una época temible de inflación de precios y estancamiento de productividad. Los fracasos de las economías soviética y maoísta eran cada vez más claros. Pero los economistas ortodoxos no tenían otra solución que intentar controlar los precios y salarios. Resultó imposible. La inflación vino a ser el monstruo del mundo, devorando los ahorros, esparciendo ruina y terror.



«La respuesta de los gobiernos a la crisis ha sido confusa, intentando hacer juegos malabares con estrategias contradictorias»

HASTA AQUEL momento, la escuela económica de Chicago, liderada por Milton Friedman, quedaba al margen del mundo académico, menospreciada por los demás, por recomendar el clasicismo económico, la austeridad y el paro masivo como alternativa a la inflación. Pero bajo la presión de la inflación inaguantable, de repente Friedman se puso de moda, sus consejos seguidos en primer lugar por los golpistas chilenos, luchando con una economía que alcanzó un nivel de inflación del 700% en 1973, luego por todo el mundo. A principios de los 80, con las administraciones de Reagan en EE UU y de Thatcher en Reino Unido triunfó definitivamente el turno conservador. A lo largo de los 90 y a principios del siglo XXI todo el enorme andamiaje mundial del Estado supervisor se desmantelaba. El libre mercado quedó libre para destrozarse a sí mismo.

Recordamos las frases definidoras de la nueva época. «La codicia es buena» fue el lema de Gordon Gekko, personaje de la película *Wall Street* (1987) interpretado por Michael Douglas. «Sólo paga impuestos la gente menuda», proclamó la millonaria fraudulenta Leona Helmsley en 1989. «Sí que existe una lucha de clases», comentó Warren Buffet, el hombre más rico del mundo, «y gana la mía».

El peligro que representaba el capitalismo irresponsable era evidente. Pero los gobiernos no le hicieron caso hasta 2008, cuando el colapso de parte del mercado inmobiliario en EEUU inició una crisis mundial. Medidas de austeridad anularon la prosperidad de la gran época de consumismo implacable. En términos generales, la respuesta de los gobiernos ha sido confusa, intentando hacer juegos malabares con estrategias contradictorias, manteniendo la trayectoria clásica de la austeridad con toques de keynesianismo.

Así que el siglo XXI ha empezado con una febre d'or que recuerda a la época de Lester Ward a principios del XX. Él vivía la gran época del darwinismo social, cuando el principio de la lucha como base del progreso se proclamaba en Occidente y se aceptaba en el mundo entero. Pero Ward conocía profundamente lo que era la competitividad, y por tanto la odiaba. En su juventud había sido un pionero de la frontera norteamericana, viajando con sus hermanos en una «carreta entoldada» para intentar labrar la dura estepa de Iowa. En la guerra civil norteamericana sufrió tres graves heridas. Desafió a la pobreza de su familia, trabajando para pagar los gastos de su carrera universitaria. Apreciaba las colaboraciones más que la competitividad.

Ward era un liberal en el sentido estadounidense de la palabra: quería que el Estado controlase las desigualdades del capitalismo, mientras intentaba redimir la libertad humana de las fuerzas inmensas, impersonales y determinantes con las cuales la izquierda asustaba a la sociedad. Militaba en lo que hoy llamaríamos el *mercado social*, un término medio teórico entre el capitalismo desenfrenado y el control inflexible. Por lo visto, ya hemos logrado ver el mérito de la teoría pero no sabemos ejecutarla. El siglo que empezó con las amonestaciones de Ward experimentó un ciclo de ajustes y reacciones entre extremos sin lograr nunca un balance justo. A juzgar por los precedentes históricos, nuestro nuevo siglo será igual de confuso e igual de desastroso.

Felipe Fernández-Armesto es historiador y titular de la cátedra William P. Reynolds de Artes y Letras de la Universidad de Notre Dame.

Derrotar al mismo miedo

Luis Garicano

El País, 29 de abril de 2012

Es bien sabido que los países del sur de Europa incurrieron en enormes y persistentes déficits por cuenta corriente desde la entrada en el euro. Es decir, estos países, de forma agregada (sectores público y privado), se gastaban (y gastan) mucho más de lo que ingresan. ¿Cómo se financiaban estos déficits? Hasta el año 2007, con créditos de los países del Norte. Pero a partir del comienzo de la crisis, los flujos de inversión se van secando poco a poco, hasta que se invierten y en los últimos meses de 2011 la entrada de capitales en los GIIPS (Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España), que era de hasta casi 200.000 millones de euros anuales a finales del 2006, se convierte en salida de la misma magnitud, en términos anuales. El papel del Banco Central Europeo en la inversión de este flujo es una fuente de intensa polémica en Alemania y está creando fisuras en el apoyo de sus ciudadanos al proyecto del euro.

Para entender, el problema, supongamos que usted quiere comprar a crédito un coche. ¿De dónde saca el dinero el banco? Hasta 2007, de los depósitos primero, y, si no había suficientes depósitos, del mercado interbancario y la financiación mayorista. Es decir, el banco iba al mercado de capitales y pedía un crédito, por ejemplo, al Credit Suisse. Como ahora no hay flujos de capitales privados hacia España, su banco, usando el crédito como colateral, va a pedir dinero al Banco de España. La política actual del BCE es que los bancos pueden conseguir tanta liquidez como quieran si tienen colateral. Así que su banco consigue financiación del Banco de España/BCE. El Banco de España "pide dinero" al BCE (son lo mismo en realidad), y va apuntando esta financiación en una cuenta dentro del balance que es la cuenta intra-eurosistema. A fines de 2011, esta cuenta reflejaba un balance de 174.826.417.191,19 euros.

Estas cuentas son los llamados balances del sistema de pagos Target 2, que el economista alemán Hans Werner Sinn ha hecho objeto de atención mediática obsesiva en Alemania. Los mismos balances también existen por el lado alemán, pero en la dirección contraria: Alemania exporta coches a España y recibe, como pago, entradas en la cuenta del Bundesbank

con el Eurosistema. El balance acumulado de estas cuentas en el Bundesbank es casi de 500.000 millones de euros.

¿Es esto un problema? ¿Cómo de grave? El economista alemán Sinn, al que le gusta decir las cosas con la mayor crudeza posible, argumenta que el crédito en Alemania se está restringiendo porque el dinero se destruye en Alemania y solo se crea en el Sur. En una nota del instituto IFO, que él dirige, dice: "¿Quiénes son los perdedores de este proceso? Los ahorradores en los restantes países europeos que aún tienen economías sólidas. Sin su conocimiento ni consentimiento, los valores negociables propiedad de sus cajas de ahorros, bancos comerciales y compañías de seguros de vida que cubren sus ahorros se han convertido en meros derechos frente a sus bancos centrales, que a su vez han adquirido los derechos frente al eurosistema". El caos y temor que este tema genera en la opinión pública alemana son imaginables. Sinn argumenta además que la financiación del BCE ha permitido que los déficits por cuenta corriente continúen más allá de lo que son sostenibles; es decir, en términos coloquiales, los del Sur financiamos nuestro alocado estilo de vida con el dinero del Bundesbank.

Dar tranquilidad ahora requiere un plan creíble para recapitalizar la banca más allá de toda duda

Aunque es indudable que Sinn ha descubierto, al analizar Target 2, algo importante, comete varios errores serios al interpretarlo. La creación de crédito en España no supone una restricción en Alemania. Al contrario, los bancos alemanes no la necesitan, dada la huida de capitales hacia Alemania desde la periferia.

Tampoco está Target 2 anestesiando a España; al contrario, España está realizando sus ajustes. La balanza de bienes y servicios ya está en equilibrio, gracias al derrumbe de la demanda interna y la explosión de las exportaciones, como observaba hace poco Ángel Laborda en estas páginas, y el déficit por cuenta corriente que queda, de algo más del 3.5% del PIB, es el reflejo de los pagos de intereses por la enorme deuda acumulada. Target 2 continúa creciendo en gran parte debido a la salida de capitales que está soportando España: los bancos y otros prestamis-

tas que prestaban al Estado y al sistema financiero están siendo reemplazados por el BCE. Target 2 refleja el resultado del rescate a todos estos acreedores, que se han salido de estos activos.

Es decir, el problema que refleja Target 2 es el miedo mismo. Si la financiación se seca y el capital privado extranjero desaparece, no se puede evitar una bancarrota repentina de toda la economía a no ser que se facilite la financiación bancaria. Esta es la tarea del prestamista de último recurso, el banco central, y el BCE ha asumido con claridad esa responsabilidad. No hay información nueva o adicional en Target que no esté ya contenida en lo que ya sabemos: que el BCE está financiando directamente a todos los bancos e indirectamente a los Estados periféricos, y que los extranjeros venden lo que pueden.

Y aquí es donde Sinn se equivoca de forma peligrosa. Su retórica no hace más que incrementar el miedo, el miedo a que el proyecto europeo se muera, el miedo a que los alemanes se nieguen a financiar en este momento tan complicado.

Pero desde los países del Sur también debemos hacer lo posible por combatir el miedo. El ajuste pendiente en España se centra en el sector financiero y el presupuesto público. Siempre hemos defendido que en España no había un problema de deuda pública. Ahora, desgraciadamente, esto ya no es cierto. Se nos ha acabado el colchón.

Dar tranquilidad ahora requiere dos acciones. Primero, un plan creíble para recapitalizar la banca española más allá de toda duda, que al coste estimado por los analistas sería una ganga para Europa comparada con la incertidumbre que observamos.

Segundo, un plan multianual del Gobierno que nos dé una perspectiva creíble y razonable sobre las finanzas del país a medio plazo. La obsesión con el objetivo de 2012 y el 3% de 2013, en un contexto de recesión, es ridícula, y no sirve para dar tranquilidad. Lo importante es dar un cauce claro a nuestros acreedores, y a los españoles, para que vean cómo y cuándo se va a estabilizar la ratio de deuda/PIB para evitar que siga su escalada. Y es importantísimo que el Gobierno haga un esfuerzo mucho mayor del que hace ahora para explicar la situación.

Lo importante y muy urgente ahora es desterrar al miedo mismo. ■

El Gobierno de Rajoy y los mercados financieros

Juan José Toribio

Expansión, 24 de abril de 2012

La prima de riesgo para la deuda pública española alcanzó su máximo histórico unos días antes de la celebración de las elecciones generales del 20N. Inmediatamente después de la victoria del Partido Popular, experimentó una rápida caída, para continuar después con una línea fluctuante de ligera elevación, y hundirse de nuevo hasta los trescientos puntos a primeros de marzo. Pero desde entonces ha recuperado una tendencia decididamente alcista, alcanzando al escribirse estos párrafos los 440 puntos, es decir, no muy lejos del alto nivel registrado en las últimas semanas del Gobierno Zapatero.

