

**Análisis Económico**  
**15 de Noviembre de 2013**

## Contrarréplica al escenario de quitas en las deudas gubernamentales del sur de Europa

Me opongo, y en consecuencia, niego, las tesis que defienden la inevitabilidad de la ruptura del Euro y las consiguientes reestructuraciones, monetizaciones o quiebras (sinónimos todas ellas).

¿Puede pasar? Si se hacen mal las cosas, por supuesto. ¿Se pueden evitar? Si se hacen bien las cosas, sí.

A continuación les detallo las consideraciones que amparan tal postura.

### **Primera razón:**

Cierto es que hay varias corrientes de pensamiento que apuntan hacia la inviabilidad del Euro y la quiebra de algunos países miembros de la moneda única. Centrémonos en la que, para mí, es la corriente más sólida dentro de las que defienden el escenario de ruptura del euro y el consiguiente "default" de los países del sur de Europa.

Dicha corriente es la que se defiende en ciertos ámbitos de la City de Londres y que se conocería con el nombre de "corriente Wickseliana" (hoy mismo he vuelto a mantener una conversación muy interesante con una prestigiosa firma de research de la City, representante de dicha corriente).

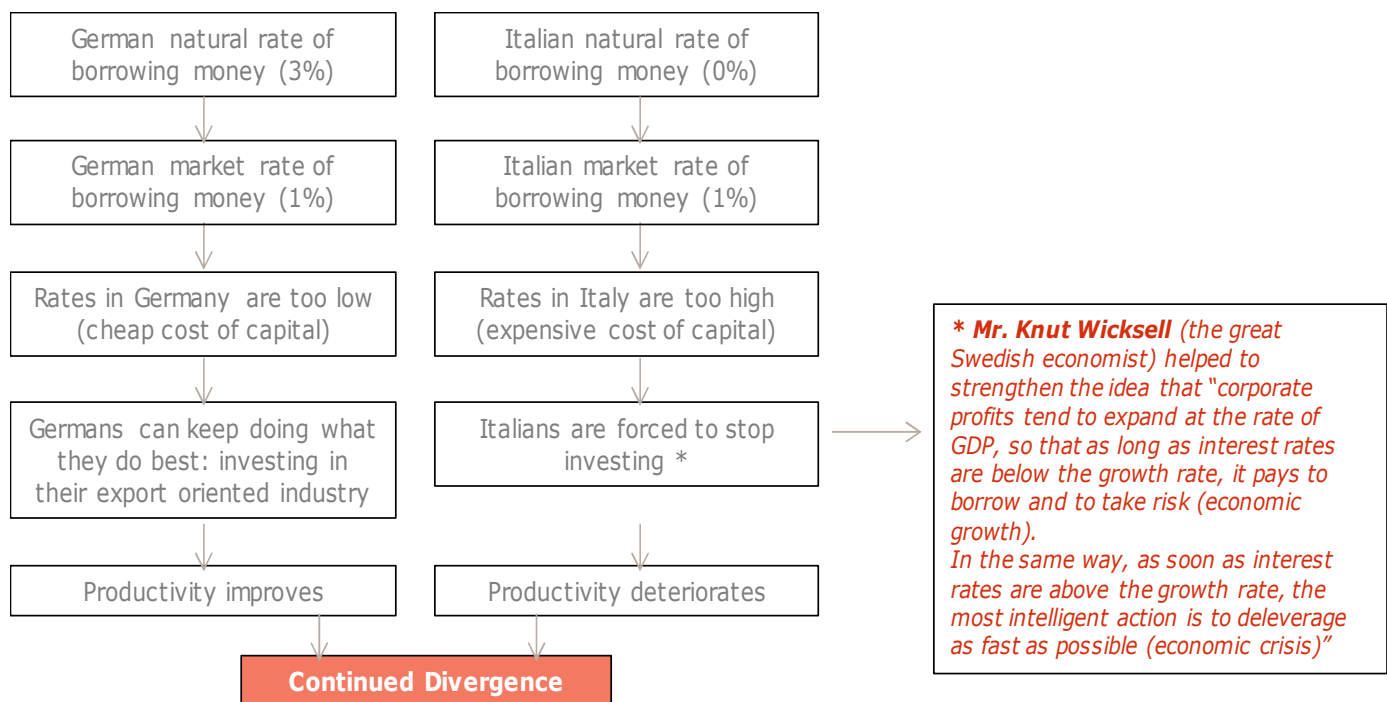
Según sus partidarios, los países deberían tener un coste real del dinero similar al coste "natural" del dinero (un nivel que tendría que estar determinado por el propio ritmo de actividad, como es lógico).