Significa eso que los mercados abrieron, al principio, un margen de confianza al Gobierno de Rajoy, y que se están viendo ahora defraudados por las medi-

La caída de la prima de riesgo en noviembre no fue tanto por la victoria del PP como por la actuación del BCE

das de política económica adoptadas? ¿Puede asegurarse que, a juzgar por la reacción de los mercados financieros, el Gobierno del Partido Popular está fracasando en su programa económico? La respuesta a ambas preguntas ha de ser forzosamente negativa, aunque ello no significa que los problemas estén solucionados, que el programa de política económica esté completo y, ni siquiera, que haya pasado ya lo peor.

Para empezar, la caída de la prima de riesgo a finales de noviembre no se debió tanto a la victoria del Partido Popular, como a su coincidencia con una fuerte inyección de liquidez, instrumentada por el BCE a través de los denominados LTROs, es decir, a través de la nueva y masiva línea de crédito abierta a la banca europea a plazo de tres años. El punto mínimo de la prima de riesgo volvió a repetirse en los primeros días de marzo, porque la semana anterior tuvo lugar el segundo "manguerazo" de liquidez del BCE, y el actual retorno de la tendencia alcista refleja la rapidez con la que se está diluyendo el efecto de aquellas inyecciones extraordinarias de liquidez.

Las fluctuaciones de la prima de riesgo no implican, pues, que los mercados confiaran inicialmente en el Gobierno de Rajoy (no necesariamente lo hicieron) y que se hayan sentido defraudados después. Revelan, más bien, que el BCE viene siguiendo una línea discontinua de actuación, tanto en la provisión de liquidez a la banca europea como en las compras de deuda soberana.

De hecho, los mercados financieros nunca han abandonado la actitud de desconfianza que mantienen hacia la economía española desde hace más de dos años, por razones que haríamos bien en considerar. El peor error, repetido hasta la saciedad, consistiría en culpar a los propios mercados por sus "fallos" (terminología tan querida a la socialdemocracia moderna), es decir, por sus exageraciones y sus excesos de reacción. Ciertamente, sorprende que los mercados financieros no fueran capaces de discriminar entre las distintas deudas soberanas de la Eurozona desde el comienzo de la misma hasta el estallido de la crisis, y tampoco resultaba esperable su excesiva reacción discriminatoria a partir de 2010. Claro que en los mercados juegan, además de los "fundamentales" de la economía, elementos de comportamiento de rebaño, pues no todos sus actores están dispuestos a incurrir en el coste que supone obtener informaciones correctas y preferen seguir ciegamente a los considerados líderes de opinión, entre ellos, las propias agencias de calificación. Pero con todo ello hay que contar.

laberinto de espirales desfavorables. Así, la recesión económica ha generado un paro absurdamente multiplicado por las estructuras anacrónicas del mercado de trabajo. Pero ese fuerte desempleo, consecuencia de la recesión y las estructuras, supone a su vez el mayor obstáculo para reactivar el consumo y, con él, la economía en su conjunto. Por su parte, el sector financiero español sufre las consecuencias de tal situación pero, al mismo tiempo, se constituye en freno para superarla, por su incapacidad para reactivar el flujo de crédito a familias y empresas. Como consecuencia de todo ello, y del cúmulo de equivocadas medidas keynesianas del pasado, el sector público se encuentra ante un déficit inmanejable, cuya corrección resulta inevitablemente contractiva para la economía, agravando así sus propios problemas y los del resto del sistema. Todo un laberinto.

Ya se comprende que, ante este jergológico económico, donde todo depende de todo, no basta con medidas parciales, tinidas, inconexas, condicionadas por compromisos partidistas, o dilatadas en el tiempo, como las adoptadas por el go-

plicar a los deudos y amigos del enfermo el desarrollo de la intervención.

A través de una prima de riesgo que no cede, los mercados financieros continúan expresando varios motivos de desconfianza. En primer lugar, una evidente dificultad para lograr la anunciada reducción del déficit presupuestario, ante la actitud ambigua de los gobiernos autonómicos, ante las dificultades políticas para revisar a fondo el "estado de bienestar", y ante una posible insuficiencia de los ingresos fiscales si se agudiza la contracción de las bases tributarias.

Aplauden, en segundo término, la reforma bancaria adoptada, pero siguen dudando de la situación patrimonial de varios bancos españoles, del nivel de provisiones para créditos no inmobiliarios, de la capacidad para generar resultados, y del horizonte de la reestructuración en curso, cuyo punto final no parece haberse fijado con suficiente claridad.

Dudan, por último, de la capacidad de la economía española para iniciar un crecimiento dinámico y generar empleo, tras una compleja reforma del



La vicepresidenta Soraya Sáenz de Santamaría, flanqueada por los ministros Luis de Guindos y Cristóbal Montoro.

Constituye también un error frecuente culpar al BCE o a nuestros socios de la UME, especialmente a Alemania, porque sus medidas de política monetaria o presupuestaria no siempre coinciden con los intereses a corto de una economía periférica, como es la española. No cualquiera que sea la perplejidad ante comportamientos ocasionales de los mercados financieros, o ante el posible desencuentro con las reacciones institucionales de los organismos de la eurozona, debemos reconocer que la responsabilidad por la situación actual reside en nuestros equivocados programas económicos del pasado (anteriores, incluso, a la crisis) y en el espeso entramado político e institucional que todavía condiciona y frena la adopción de medidas decisivas. Ni los mercados, ni los organismos de la eurozona, nos situarían en el centro de sus recelos si la economía española se desenvolviera en una senda de crecimiento equilibrado, sin los absurdos excesos del pasado y sin la dificultad o falta de opciones políticas para corregirlos en el presente.

Mercados financieros y organismos internacionales contemplan a la economía española inmersa en un auténtico

bierno anterior. El programa de política económica debe ser completo, integral, armónico y, sobre todo, comprensible para los ciudadanos a los que afecta, lo que reclama una constante labor de pedagogía.

¿Está haciendo todo eso el Gobierno de Rajoy? En cierta medida sí, pero tampoco parece que se le deba privar de advertencias y objeciones porque, como todo gobierno democrático, tiene derecho a que se le formulen críticas sinceras y el deber de, al menos, escucharlas.

Sin otra alternativa posible, el Gobierno ha medido a la economía española en el quirófano, para una intervención clínica con pocas posibilidades de anestesia. Pero, al parecer, se olvidó de elaborar convincentemente su diagnóstico previo, de explicar con claridad en qué consistía la operación quirúrgica que se disponía a realizar, y una vez hechas las suturas, se muestra poco proclive a ex-

Los mercados dudan de la capacidad de España para reducir el déficit, para crecer y generar empleo

mercado de trabajo, llevada a cabo con más condicionamientos sociales y políticos que con auténticos criterios económicos de simplicidad, libertad, superación del dualismo contractual, y desjudicialización efectiva de las relaciones laborales. Difíase que los únicos adversarios de una auténtica reforma laboral con sentido económico no son los sindicatos, o los trabajadores instalados, sino que a todos ellos se une el colectivo de profesionales del Derecho del Trabajo, aparentemente incapaces de entender en qué medida lo que denominan "conquistas sociales" son auténticas distorsiones económicas del mercado, generadoras de un desempleo mucho más lacerante que las pretendidas situaciones de abuso o desamparo que pretendían corregir.

¿Qué hacer ante todo este panorama? Sencillamente avanzar con eficacia, decisión, coherencia y rapidez en el programa iniciado, respondiendo así al cúmulo inquietudes que, mediante la prima de riesgo, los mercados financieros revelan. Además explicarles, a ellos y a los ciudadanos, que se van a llevar a cabo más reformas económicas, de profundo calado.

¿Hacia la desintegración financiera?

Joaquín Maudos

Cinco Días, 17 de mayo de 2012

El deseado mercado único europeo de los servicios financieros no está en su mejor momento. La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto que no es posible construir un mercado único sin una convergencia fiscal y que la moneda única no es suficiente para conseguir la integración.

Dada la importancia de la integración financiera para el crecimiento económico, la Fundación de Estudios Financieros acaba de presentar un informe realizado por el IVIE con el objetivo de analizar el impacto de la crisis sobre la evolución de la integración. Los resultados no dejan lugar a dudas: la crisis ha supuesto un retroceso en el grado de integración, disminuyendo su aportación al crecimiento económico.

El clima de inestabilidad financiera que reina en Europa ha impedido avanzar en el grado de integración. La recuperación que tuvo lugar a principios de 2011 se ha visto truncada con la crisis de la deuda soberana, especialmente en los mercados de deuda, pero también en los mercados monetarios (que se han fragmentado) y bancarios, donde se han ampliado las diferencias de tipos de interés entre países y ha caído la actividad transfronteriza. La situación de inestabilidad que aún estamos viviendo es el mejor ejemplo

En los inversores institucionales, ha aumentado el sesgo doméstico de las carteras

para mostrar las conexiones que existen entre la estabilidad y la integración financieras y sus efectos sobre el crecimiento económico.

Una de las lecciones de la crisis es la rémora que ha supuesto la falta de integración fiscal sobre el proceso de integración de los mercados financieros europeos. El deterioro de las finanzas públicas de algunos países ha sido posible gracias al sistemático incumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, la falta de convergencia fiscal como consecuencia de la ausencia de voluntad política en la cesión de la soberanía nacional en esa materia ha abocado a algunas economías a un equilibrio de inestabilidad.

dad de su deuda pública, lo que ha impedido avanzar en la integración financiera.

Si bien la crisis de la deuda soberana afecta inmediatamente a los mercados de deuda (con elevadas divergencias en tipos de interés por países que reflejan las distintas primas de riesgo), también el mercado de renta variable (aunque en menor medida), el de los de los inversores institucionales y los mercados bancarios han sufrido sus efectos. En los inversores institucionales ha aumentado el sesgo doméstico de las carteras de los fondos de inversión, de pensiones y de las compañías de seguros. Y en los bancarios, la crisis



RAFAEL MADRUGA

ha impactado con virulencia, como demuestra el elevado importe tanto de las inyecciones públicas de capital como de los apoyos a la liquidez. Los niveles de rentabilidad y de solvencia se han recuperado, si bien ha empeorado ligeramente la eficiencia. Además, el cierre de los mercados mayoristas de financiación (tanto el de deuda como el interbancario) ha supuesto un retroceso hacia la construcción de un mercado único.

Los mercados bancarios recibieron un shock negativo con la crisis que redujo sustancialmente las transacciones transfronterizas entre los sectores bancarios europeos. El período de fuerte

Un mercado europeo integrado sigue siendo un factor que favorece el crecimiento económico"

crecimiento del crédito que tuvo lugar en los años anteriores al estallido de la crisis permitió un crecimiento en las operaciones cross-border, avanzando de esa forma la integración. Pero al mismo tiempo, ese elevado crecimiento del crédito vino acompañado de la asunción de mayores riesgos, aumentando la vulnerabilidad de las economías y de sus sistemas financieros. Como consecuencia de los riesgos acumulados, ha sido necesario comenzar un proceso de desapalancamiento que ha afectado tanto al sector público como al sector privado y que ha hecho retroceder la actividad transfronteriza en favor de la doméstica.

Desde la creación del euro y la puesta en marcha del Plan de Acción de los Servicios Financieros, España es el país que más se ha beneficiado del desarrollo financiero ya que, anualmente, el aumento en su capitalización financiera (como porcentaje del PIB) ha aportado 0,54 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB, frente a 0,14 pp en el área del euro. En el caso del avance de la integración (una de las vías por las que aumenta el desarrollo financiero), la contribución al crecimiento del PIB de los países de la eurozona se estima en 0,025 pp al año, siendo la aportación en España muy similar (0,023 pp).

Un resultado a destacar del informe es que si bien se ha producido un retroceso en la integración, no por ello su contribución al crecimiento es negativa, ya que la brusca caída que ha tenido lugar en el ritmo de crecimiento de la capitalización financiera es mucho mayor en la financiación procedente de países no europeos, siendo mayor la financiación que aportan los países de la Unión Europea. El carácter global de la crisis explica que las caídas en los ritmos de capitalización también sean generales, por lo que no hay un efecto negativo exclusivo de la integración. Por tanto, la existencia de un mercado europeo integrado sigue

Ha sido necesario comenzar un proceso de desapalancamiento que ha afectado al sector público y al privado

siendo un factor que favorece el crecimiento económico.

Finalmente, una de las conclusiones del informe es lo importante que es lograr un entorno de estabilidad financiera para recuperar el terreno perdido en materia de integración. Sin un avance en la integración fiscal, una mejora en la gobernanza económica y una convergencia en materia de regulación y supervisión financiera, no es posible avanzar hacia la construcción de un mercado financiero único europeo. La falta de armonización a nivel europeo en los mecanismos de resolución de las crisis bancarias, en las estrategias de rescate y en su forma de financiación a en los sistemas de Fondo de Garantía de Depósitos, por poner algunos ejemplos, segmenta los mercados, deslocaliza el ahorro y supone un retroceso en la integración.

De igual forma, la falta de convergencia en materia de supervisión desincentiva la actividad transfronteriza. En este contexto, solo cuando se han adoptado medidas de forma coordinada a nivel europeo, por parte de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo, principalmente, se ha recuperado parte del terreno perdido en la integración. Desgraciadamente, a pesar de esas medidas, estamos muy lejos del nivel de integración alcanzado antes del inicio de la crisis.

¿La Unión Bancaria Europea?

Hans-Werner Sinn

Expansión, 19 de junio de 2012

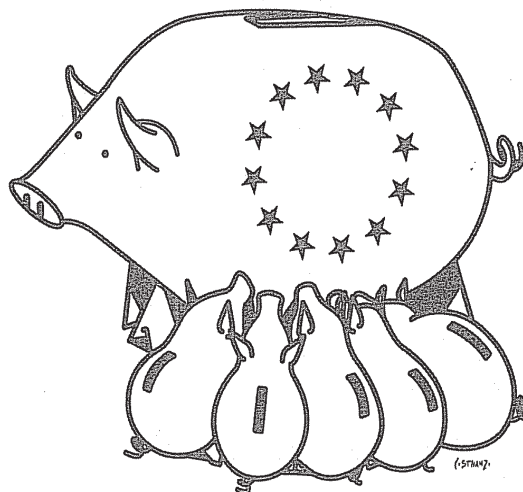
En una ostensible violación del Tratado de Maastricht, la Comisión Europea ha ofrecido un plan de rescate tras otro a las economías europeas en problemas. Ahora no solo desea socializar la deuda pública con la introducción de eurobonos, sino también la deuda bancaria, proclamando una "unión bancaria".

Socializar la deuda bancaria, además de ser injusto, dará como resultado una futura asignación inadecuada de recursos. La socialización de la deuda bancaria a través de las fronteras implica que el costo de los créditos privados de un país se reduce artificialmente por debajo de las tasas de mercado, ya que el seguro (que asume la forma de swaps de incumplimiento crediticio) es proporcionado en forma gratuita por otros países. Por lo tanto, los flujos de capital desde el centro a la periferia continuarán por encima del monto óptimo, debilitando el crecimiento de Europa en su conjunto.

La historia ofrece innumerables ejemplos de asignaciones inadecuadas de recursos que pueden resultar de la socialización de la deuda bancaria. Uno de ellos es la crisis de ahorro y crédito de la década de 1980 en Estados Unidos, que costó a los contribuyentes de ese país más de 100 millones de dólares. Bajo el paraguas del seguro de los depósitos comunes, los bancos de ahorros estadounidenses hicieron una "apuesta a la resurrección", tomando prestado en exceso de sus depositantes y prestando el dinero a empresas en riesgo, sabiendo que los beneficios potenciales podían ser distribuidos como dividendos a los accionistas, mientras que las posibles deudas serían socializadas.

En otras palabras, se generaron beneficios privados gracias a actividades socialmente ineficientes. Esencialmente, lo mismo sucedió con los préstamos de las hipotecas de alto riesgo en EEUU y el sistema bancario español en la década de los 2000. En ambos casos, los bancos asumieron riesgos excesivos suponiendo -algo que fue confirmado eventualmente- que los gobiernos los rescatarían.

Los bancos españoles especularon con un continuo aumento de los precios de los bienes raíces, que generarían grandes ganancias de capital a sus clientes. De hecho, a menudo prestaron a los propietarios más del 100% del valor subyacente de los inmuebles. Como compensación por el daño que causó su irresponsable comportamiento, recibieron 303 millones



Socializar la deuda bancaria, además de injusto, dará como resultado una futura asignación inadecuada de recursos

La capitalización de la deuda sirve para rescatar a los bancos sin que ello implique rescatar a sus accionistas

La Unión Europea no necesita una unión bancaria más allá de un sistema regulatorio común

den esperar 100 millones más de ayuda por parte del Fondo Europeo para la Estabilidad Financiera. Gran parte de ese dinero nunca será devuelto.

La capitalización de la deuda sería una forma mucho mejor de recapitalizar a los bancos. En vez de imponer los costos de las pérdidas del BCE y el FEEF a los contribuyentes europeos, los acreedores de los bancos podrían renunciar a parte de sus demandas a cambio de acciones de los propietarios de los bancos. La capitalización de la deuda rescata a los bancos sin rescatar a sus accionistas.

En teoría, los acreedores no perderían dinero, ya que sus reclamos a interés fijo se convertirían en acciones de los bancos de valor similar. Este sería el caso siempre que las pérdidas de los bancos fueran menores que su patrimonio. Una verdadera pérdida solo sería infligida a los acreedores de un banco si las pérdidas registradas por los créditos de hipotecas tóxicas excediesen el patrimonio del banco. Pero, aún en ese caso, sería mejor que sufriesen la pérdida los acreedores que los contribuyentes, ya que esto fomentaría una mayor cautela futura a la hora de prestar.

mantienen estables en la zona del euro. Hacer lo mismo con la deuda bancaria podría empujar a economías hasta ahora sólidas al abismo, ya que los balances de los bancos son mucho mayores que el volumen de la deuda pública.

En España, la relación entre deuda pública y PIB es del 69%, pero la deuda del sistema bancario español equivale al 305% del PIB de ese país, o aproximadamente 3.3 billones -casi lo mismo que la deuda pública consolidada de los cinco países golpeados por la crisis en la zona del euro.

El enorme volumen de la deuda bancaria implica que los gobiernos deberían evitar socializar los riesgos bancarios, pero además sugiere que hacerse cargo de los costos sin resultar agobiados por los pagos solo sería razonable para los acreedores de los bancos. Efectivamente si, como algunos creen, solo una fracción del patrimonio de los bancos está en riesgo, el canje potencial de deuda por capital sería minúsculo.

Los bancos españoles tienen un promedio del 7% de capital accionario en sus balances. Por lo tanto, un canje de deuda por capital de menos del 7,5% de la inversión de los acreedores sería suficiente para compensar las pérdidas bancarias. E incluso si se excluye a los depositantes privados, cuyos reclamos son el 39% de los balances agregados, la capitalización de deuda necesaria para compensar por una pérdida de hasta el 100% del capital social sería menos del 12% del volumen de inversiones de los acreedores.

Los canjes de deuda por capital han sido utilizados exitosamente en muchas ocasiones, y son resultado de procedimientos normales en casos de bancarrota. Además de evitar la excesiva carga e injusticia de los impuestos, tienen el beneficio de inducir a los propietarios de los bancos a elegir una estrategia de inversión prudente, y persuadir a los acreedores de inspeccionar y elegir cuidadosamente a los bancos a los que desean prestar.

El cuidado que se tomó para aumentar y preservar la riqueza de las generaciones actuales heredaron de sus ancestros es el motivo último del crecimiento económico y el éxito del capitalismo. Las masivas intervenciones gubernamentales durante la crisis han socavado este principio, y probablemente ya destruyeron gran parte de esa riqueza heredada.

Es hora de prestar atención a las leyes fundamentales de la economía y detener la imprudencia que se ha permitido a quienes son responsables de combatir la crisis. Europa no necesita una unión bancaria más allá de un sistema regulatorio común.

Lento desapalancamiento

Emilio Ontiveros

El País, 29 de abril de 2012

En el principio fue la deuda. El desencadenante de esta crisis, recordemos, fue la explosión de una burbuja crediticia. El exceso de crédito, la elevación de los precios de los activos más utilizados como colaterales y la insuficiente calidad de la gestión y supervisión de sus riesgos derivados pasó factura, primero a Estados Unidos y al poco tiempo a la eurozona. Los mercados mayoristas donde los bancos captan parte de su pasivo se colapsaron. Una crisis crediticia en toda regla, efectivamente. La metástasis en el seno de las economías, entre diversos sectores y agentes económicos, fue tan rápida como el contagio entre los sistemas bancarios de algunos países avanzados. Los de la eurozona, con un gran peso específico en sus sistemas financieros, acusaron más el impacto. Y, dentro de estos, aquellos con el mayor nivel de endeudamiento de sus agentes. El de España es uno de ellos.

Ahora, camino del quinto aniversario del inicio de aquella infección, el elevado endeudamiento sigue constituyendo una seria restricción a la recuperación del crecimiento económico. Mucho más en la eurozona que en Estados Unidos, el epicentro de la crisis. En España, la importancia relativa del endeudamiento privado, de las familias y de las empresas, es más elevada que en la mayoría de la eurozona. La amplísima mayoría de estos países tiene su contrapartida en los activos bancarios.