De forma simple, se resumiría en la siguiente secuencia: Alto crecimiento => tasa natural de interés elevada => las autoridades deberían llevar la tasa de interés de mercado hacia esa tasa natural. Hasta aquí, todo claro.

En la actualidad, tenemos un país bien gestionado (Alemania) que se expande más rápido que el resto de países, y que por tanto tendría una tasa natural de interés más elevada (digamos del 3%). Por otro lado, tenemos un país mal gestionado como Italia, con menor expansión y por lo tanto con una menor tasa natural de interés (digamos del 0%, por lo de la escasa tensión inflacionista). Sin embargo, **ambos tienen el mismo interés de mercado, impuesto por el ECB**. Esta incongruencia (lo reconozco) es el principio y fin teológico de los postulados de estas corrientes anglosajonas.

Este interés oficial, que ha sido el mismo para Alemania y para Italia durante mucho tiempo, y que ha estado entorno al 1% durante un largo período (ahora es menos), provoca, según esta corriente de pensamiento, que Alemania haya disfrutado (y disfrute aún) de un interés de mercado excesivamente bajo en relación a su tasa natural, mientras que para Italia ha sido (y es), excesivamente alto (mayor que su tasa natural).

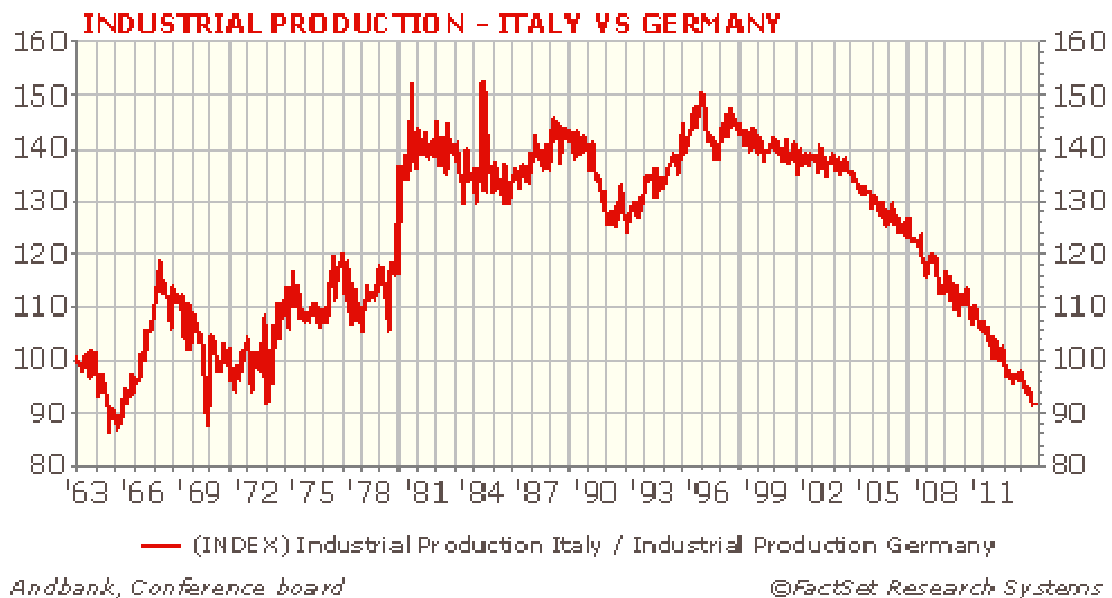
A continuación les expongo la secuencia planteada por esta escuela de Londres:



Las consecuencias de ello, afirman, son desastrosas y llevan al colapso de la divisa y por ende, de algunos de sus integrantes.

¿Por qué? Simple. Cuando esta secuencia se despliega, los Alemanes pueden seguir haciendo lo que mejor saben hacer, seguir invirtiendo a coste bajo en su industria exportadora, mientras que Italia tiene que desinvertir (Knut Wicksell – escuela de Estocolmo: "cuando el coste del dinero es mayor que el ritmo de expansión o tasa natural, lo más inteligente es desapalancar o desinvertir).

¿El resultado? La muerte de Italia (en este caso concreto). Véanlo ustedes mismos.



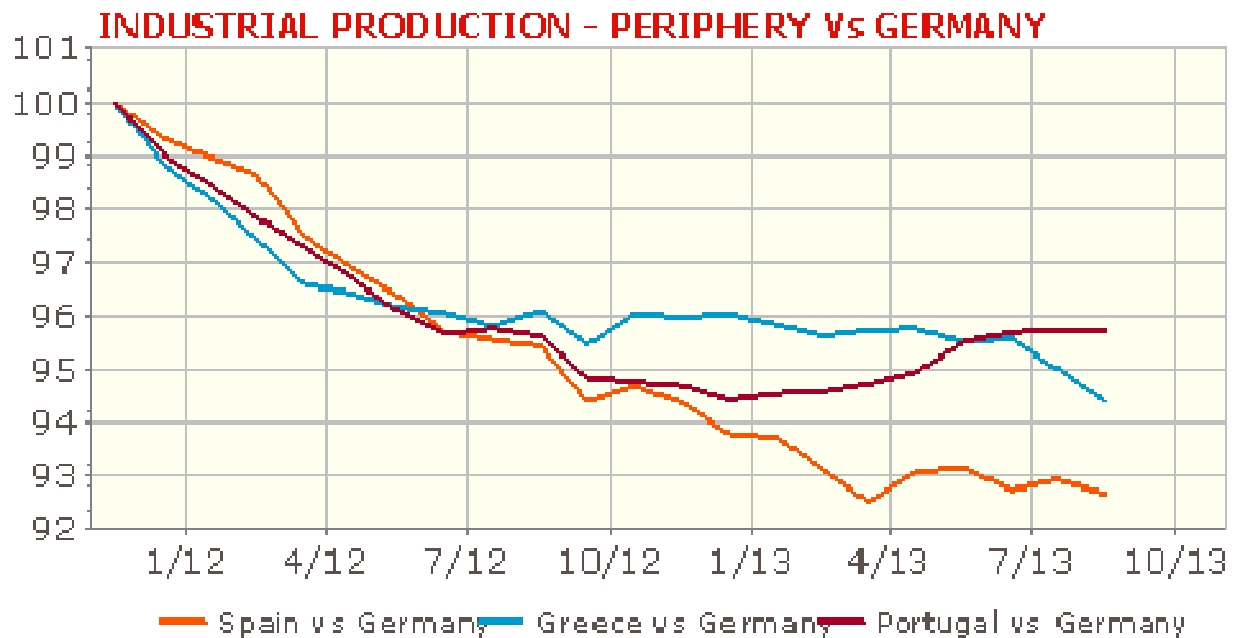
La industria Italiana parece estar muriendo si la comparamos con la industria Alemana (Sí, hay que reconocerlo).

Bien, la corriente a la que hago mención concluye sus premisas afirmando que es el ECB el que "mata" a los miembros de la zona euro perpetuando la divergencia en el coste del capital.

Evidentemente, si existe una institución como el ECB es porque existe el Euro, por lo que acaban afirmando que "mientras el EUR siga, los países de la periferia irán muriendo y tendrán que quebrar". Ya les dije que esta corriente era seria.

Bien, ahí va nuestra humilde (pero no menos seria) respuesta. Por cierto, una respuesta que ayer mismo les hice llegar y que debatimos ampliamente (ya que tuvieron a bien atenderme).