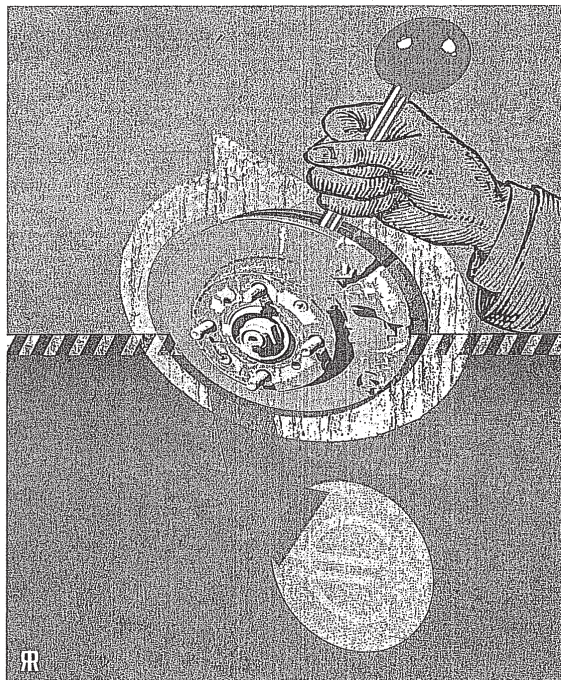
La difusión del informe del FMI sobre el sistema financiero español (*Financial Sector Assessment, Preliminary Conclusions*), admitiendo los avances realizados, destaca el problema que todavía supone la existencia de activos dañados por una magnitud considerable, superior en todo caso al incremento de provisiones que señalaba el RDL 2/2012. Y sugiere el apoyo con financiación pública para la necesaria recapitalización. Que se haga manteniendo los activos problemáticos dentro del balance de los bancos, o desplazándolos para su liquidación ordenada a instrumentos externos asimilables a un banco malo, es algo que las autoridades españolas tendrán que decidir muy pronto. La pretensión no sería otra que "preservar la estabilidad financiera y evitar un excesivo desapalancamiento", según expresión del propio informe.

Son en mayor medida las deudas de las empresas, no solo de las dedicadas a la construcción residencial y promoción inmobiliaria, las que están limitando la capacidad de maniobra de los bancos y la estabilidad financiera en su conjunto. El ritmo de reducción de ese endeudamiento privado será, por tanto, una de las señales de proximidad a la superación de la crisis. Hasta ahora el desapalancamiento está siendo muy desigual, respaldando la verificación empírica de que aquellas economías con mayor endeudamiento priva-

do tardan más en superar una crisis de origen financiero.

Un trabajo de referencia a este respecto es el difundido por el McKinsey Global Institute (*Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, enero 2012). Da cuenta del dilatado proceso de desinversión en las economías más avanzadas. La digestión de esos excesos de endeudamiento depende tanto de la calidad de los activos que los respaldan co-

do se reducen más lentamente. Es consecuente con el también menor crecimiento de la renta bruta disponible de las familias, del más severo impacto en el empleo y los peores resultados de las empresas: con los registros de mayor impacto recesivo, en definitiva. En ausencia de estímulos a la demanda, esa digestión será lenta y complicada. La experiencia japonesa a este respecto es hoy muy relevante para algunas economías de la eurozona.



RAFAEL RICOY

Facilitar la digestión requiere que el BCE y la Comisión Europea adopten políticas para estimular la demanda

mo, muy especialmente, del crecimiento de las economías donde están los activos y la actividad de los bancos. Es la estadounidense la que más ha avanzado en ese proceso de desapalancamiento, tanto de las familias como de las empresas. La española es de las economías en las que los coeficientes de endeudamiento priva-

En España el nivel de endeudamiento de las empresas es significativamente superior al promedio, como se ilustra en un buen trabajo del Servicio de Estudios de La Caixa realizado por Oriol Aspachs-Braccons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual (*Perspectivas de desapalancamiento en España*, diciembre 2011), así como en otros análisis del último boletín mensual de esa entidad. De los indicadores para evaluar ese grado de endeudamiento de las empresas españolas, es el de deuda sobre resultado económico bruto (la capacidad de devolución de la deuda con las rentas generadas) o la carga financiera sobre el resultado (porcentaje del resultado asignado al pago de intereses por las deudas contraídas), en mayor medida que la rela-

ción entre la deuda y los activos totales, los que presentan niveles significativamente superiores al promedio de la eurozona. Es, en definitiva, la insuficiente rentabilidad de los activos de las empresas la que en mayor medida contribuye a la asfixia financiera. Y la insuficiencia de los resultados empresariales es tributaria básicamente de la debilidad de la demanda.

Las previsiones de continuidad de la recesión actual de ningún modo favorecen la alteración de ese cuadro más adverso que el de la mayoría de los vecinos. En la comparación con el resto de las empresas de la UE, más allá de la ubicación sectorial de las endeudadas, es destacable la conclusión de que son aquellas de mayor dimensión las que exhiben un mayor grado de apalancamiento, cuando se compara con sus homólogos europeos en similares ramas de actividad.

Otro trabajo relevante a este respecto es el último *Global Financial Stability Report* (GFSR) del FMI, con uno de sus principales centros de atención en los riesgos derivados del proceso de desendeudamiento de los bancos. Sus consideraciones cobran una especial significación en el caso de la eurozona, dado el dominio de los bancos en la conformación de los sistemas financieros nacionales. Es también en esta región donde ahora se localizan las principales amenazas sobre la estabilidad financiera global. Las presiones sobre los bancos de la eurozona no derivan solo del cuestionamiento al que se encuentran sometidos los riesgos soberanos, sino de la ausencia de crecimiento económico. Las insuficientes posibilidades de recuperación de la actividad agravan los requerimientos de renegociación de vencimientos de las deudas bancarias y las exigencias de fortalecimiento de sus recursos propios. El desenlace es el adelgazamiento, la reducción del tamaño de sus balances, en definitiva. Hacerlo con prisa no solo no es bueno en el necesario proceso de selección de activos a vender, sino que ejerce efectos depresivos sobre el propio crecimiento económico.

El GFSR sugiere que los grandes bancos de la Unión Europea pueden reducir su balance agredido en unos dos billones de euros al término de 2013, en torno a un 7% de sus activos totales. Una cuarta parte de este desapalancamiento tendría lugar a través de una disminución en la inversión crediticia, mientras que el resto provendría de las ventas de otros activos. Un movimiento sincronizado de esa envergadura justifica la llamada de atención que hace el FMI a los supervisores nacionales con el fin de evitar el daño que ocasionará sobre el precio de los activos y sobre la actividad económica.

Facilitar esa digestión requerirá que tanto el BCE como la Comisión Europea adopten políticas destinadas a estimular la demanda y flexibilizar los plazos de saneamiento de los sectores públicos. Las recientes declaraciones del presidente del BCE, admitiendo la necesidad de complementar con crecimiento la austeridad hasta ahora dominante, es una señal en la buena dirección. Nunca es tarde ■

Los costes económicos del miedo

J. Bradford Delong

El País, 10 de junio de 2012

El índice S&P de la Bolsa de Nueva York está dando un rendimiento del 7% real (ajustado a la inflación). Por el contrario, el tipo de interés anual de los valores del Tesoro de EE UU a cinco años protegidos de la inflación (conocidos como TIPS) es del -1,02%. Si, hay un signo menos delante: si usted compra los TIPS a cinco años, el Tesoro estadounidense le pagará en concepto de intereses durante el próximo quinquenio el IPC del año anterior menos el 1,02%. Incluso el tipo de interés real anual de los TIPS a 30 años es solo del 0,63%, y el comprador asume el gran riesgo de que su valor disminuya en algún momento durante la próxima generación, lo que implicaría una gran pérdida si necesita venderlo antes de la madurez del bono:

Así que imagínese que invierte 10.000 dólares en el índice S&P. Este año su parte de los beneficios generados por los valores que lo integran será de 700 dólares. Ahora imagine que, de ese total, las empresas pagan 250 dólares en dividendos (que usted reinvierte en acciones) y retienen 450 dólares de los beneficios para reinvertir en sus negocios. Si los gestores de las empresas hacen bien su trabajo, esa reinversión impulsará el valor de sus acciones hasta los 10.450 dólares. Agregue a eso los 250 dólares de sus acciones nuevas y al año siguiente su cartera valdrá 10.700. Más si sube el valor de mercado de las acciones, y menos si cae.

De hecho, en el pasado, durante los periodos lo suficientemente largos como para que las oleadas de optimismo y pesimismo se sucedieran entre sí, el rendimiento promedio del índice S&P ha sido siempre un buen indicador del rendimiento de una cartera de valores. Por tanto, si usted invirtiera 10.000 dólares en S&P durante los próximos cinco años, puede esperar razonablemente (con enormes riesgos de alza y baja) ganar aproximadamente el 7% al año, lo que lo deja con un beneficio ajustado a la inflación

de 4.191 dólares. Si invirtiera 10.000 en TIPS a cinco años, en cinco años puede esperar con seguridad una pérdida de 510 dólares.

Esa es una brecha extraordinaria. Naturalmente, dispara la pregunta: ¿Por qué la gente no pasa su dinero de los TIPS (y bonos del Tesoro de EE UU y otros activos seguros) a acciones (y otros activos relativamente arriesgados)?

La gente tiene distintos motivos. Y la forma de pensar de muchos inversores no es precisamente coherente. Pero hay dos explicaciones plausibles.

En primer lugar, muchas personas dudan de que la situación actual vaya a prolongarse. La mayoría de los economistas pronostican que dentro de un año el mundo será muy parecido al de hoy: márgenes

*El peso de las deudas
contraídas es alto, y el
objetivo de los inversores
es evitar las pérdidas,
no buscar beneficios*

de beneficio y tasas de desempleo en niveles similares, salarios y precios un 1,5% más elevados, la producción un 2% arriba y riesgos tanto al alza como a la baja. Pero muchos inversores ven una probabilidad importante de un regreso a 2008 y 2009 —ya sea disparado por una crisis total del euro o por algún cisne negro que todavía no percibimos— y temen que, a diferencia de lo que sucedió en 2008 y 2009, los Gobiernos no tengan la capacidad para amortiguar el impacto económico.

Esos inversores no ven el rendimiento anual del 7% de las acciones como una expectativa real, con sus consiguientes riesgos de baja contrarrestados por oportunidades de alza. En su lugar, creen que solo los insensatos confiarían en un panorama positivo.

En segundo lugar, muchas personas sí ven el rendimiento del 7% de las acciones como una expectativa razonable, y no dejarían pasar la oportunidad para aprove-

charlo —a lo que se suma la posibilidad de sorpresas positivas adicionales—, pero no creen poder afrontar los riesgos a la baja. De hecho, el mundo parece un lugar mucho más arriesgado que hace cinco o diez años. El peso de las deudas contraídas es alto, y el objetivo principal de los inversores es evitar pérdidas, no buscar beneficios.

Ambos motivos reflejan un enorme fracaso de nuestras instituciones económicas. El primer motivo deja al descubierto la falta de confianza en la capacidad y voluntad de los Gobiernos para hacer aquello que aprendieron durante la Gran Recesión: mantener estable el nivel del gasto para que no se repitan las grandes depresiones con prolongadas tasas de desempleo de dos dígitos. El segundo revela el fracaso del sector financiero para movilizar adecuadamente la capacidad para asumir riesgo de la sociedad y ponerla al servicio de las empresas.

Como personas, parece que vemos una apuesta con aproximadamente el 50% de probabilidades de duplicar nuestra riqueza y aproximadamente el 50% de probabilidades de reducirla a la mitad como algo que vale la pena considerar: no una oportunidad irrenunciable, pero tampoco algo que rechazar de plano. Unos mercados financieros que funcionan bien movilizarían esa capacidad para asumir riesgo y la pondrían a trabajar para el beneficio de todos; así, quienes no creen poder asumir el riesgo de comprar acciones podrían dejarlo en manos de otros por un precio razonable.

Como economista, esta situación me resulta frustrante. Sabemos, o al menos debiéramos saber, cómo construir instituciones políticas que acepten la misión de la estabilización macroeconómica y cómo crear instituciones financieras para movilizar la capacidad de asumir riesgos y distribuirlos. Sin embargo, en grandísima medida, no lo hemos logrado. ■

Bonos europeos contra la crisis

Carmelo Cedrone

Cinco Días, 28 y 29 de abril de 2012

Franklin D. Roosevelt aprovechó su discurso inaugural como presidente de EE UU para dar muestras de la valentía política que lo acompañaría durante sus cuatro mandatos, declarando que a lo único que debían temer era al temor mismo. Trece millones de estadounidenses engrosaban las listas de desempleados y las medidas de contención del gasto y el *laissez faire* fracasaban, mientras la crisis se cebaba con Europa. Al recordar el New Deal, la receta concebida por Keynes para vencer al miedo, no siempre se tienen en cuenta las enormes trabas que debió sortear. Criticado sin tregua por adversarios políticos, denostado por la mayoría de la clase empresarial, la banca y la judicatura, el New Deal incluso precisó de una ampliación del Tribunal Supremo en 1935. Desde un punto de vista político, solo fue posible por el apoyo popular al presidente. Desde el prisma jurídico, por el margen de maniobra que le concedía la Constitución para que el Estado arbitrara la economía, un margen al que Roosevelt, experto jurista, también hizo referencia en aquel discurso.

Este ejemplo ilustra el triunfo de la voluntad política, cuando dispone de un plan concreto, del debido marco institucional y, por supuesto, del apoyo de la ciudadanía.

Muchos ciudadanos se preguntan quién dicta las leyes: la política o las finanzas

Al repasar los titulares europeos, desde que en 2007 se desataró la actual crisis, salta a la vista que el temor es el gran protagonista. Tras el salvamento de los bancos en 2009, la deuda pública tomó el relevo de la deuda privada, para caer en manos de las agencias de rating y dar lugar a una doble crisis de confianza. Están en duda la solvencia de determinados Estados y la credibilidad democrática, que ha llevado a muchos ciudadanos a preguntarse quién dicta las leyes: la política o las finanzas. La reacción de los Estados miembros a esta crisis de confianza encuentra su fundamento en dos falsas premisas, a saber: que los déficits de unos Estados cubren el superávit de otros y que la reducción de la deuda pública automáticamente hace recuperar la confianza, aumentando así la inversión privada.

A ello se suma la contradicción de que los Estados de la zona euro dispongan de una moneda única, pero de diecisiete políticas de gestión de deuda. Estos principios económicos equivocados se ven acompañados de un peligroso moralismo, que divide a los Estados miembros en virtuosos y viciosos, según el cual los primeros no deben ayudar a los segundos. Nace así una política basada en la austeridad y el rigor presupuestario, ajena al esti-

mulo del crecimiento. Curiosamente, la situación recuerda a cómo antes de la introducción del euro los movimientos especulativos fueron tumbeando sucesivamente divisas europeas cada vez más fuertes, llegando a amenazar a la libra y al franco.

Hasta aquí se ha resumido un contexto, en el que el Consejo Europeo, incapaz de actuar, ha dejado un vacío institucional. El CESE pretende llenar este vacío presentando una propuesta, elaborada en colaboración con el Banco Europeo de Inversiones (BEI), que puede ponerse en marcha de inmediato, activando de un lado un Gobierno común de la deuda de la eurozona y de otro el lanzamiento de un plan europeo para el crecimiento, un Plan Marshall europeo



que haga recuperar la confianza a los ciudadanos.

La propuesta del CESE está basada en la legitimidad que da el diálogo entre los representantes de la sociedad civil europea. El hecho de que los portavoces europeos de grupos de interés tan diversos como los sindicatos, las patronales, los consumidores, los agricultores o los discapacitados hayan adoptado un dictamen con una propuesta clara no puede ser obviado. La voz que durante 55 años ha representado a la sociedad civil en la Unión Europea se ha puesto de acuerdo sobre este tema en interés de los ciudadanos y de las empresas. En este momento crítico, sin duda merece ser atendida.

Las recomendaciones del CESE en su dictamen vienen determinadas por el convencimiento de que la salida de la crisis pasa por adoptar nuevas políticas económicas, que restauren el crecimiento, la creación de empleo y la confianza en el modelo social europeo. Esta nueva política se

vería materializada mediante dos instrumentos: de un lado, los bonos de la Unión, para recuperar la confianza, y de otro, los eurobonos, como motor de crecimiento. Hasta ahora, esta vía requeriría la asunción de garantías mancomunadas o solidarias por parte de los Estados más solventes, en particular Alemania. La propuesta del CESE no precisa de este tipo de garantías, como se verá a continuación.

En lo que respecta a los bonos de la Unión, consisten en la conversión progresiva de la deuda nacional, con un límite de hasta un 60% del PIB, siendo los Estados miembros los que asumirían el servicio de su cuota de deuda. Se trataría de una deuda consolidada y no negociable, a salvo de la especulación de las agencias.

Dicha conversión podría efectuarse a través de una cooperación reforzada, de modo que el Estado miembro que no quisiera participar pudiera conservar sus obligaciones.

Los bonos de la Unión pon-

drían coto a la contradicción que supone el que los Estados compartan una política monetaria, pero apliquen 17 políticas de deuda diferentes. Ya en su propuesta de bonos azules, el think tank Bruegel proponía este tipo de bonos, que en un primer momento en-contraron una buena acogida entre determinados jefes de Gobierno. Sin embargo, el dictamen no aboga por una reforma institucional.

Por su parte, los eurobonos tienen como objetivo financiar la reactivación económica y si serían negociables. Recordemos que en 2011 los BRIC expresaron su interés en mantener reservas en euros. Pues bien, esta vía sería una excelente oportunidad para ambos. Los eurobonos reactivarían el crecimiento, con su efecto multiplicador, haciendo viable el modelo social europeo y aumentando la demanda de la Unión Europea, que tan necesaria es para la economía mundial. Para que este instrumento de recuperación funcione correctamente es necesario que no se aplique a través de transferen-

cias a los Estados miembros. La alternativa es que financie el programa de recuperación europeo y sea gestionado por el BEI.

Con estos dos tipos de bonos se pondría en marcha un círculo virtuoso capaz de remplazar la austeridad por la recuperación del Estado del bienestar y cuyo esquema sería el siguiente: la recuperación de confianza de los mercados y la opinión pública harían aumentar la liquidez y la demanda, la cual, a su vez, haría recuperar el crecimiento con el consiguiente aumento de los ingresos fiscales y del empleo, que propiciarían el equilibrio presupuestario.

Esta propuesta se concretaría jurídica e institucionalmente a través de unas herramientas que ya existen en la UE. El Fondo Europeo de Inversión (FEI) emitiría los eurobonos. Antes de la crisis este organismo estaba destinado a suplir la ausencia de crédito que existe en Europa, para pymes y empresas de alta tecnología, en comparación con EE UU. Puesto que el consejo del Ecofin es el órgano de gobierno del

Se trataría de una deuda consolidada y no negociable, a salvo de la especulación de las agencias"

drían coto a la contradicción que supone el que los Estados compartan una política monetaria, pero apliquen 17 políticas de deuda diferentes. Ya en su propuesta de bonos azules, el think tank Bruegel proponía este tipo de bonos, que en un primer momento en-contraron una buena acogida entre determinados jefes de Gobierno. Sin embargo, el dictamen no aboga por una reforma institucional.

Por su parte, los eurobonos tienen como objetivo financiar la reactivación económica y si serían negociables. Recordemos que en 2011 los BRIC expresaron su interés en mantener reservas en euros. Pues bien, esta vía sería una excelente oportunidad para ambos. Los eurobonos reactivarían el crecimiento, con su efecto multiplicador, haciendo viable el modelo social europeo y aumentando la demanda de la Unión Europea, que tan necesaria es para la economía mundial. Para que este instrumento de recuperación funcione correctamente es necesario que no se aplique a través de transferen-

BEI, la decisión para que el FEI emita bonos no precisa de una reforma de los tratados, ni nuevas instituciones.

Así pues, tenemos ante nosotros un plan concreto, disponemos del marco jurídico e institucional necesario y resulta evidente que los europeos no quieren renunciar a su modelo económico y social. Se dan cita todos los elementos para un cambio de modelo, mencionados al principio de este artículo, excepto por la voluntad política.

Cabe recordar que Roosevelt, ya en aquel primer discurso, daba aliento a los ciudadanos y responsables políticos afirmando que, en comparación con los peligros que habían acechado a sus abuelos, «ellos se podían sentir afortunados, una afirmación que también se puede aplicar en la Unión Europea. En este caso, volver la vista atrás puede ayudar a que el temor se disipe y a emprender la vía de la acción, recuperando el espíritu de solidaridad y cohesión, auténticos cimientos de los tratados de la UE. Necesitamos una visión europea y coraje para llevarla a cabo.

RAFAEL MAGAÑA

Cohesión y coordinación fiscal en la UE

Patricia Lampreave

Cinco Días, 24 de mayo de 2012

Desde la creación de la Unión Europea (UE), la cooperación entre Estados y la unificación de criterios han jugado un papel primordial en ciertos aspectos económicos y monetarios, pero muy secundario en lo referente a política fiscal. No podemos obviar que esta última es parte integrante de la soberanía que ejerce cada Estado, dependiendo de la recaudación fiscal, tanto la financiación del gasto público como la posterior redistribución de la renta.

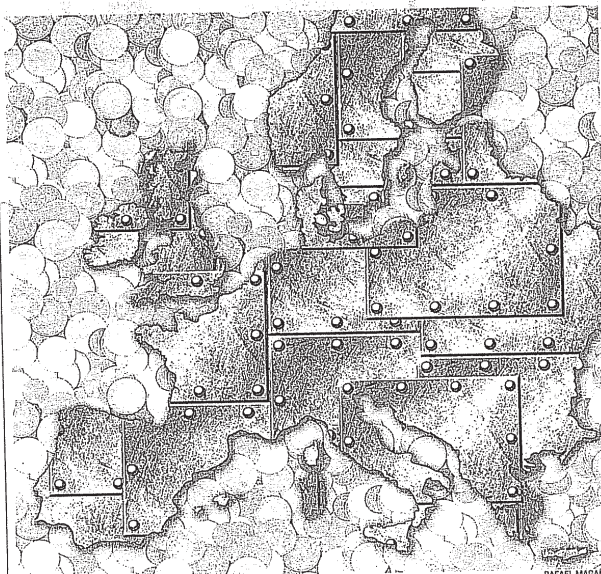
En la UE, la diversidad de sistemas tributarios de los Estados miembros es una cuestión que ha suscitado desde hace décadas el debate sobre la necesidad de fijar una serie de puntos en común, aplicables a todos sus integrantes, no solo en lo relativo a la aproximación de la fiscalidad en sí, sino en cuanto a la erradicación de conductas lesivas que puedan perjudicar al mercado interior. Tal es el caso de la competencia fiscal desleal que han ejercido ciertos Estados durante años (a pesar del código de conducta de 1997), impulsando regímenes fiscales (bien en su propio país o en sus territorios dependientes o asociados, clasificados algunos como paraísos fiscales o países de baja tributación) que implicaban una operativa artificiosa y opaca, con el único objetivo de atraer la inversión exterior hacia su territorio, erosionando con ello las bases imponibles de otros Estados.

Se debe subrayar que la idea inicial de una armonización fiscal plena, recogida en los informes Neumark (1963) o Ruding (1992), con el tiempo ha dado

La idea de armonización fiscal plena ha dado paso a una coordinación de políticas fiscales

paso a una coordinación de políticas fiscales, que sin duda alguna ha contribuido a mejorar la tributación de las transacciones llevadas a cabo entre operadores localizados en diferentes Estados miembros, ha flexibilizado y agilizado la coordinación entre las diferentes Administraciones o ha ayudado a disminuir la evasión y la elusión fiscal intracomunitaria.

No obstante y a consecuencia tanto de las corrientes antieuropeístas como las defensoras a ultranza de una UE que prime sobre sus Estados miembros, hemos llegado a un punto donde debemos plantearnos si, aproximando los actuales 27 sistemas tributarios, perjudicamos la producción eficiente y el crecimiento económico de cada Estado o solo mediante una política fiscal común será capaz la UE de incrementar su competitividad y ser de nuevo un referente en una economía globalizada. Es decir, los Estados miembros deben plantearse si prefieren que sea la UE (con personalidad jurídica propia desde la ratificación del Tratado de Funcionamiento de la UE, TFUE) la que asuma mayor protagonismo en una progresiva cohesión de políticas fiscales o si, por el contrario, cada Estado prefiere proteger su soberanía fiscal y sus políticas de estímulos domésticos.



No podemos obviar que los posibles avances en materia de coordinación fiscal han sido frenados por la aplicación del principio de voto por unanimidad (en determinadas materias, con implícita sensibilidad e impacto en la economía doméstica, se requiere el voto unánime de todos los Estados miembros para la adopción de cualquier medida). El citado mecanismo ha supuesto un derecho de veto encubierto de los Estados que ha retrasado, e incluso paralizado, numerosas propuestas presentadas por la Comisión Europea. A falta de consenso y por la necesidad de adoptar una serie de medidas que continúan pendientes de ser aprobadas desde hace años, la Comisión entiende como única solución que se adopten las citadas mediante cooperación reforzada (voto de un tercio de los Estados miembros).

Resulta evidente que la UE no acaba de calar ni en los Estados miembros ni en los ciudadanos. Quizás ello se deba a que las funciones y actividades de las

Resulta evidente que la UE no acaba de calar ni en los Estados miembros ni en los ciudadanos"

instituciones y organismos interinstitucionales de la UE son desconocidas para la mayoría de los ciudadanos comunitarios. Estas no han sabido reflejar que sus actos y decisiones son llevados a cabo en aras a un bien común superior, que no es otro que el desarrollo de un mercado interior equilibrado, lo cual beneficia en última instancia a los Estados miembros. No obstante, la falta de información no es imputable a la UE sino a cada Estados miembros (y a sus representantes políticos) que no aciertan en el momento de transmitir la trascendencia de lo que se discute en el seno de la UE, llegando en ocasiones incluso a confundir al ciudadano. No obstante, parece complicado entender que si se exige austeridad a los Estados miembros se dé un aumento en la partida de gastos para sostener un aparato burocrático que no deja indiferente a nadie que visite Bruselas.

No cabe duda que, en general, iniciativas fiscales aprobadas desde el consenso de los Estados han sido positivas

para los operadores con transacciones intracomunitarias, por lo que la sustitución del voto por unanimidad en materia fiscal por el de mayoría cualificada sería un balón de oxígeno para la Comisión y una solución más democrática que la cooperación más demócrata que favorecería a los Estados miembros que crean que debe continuarse el acercamiento de políticas, sin por ello pretender una homogeneización de legislaciones tributarias.

Pese a que se haya podido sugerir que en un futuro la UE podría devenir en los Estados Unidos de Europa, con plena unificación legislativa elaborada desde Bruselas, esta idea no parece muy viable, ya no solamente por la reticencia que ello despierta entre los Estados miembros, sino porque, entre otras razones, es nuestra diversidad la base de la riqueza de la Unión y los Estados no deberían renunciar a su soberanía tan necesaria para regular su propio mercado, lo que no es contrario con fijar unos criterios comunes de política fiscal, siempre que ello redunde en beneficio de los Estados, que tienen tanta importancia como el mercado común del que forman parte.

Entiendo que, a pesar de ser adecuadas la mayoría de las propuestas que surgen desde las instituciones europeas, en ocasiones se adolece de excesivo dogmatismo, probando con ello que se adaptan de forma tardía a la realidad práctica de un mercado común formado por 27 Estados en constante evolución. Un claro ejemplo de la dificultad que entraña el poder entender desde Bruselas la realidad

Los Estados no aciertan en el momento de transmitir la trascendencia de lo que se discute en el seno de la UE

de un mercado doméstico se ha puesto de manifiesto en la política de control de las ayudas de Estado orquestada desde la Comisión. En España se han visto afectadas varias disposiciones normativas, eliminándose por ejemplo la deducción por exportación o el fondo de comercio financiero, por considerarse selectivas y perjudiciales para la libre competencia, afectando con ello la internacionalización de la empresa española, curiosamente quedando otro tipo de ayudas públicas igualmente selectivas fuera de su ámbito de aplicación.

La discrepancia entre los Estados miembros y la UE es patente y, a pesar de ello, la Unión es ahora más necesaria que nunca, quizás sería recomendable un esfuerzo mutuo, moderando ambos los intentos de supremacía recíproca y entendiendo que solo mediante un diálogo abierto y más flexible en materia fiscal se verá reforzada la UE. Probablemente sería preferible una mayor presencia de los ciudadanos vía referéndum (dado que al final son las personas físicas y jurídicas las que sufren lo que otros deciden) y mayor protagonismo del Parlamento Europeo, donde están representadas las diferentes opciones políticas (pese a que desde la ratificación del TFUE, esta institución se haya visto reforzada).

El suicidio económico de Europa

Paul Krugman

El País, 22 de abril de 2012

La semana pasada, *The New York Times* informaba de un fenómeno que parece extenderse cada vez más en Europa: los suicidios "por la crisis económica" de gente que se quita la vida desesperada por el desempleo y las quiebras de las empresas. Era una historia desgarradora, pero estoy seguro de que yo no era el único lector, especialmente entre los economistas, que se preguntaba si la historia principal no será tanto la de las personas como la de la aparente determinación de los líderes europeos de cometer un suicidio económico para el continente en su conjunto.

Hace solo unos meses albergaba algo de esperanza respecto a Europa. Es posible que recuerden que a finales del pasado otoño Europa parecía estar al borde de la crisis financiera, pero el Banco Central Europeo, homólogo europeo de la Reserva Federal estadounidense, acudió al rescate. Ofreció a los bancos europeos unas líneas de crédito indefinidas siempre que presentaran bonos de los Gobiernos europeos como garantía, lo que ayudó directamente a los bancos e indirectamente a los Gobiernos, y puso fin al pánico.

La cuestión por aquel entonces era saber si esta acción valiente y eficaz sería el inicio de un replanteamiento más amplio, y si los líderes europeos usarían el oxígeno que el banco había insuflado para reconsi-

derar las políticas que llevaron las cosas a un punto crítico en primer lugar.

Pero no lo hicieron. En vez de eso, persistieron en sus políticas y en sus ideas que no dieron resultados. Y cada vez resulta más difícil creer que algo les hará rectificar el rumbo.

Piensen en la situación en España, que actualmente es el epicentro de la crisis. Ya no se puede hablar de recesión; España se encuentra en una depresión en toda regla, con una tasa de desempleo total del 25,6%, comparable a la de EE UU en el peor momento de la Gran Depresión, y con una tasa de paro juvenil de más del 50%. Esto no puede seguir así, y el hecho de haber caído en la cuenta de ello es lo que está incrementando cada vez más los costes de financiación españoles.

En cierta forma, no importa realmente cómo ha llegado España a este punto, pero por sí sirve de algo, la historia española no se parece en nada a las historias moralistas tan populares entre las autoridades europeas, especialmente en Alemania. España no era derrochadora desde un punto de vista fiscal; en los albores de la crisis tenía una deuda baja y superávit presupuestario. Desgraciadamente, también tenía una enorme burbuja inmobiliaria, que fue posible en gran medida gracias a los grandes préstamos de los bancos alemanes a sus homólogos españoles. Cuando la burbuja estalló, la economía española fue abandonada a su suerte. Los problemas fiscales españoles son una consecuencia de su depresión, no su causa.

Sin embargo, la receta que procede de

Berlín y de Fráncfort es, lo han adivinado, una austeridad fiscal aún mayor.

Esto es, hablando sin rodeos, descabellado. Europa ha tenido varios años de experiencia con programas de austeridad rigurosos, y los resultados son exactamente lo que los estudiantes de historia les dirían que pasaría: semejantes programas sumen a las economías deprimidas en una depresión aún más profunda. Y como los inversores miran el estado de la economía de un país a la hora de valorar su capacidad de pagar la deuda, los programas de austeri-

Ya no se puede hablar de recesión; España se encuentra en una depresión en toda regla

dad ni siquiera han funcionado como forma de reducir los costes de financiación.

¿Cuál es la alternativa? Bien, en la década de 1930 —una época cuyos detalles la Europa moderna está empezando a reproducir de forma cada vez más fiel— el requisito fundamental para la recuperación fue una salida del patrón oro. La medida equivalente ahora sería una salida del euro, y el restablecimiento de las monedas nacionales. Pueden decir que esto es inconcebible, y que sin duda alguna sería enormemente perjudicial tanto económica como políticamente. Pero lo que es realmente inconcebible es mantener el rumbo actual e imponer

una austeridad cada vez más rigurosa a países que ya están sufriendo un desempleo de la época de la Depresión.

Por eso, si los líderes europeos quisieran realmente salvar al euro estarían buscando un rumbo alternativo. Y la forma de dicha alternativa es en realidad bastante clara. Europa necesita más políticas monetarias expansionistas, en forma de buena disposición —una buena disposición anunciada— por parte del Banco Central Europeo para aceptar una inflación algo más elevada; necesita más políticas fiscales expansionistas, en forma de presupuestos en Alemania que contrarresten la austeridad en España y en otros países en apuros de la periferia europea, en vez de reforzarla. Incluso con esas políticas, los países periféricos se enfrentarán a años de tiempos difíciles, pero al menos existiría alguna esperanza de recuperación.

Sin embargo, lo que estamos viendo en realidad es una falta de flexibilidad absoluta. En marzo, los líderes europeos firmaron un pacto fiscal que establece de hecho la austeridad fiscal como respuesta ante todos y cada uno de los problemas. Mientras tanto, los principales directivos del banco central insisten en recalcar la voluntad del banco de aumentar los tipos a la más mínima señal de una inflación más elevada.

Por eso resulta difícil evitar una sensación de desesperación. En vez de admitir que han estado equivocados, los líderes europeos parecen decididos a tirar su economía —y su sociedad— por un precipicio. Y el mundo entero pagará por ello. ■

Esta vez, Europa está de verdad al borde del precipicio

Niall Ferguson y Nouriel Roubini

El País, 10 de junio de 2012

Queda un minuto para la medianoche en Europa? Nos tememos que la política del Gobierno alemán de hacer algo que sirva ya de poco y llega demasiado tarde corre el riesgo de provocar precisamente una repetición de la crisis de mitad del siglo XX que la integración europea pretendía evitar.

Nos resulta extraordinario que sea Alemania, precisamente, la que parezca no haber aprendido de la historia. Obsesionada con la inexistente amenaza de la inflación, da la impresión de que la Alemania actual otorga más importancia al año 1923 (el año de la hiperinflación) que a 1933 (el año en que murió la democracia). A los alemanes no les vendría mal recordar que una crisis bancaria europea ocurrida dos años antes de 1933 contribuyó de forma directa a la descomposición de la democracia, no solo en su propio país, sino en todo el continente.

Llevamos más de tres años advirtiendo de que Europa continental necesitaba limpiar los lamentables balances de sus bancos. No hicieron prácticamente nada. Mientras tanto, desde hace dos años se está extendiendo un pánico silencioso entre los bancos de la periferia de la eurozona: se han reducido los servicios financieros transfronterizos, interbancarios y generales, y se han sustituido por financiación del BCE y el dinero inteligente—grandes depósitos no asegurados de personas con altos ingresos—ha abandonado las costas de Grecia y otros bancos mediterráneos.

Pero ahora el público está perdiendo la confianza, y el pánico puede extenderse a depósitos sin asegurar más pequeños. Si Grecia saliera del euro, se produciría una congelación de depósitos, y los depósitos en euros se convertirían en nuevos dracmas: por tanto, un euro en un banco griego no equivale a un euro en un banco alemán. Los griegos han retirado más de 700 millones de euros de sus bancos en el último mes.

Más preocupante es que el mes pasado también hubo un aumento de las retiradas de dinero de algunos bancos españoles. La torpe operación de rescate de Bankia llevada a cabo por el Gobierno solo ha servido para incrementar la inquietud de la población. En una visita reciente a Barcelona, a uno de nosotros le preguntaron varias veces si era seguro tener dinero en un banco español. Este tipo de proceso puede ser explosivo. Lo que hoy es una tranquila visita al banco puede convertirse en una carrera de sálvese quien pueda. Si se produjera la salida de Grecia, las personas racionales se preguntarían: ¿quién va a continuación?

Como se debatió en una reunión del Nicolas Berggruen Institute celebrada la semana pasada en Roma, la forma de salir de esta crisis parece clara.

En primer lugar, es preciso establecer un programa de recapitalización—mediante acciones preferentes sin derecho a voto—de los bancos de la eurozona, tanto en la periferia como en el centro, directa a través del Instrumento Europeo de Estabilidad Financiera (IEEF) y su sucesor, el Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEE).

La estrategia actual de recapitalizar los bancos a base de que los Estados pidan prestado a los mercados nacionales de bonos—o al IEEF—ha resultado desastrosa en Irlanda y Grecia: ha provocado una explosión de deuda pública y ha hecho que el Estado fuera todavía más insolvente, al tiempo que los bancos se convierten en un riesgo mayor en la medida en que más parte de la deuda pública está en sus manos.

Segundo, para evitar el pánico en los bancos de la eurozona—un fenómeno seguro en el caso de salida de Grecia y muy probable en cualquier caso—es necesario crear un sistema europeo de garantía de depósitos.

Con el fin de reducir el riesgo subjetivo (además del riesgo del precio de las acciones y el riesgo crediticio asumidos por los contribuyentes de la eurozona), también habría que tomar otras medidas:

1. El programa de garantía de depósitos debe financiarse con los gravámenes bancarios apropiados: podría ser un impuesto de transacciones financieras o, mejor aún, un impuesto sobre todos los pasivos bancarios.

2. Es necesario poner en práctica un programa de resolución bancaria en el que los acreedores no asegurados—tanto mayoritarios como minoritarios—sean los primeros que paguen, antes de recurrir al dinero de los contribuyentes para cubrir las pérdidas de un banco.

3. Deben tomarse medidas para limitar el tamaño de los bancos con el fin de evitar el problema de las entidades demasiado grandes para caer.

4. También somos partidarios de un sistema de supervisión y regulación para toda la UE.

Es cierto que el fondo europeo de garantía de depósitos no funcionará si existe el riesgo continuo de que un país se salga de la eurozona. Garantizar los depósitos en euros sería muy caro, porque el país en cuestión necesitaría convertir toda la deuda a una nueva moneda nacional, que seguida se depreciaría respecto al euro.

Resulta extraordinario que sea Alemania la que parezca no haber aprendido de la historia

El seguro europeo de depósitos y la mutualización de la deuda no son opcionales

Por otra parte, si el seguro de depósitos solo tiene validez mientras el país no abandone el euro, será incapaz de impedir un pánico bancario. Por consiguiente, es necesario tomar más medidas para reducir las probabilidades de que se produzcan abandonos de la eurozona.

Hay que acelerar las reformas estructurales que estimulan el crecimiento de la productividad. Entre las políticas que pueden conseguirlo están una mayor flexibilización monetaria por parte del BCE, un euro más débil, algún estímulo fiscal en el núcleo duro, más gasto en infraestructuras que reduzcan los cuellos de botella y

faciliten el abastecimiento en la periferia (a ser posible, con una regla de oro para las inversiones públicas) e incrementos salariales por encima de la productividad en el centro para impulsar los ingresos y el consumo.

Por último, dado el volumen insostenible de las deudas públicas y los costes de endeudamiento de varios Estados miembros, no vemos alternativa posible a algún tipo de mutualización de la deuda.

En la actualidad existen varias propuestas de eurobonos. Entre ellas, la que preferimos es la de un Fondo Europeo de Redención que hace el Consejo Alemán de Asesores Económicos, no porque sea la mejor, sino porque es la única capaz de aliviar la inquietud alemana sobre la perspectiva de asumir un riesgo crediticio excesivo.

El FER es un programa provisional que no derivará en un sistema de eurobonos permanentes. Cuenta con los avales suficientes y la antigüedad adecuada, además de tener unas condiciones muy firmes. El principal peligro es que cualquier propuesta que sea aceptable para Alemania supondría tal pérdida de soberanía fiscal para los Estados que sería inaceptable para la periferia de la eurozona, en especial Italia y España.

Ceder parte de la soberanía es inevitable. Sin embargo, existe una diferencia entre federalismo y neocolonialismo, como nos dijo un veterano político en la reunión del NBI en Roma.

Hasta hace poco, la postura de Alemania sobre estas propuestas ha sido siempre negativa. Es comprensible la preocupación alemana sobre el riesgo subjetivo. Será difícil de justificar el hecho de que se ha arriesgado el dinero de los alemanes si en la periferia no se llevan a cabo unas reformas sustanciales. Pero es inevitable que esas reformas tarden aún cierto tiempo. La reforma estructural del mercado de trabajo alemán no fue precisamente un éxito de la noche a la mañana. Por el contrario, la crisis bancaria europea es un riesgo financiero que podría dispararse en cuestión de días.

Los alemanes deben comprender que la recapitalización bancaria, el seguro europeo de depósitos y la mutualización de la deuda no son opcionales. Son medidas esenciales para evitar una desintegración irreversible de la unión monetaria europea. Si todavía no están convencidos, deben entender que los costes de la ruptura de la eurozona serían astronómicos, para Alemania tanto como para el resto del mundo.

Al fin y al cabo, la prosperidad actual de Alemania es en gran parte una consecuencia de la unión monetaria. El euro ha dado a los exportadores alemanes un tipo de cambio mucho más competitivo que el viejo marco. Y el resto de la eurozona sigue siendo el destino del 42% de las exportaciones alemanas. Sumir a la mitad de ese mercado en una depresión no puede ser beneficioso para Alemania.

A la hora de la verdad, como reconoció la canciller Merkel la semana pasada, la unión monetaria siempre tuvo implícita en ella una mayor integración en una unión fiscal y política.

Pero antes de que Europa piense en dar este paso histórico, debe demostrar que ha aprendido las lecciones del pasado. La UE se creó para no repetir los desastres de los años treinta. Ya es hora de que los dirigentes europeos—y en especial los alemanes—sean conscientes de que están peligrosamente cerca de caer en ello. ■

La solución está en Europa

Carmen Alcaide

El País. 27 de mayo de 2012

Primero, el Gobierno socialista negó la crisis; después la aceptó, y comenzaron las explicaciones en base al sistema financiero internacional y a la burbuja inmobiliaria en España, pero se aseguró la existencia de una fuerte solvencia en el sistema financiero español. Más tarde, el Gobierno, junto al PP, se comprometió en Europa con el pacto fiscal, admitió la necesidad de reformas y las comenzó junto a algunos recortes del gasto público, aunque de manera insuficiente. Mientras tanto, la desconfianza aumentaba y la prima de riesgo llegaba a límites peligrosos, hasta que el BCE ayudó con sus declaraciones y comprando deuda española en el mercado secundario.

Cuando el PP ganó las elecciones, España ya se había comprometido a reducir el déficit público, y el nuevo Gobierno comenzó a introducir paulatinamente aumentos de impuestos, nuevas reformas y recortes en el gasto público, esperando recuperar la confianza de los mercados sin conseguirlo. Mientras tanto, las protestas de los ciudadanos y los sindicatos se han multiplicado. El nuevo detonante ha sido la necesaria nacionalización de Bankia (todavía sin concretar), un antes y un después en la reforma del sistema financiero, que está en proceso de conocer la verdadera situación de sus balances.

Ahora nos encontramos con una economía en recesión, con un consumo y una inversión muy débiles, que reducen la recaudación de impuestos, un nivel de paro cada vez más insostenible, que detrae cada vez más el consumo, y unas reformas económicas sin terminar. Faltan la gran reforma de las Administraciones públicas y especialmente una reforma financiera, cuyo alcance todavía presenta suficientes dudas hasta que sea del todo diagnóstica y se tomen las decisiones oportunas con los bancos y cajas que no puedan realizar su propia capitalización y necesiten de

ayudas públicas del FROB español y/o del fondo de rescate de la Unión Europea para sanear su situación.

Desde el punto de vista de la actividad, la gran dificultad para España está en sustituir la producción, al menos de una parte del denostado sector de la construcción, por aumentos y mejoras en otros sectores productivos que aporten la suficiente creación de empleo como para salir de esta recesión económica. Para ello es absolutamente necesario que el crédito vuelva al sistema circulatorio de la actividad productiva. Las políticas de austeridad son necesarias, pero cuando se aplican con recortes directos de la producción alimentan la recesión y por tanto hacen disminuir los ingresos públicos y aumentan el déficit. Por eso es necesario

Alemania podría permitir que su demanda interna vuelva a actuar como motor del crecimiento

que las reformas se apliquen cuidadosamente y los recortes eviten la reducción de la actividad productiva.

Las nuevas corrientes de opinión, impulsadas por Francia y reflejadas en el último comunicado del G-8, que abogan por un impulso al crecimiento de la actividad sin renunciar a la austeridad, pueden hacer cambiar la actitud de Alemania y permitir que en la Unión Europea se tomen medidas para incentivar el crecimiento. Pueden ponerse en marcha los diversos fondos estructurales existentes para impulsar actividades como la eficiencia energética, infraestructuras y actividad en los sectores I+D+i. Y el Banco Europeo de Inversiones podría incentivar la financiación de las pymes. Todo esto podría ser el inicio de un cambio en la tendencia actual. Alemania podría aplicar una política económica menos austera, permitiendo que su demanda interna vuelva a actuar como motor del crecimiento. Lo que es difícil es que en la eurozona se

relajen los calendarios acordados de reducción del déficit público de los Estados, aunque en la próxima cumbre podría llegarse a algún acuerdo en este sentido.

Desde el punto de vista financiero, también el Banco Central Europeo (BCE) puede ayudar. En primer lugar, declarando su apoyo a las deudas de los países; además, volviendo a comprar deuda en los mercados secundarios. Esto calmaría de momento a los mercados. Pero la reforma que se necesita es más profunda. Si el BCE no puede actuar como un verdadero banco central cumpliendo con un objetivo de incentivar el crecimiento en etapas de recesión, como hacen la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco de Inglaterra, difícilmente se podrá sostener la unión monetaria.

Es difícil que España salga por sí sola de este estado de recesión. Es comprensible que en los ámbitos gubernamentales cunda el desánimo, ya que la realidad está siendo torcida y no consiguen recuperar la confianza de los mercados. Se están haciendo las reformas necesarias para establecer mejores condiciones de competitividad en el medio plazo, pero en el corto plazo la esperanza está en Europa.

Si, como Alemania y Francia aseguran, se quiere mantener la unión monetaria con el euro como moneda común será necesario hacer reformas en la Unión Europea y especialmente en el BCE para evitar crisis como la actual. Una verdadera unión económica y monetaria exige un acercamiento político de los Estados que hoy día está lejos de conseguirse. Como ya señalan muchos analistas económicos, el mayor error ha sido querer construir una unión monetaria obviando aspectos económicos y políticos esenciales. Pero de momento, es absolutamente necesario que al pacto de estabilidad y crecimiento, hasta ahora reducido a pacto fiscal, se le dé contenido en su segundo objetivo: el crecimiento. Porque como ha demostrado ya el caso de Grecia, solo con políticas de austeridad no se sale de la crisis actual. ■

Carmen Alcaide, expresidenta del Instituto Nacional de Estadística (INE), es analista económica.

Más Europa, una opción para hacer frente a la actual crisis de confianza

José Manuel González Páramo

ABC, 29 de abril de 2012

En la Cumbre Europea del pasado jueves, buena parte del diálogo se centró en la cuestión de cómo crear más crecimiento y empleo en la zona euro. Se trata, sin duda alguna, de un asunto serio. Los recientes pronósticos de la OCDE indican que el PIB en el conjunto de la zona euro retrocederá en este ejercicio en un -0,1%, tras el aumento del 1,4% registrado el año pasado. Solo Alemania, con un crecimiento previsto del 1,2%, propulsado por la demanda interna, le da algún soporte a la actividad común. Francia crecerá muy lentamente (0,6%). En el grupo de los cinco países inmersos en la crisis de deuda soberana (PIGS) únicamente la economía irlandesa crecerá algo (0,6%), mientras que para la española la contracción podría ser del 1,6% (Portugal: -3,2%, Italia: -4,7%, Grecia: -5,3%). En el mercado laboral persiste el elevado paro, en el orden del 10% como media (más del doble en España y en Grecia). Muy preocupante son las dimensiones que ha adquirido el paro juvenil en diversos países europeos, como acaba de revelar Eurostat para finales de 2011, en España (49%), Portugal (35%), Italia (30%) o Francia (22%). Alemania exhibe unos registros mejores: una tasa de paro alrededor del 6%, con tendencia a la baja, y un paro juvenil en el orden del 8%, estable. Si los jóvenes cualificados emigran al extranjero (muchos ya lo hacen), el potencial de crecimiento se debilita de forma duradera.

Con estos datos sobre la mesa no hay que discutir la importancia que tiene para la zona euro recuperar la senda de un crecimiento sostenido. Lo que sí hay que discutir es la forma de cómo conseguirlo. Aquí chocan dos conceptos: uno, basado en políticas fiscales y monetarias expansivas; el otro, centrado en el saneamiento de las finanzas públicas en combinación con reformas estructurales en la economía real y las instituciones. Podría hablarse de «Hollande versus Merkel» como la personificación de estos dos conceptos opuestos.

Para que estímulos fiscales a través de más gasto público puedan acelerar el crecimiento hay que partir del supuesto que el tamaño del multiplicador es significativo, concretamente superior a 1 (y bastante). Entonces un euro de gasto público adicional generaría más de un euro de gastos de inversión y de consumo en el sector privado. La Comisión Europea, en sus estimaciones sobre los efectos de programas de fomento del crecimiento, trabaja con esta hipótesis. La moderna literatura empírica, sin embargo, la cuestiona y revela unos multiplicadores bajos y en numerosos casos inferiores a 1, lo que implica que el estímulo logrado ni siquiera cubre el gasto público realizado. De hecho, los paquetes de estímulos fiscales implementados por numerosos países de la zona euro contra la «gran recesión» de 2009 por regla general han ralentizado el gasto privado interno tan sólo transitoriamente y no han mejorado la situación en el mercado laboral. Lo que limita los efectos multiplicadores es, por un lado, la globalización de los mercados que desvía una parte de la demanda interna hacia las importaciones, y por el otro, la rigidez estructural en los mercados internos que obstaculiza de sobremanera las inversiones empresariales y la creación de empleo.

Un aspecto crucial es el de la financiación de los programas de crecimiento. Hay numerosas propuestas. Lo más tentativo es presionar al BCE a que preste directamente dinero a los Gobiernos y a que amplíe aún más la liquidez disponible en el eurosistema. No parece importarle a los políticos que lo primero sería ilegal y lo segundo contraproducente por el riesgo de inflación que acarrea. Otra propuesta es la de aumentar el capital del Banco Europeo de Inversiones. El argumento es que ello permitiría ampliar fuertemente, por la vía del apalancamiento, la capacidad efectiva de otorgar préstamos para proyectos de inversión, fundamentalmente infraestructuras. Pero todo el mundo sabe que el BEI,



Angela Merkel y François Hollande

REUTERS

«EL PLANTEAMIENTO DE AUSTERIDAD FISCAL O CRECIMIENTO DERIVA DE UN FALSO DILEMA. BIEN INTERPRETADOS, ESTOS OBJETIVOS SON COMPLEMENTARIOS»

como entidad seria y responsable que es, tiene que aplicar con rigor los cálculos habituales del coste-beneficio social. Es improbable que todos los proyectos que se le ocurran a la Comisión Europea o a los Gobiernos nacionales puedan ser aprobados, sin más. Lo mismo cabe decir de la propuesta de activar en los fondos estructurales europeos las cantidades hasta ahora no usadas y destinarlas a inversiones en los países en crisis, Grecia el primero. ¿Por qué no se ha utilizado este dinero? Probablemente porque los países con derecho a las ayudas financieras no supieron presentar a la Comisión Europea proyectos dignos de fomento. ¿Ahora sí los tienen?

Entre las fuentes de financiación consideradas no podía faltar el impuesto sobre transacciones financieras internacionales y la mutualización de la deuda vía emisión de eurobonos. Ambos instrumentos adolecen de serios defectos. El primero, porque el impuesto, mientras no se implante globalmente, desviaría inversiones financieras a otros lugares, lo cual dejaría la zona euro desprovista de capitales privados que son tan necesarios para la sostenibilidad del sistema bancario y la financiación externa de las empresas. El segundo, porque los eurobonos eliminarían el mecanismo

de los tipos de interés para conducir las inversiones empresariales a usos eficientes e incentivar a los gobiernos a consolidar los presupuestos estatales y controlar el gasto público. Además, con la emisión de eurobonos continuaríamos incrementando los niveles de endeudamiento estatal, ya por sí preocupantes. La Comisión Europea prevé para el conjunto de la zona euro una ratio en el orden del 90% sobre PIB en 2012 (2011: 87,2%; 2010: 85,3%; 2007: 66,3%). Con ello estamos rozando peligrosamente el umbral crítico, a partir del cual la tasa secular de crecimiento económico puede disminuir, según estudios econométricos.

Todas estas propuestas de matiz nekeynesiano no son recomendables porque no resuelven ningún problema de fondo que lastra el crecimiento y el empleo. Crecimiento económico no surge a través de más dinero (léase deuda con tipos de interés artificialmente reducidos), sino porque las empresas tienen suficientes alicientes para la innovación y la inversión. De ahí que una política inteligente de crecimiento se volcaría sobre las reformas estructurales necesarias. Alemania, Finlandia, Estonia e Irlanda son ejemplos ilustrativos. Muchas reformas se pueden hacer sin que le cueste algo al Estado. El planteamiento austeridad fiscal o crecimiento económico deriva de un falso dilema. Bien interpretados, estos objetivos son profundamente complementarios. Esta es precisamente la idea detrás del «Pacto por el Euro Plus» que el Consejo Europeo acordó hace un año.