"Muy señor mío, -le dije- ¿podría usted entonces explicarme esto?"



Andbank, INE, NSSG, PNSI

©FactSet Research Systems

Proseguí y apunté lo siguiente: "Portugal está ganando terreno a la Industria Alemana (tras haberlo perdido, ciertamente, pero al fin y al cabo, un giro en la tendencia). Ah! y todo esto, con el ECB vivo y coleando.

Esto demostraría que (1) Sí se puede ganar terreno a la industria Alemana. (2) No es verdad que sea imposible alterar la trayectoria y nos dirijamos, sin opción alguna, hacia la divergencia, el fracaso ineluctable y por último, a la quiebra. (3) Lo estamos viendo.

¿Cómo se puede y se debe girar la dinámica? ¡Exactamente como se está haciendo!

Estoy de acuerdo con ustedes en su valoración de que, por el momento, los países del sur de Europa no pueden ganar terreno a través de un coste del capital menor (o favorable). Deberá ser, por lo tanto, y obligatoriamente, a través de los otros costes de producción. Tal y como se está haciendo.

Lo reconozco, es la opción más dura. Acostumbra a pasar que quien mejor hace las cosas, más fácil lo tendrá y mayor recompensa hallará, mientras que el que lo hace peor de forma perenne, más difícil lo tendrá. (Mahatma Gandhi: "Un esfuerzo total, es una victoria completa". Mateo 24:13 "Mas el que persevere hasta el fin, éste será salvo").

¿Entienden ahora por qué han bajado los salarios un 20-30-40% en el sur de Europa? Ahora es cuando desde Londres alguien me recrimina (por cierto, de forma muy enérgica) que "eso que yo estoy planteando supone la ruptura del pacto social", al tiempo que me recuerda el discurso de Rousseau y Renan (quien por cierto, fue el primero que tildó a Jesús de anarquista), sobre

las condiciones necesarias para que una nación exista como tal. Una es la predisposición de querer vivir juntos bajo el cobijo de un gran pacto social.

En esos momentos me encontraba ya un poco saturado de tanta historia, filosofía y economía (que al fin y al cabo es lo mismo), y de forma casi involuntaria les espeté "Miren ustedes, no hay contrato social que legitime mantener una industria poco competitiva a cualquier precio. Eso lo entienden hasta en Pernambuco. La economía es así de llana"... Calma tórpida durante unos segundos.

No creo que sea cierto, como dicen estos señores, que las quiebras sean inevitables llegados a este punto y tengan que acabar manifestándose como una epifanía sobrenatural. No lo creo si se hacen bien las cosas.

Creo firmemente que existe margen para la normalización, primero, y la recuperación después. Si alguien asegura que no hay más remedio que afrontar quitas, es porque sabe de antemano que las cosas van a hacerse mal. Sólo puedo decir que yo no lo sé, y ellos tampoco.

Muchos me recriminan que ese argumento debería explicárselo a las personas que han visto sus salarios reducidos en un 20%, 30% o 40% (o directamente han sido despedidos). Les avanzo que a esas personas les diría exactamente que:

1. Estos sacrificios son inevitables, en su mayoría, por el simple hecho de que no disponemos de la ventaja del coste del capital,
2. Que estos sacrificios producirán su beneficio, del cual se beneficiarán ellos en último término (las exportaciones españolas van a toda máquina, la actividad industrial portuguesa empieza a ganar terreno a la Alemana, todo ello conducirá paulatinamente a una estabilización primero, y a una mejora después, en el mercado laboral, que se traducirá en una mejor situación de balanza fiscal, etc).
3. Cuando todo esto suceda, será el propio "capital" el que se asegurará de que el "coste de capital" converja con Alemania (el gran beneficio que siguen sin ver en Londres),
4. Por último, llegado ese preciso momento, es entonces cuando el país en cuestión (a través de sus ciudadanos y mediante las urnas), tiene que tomar ventaja de la convergencia en el precio del capital e invertir en sus industrias exportadoras. ¿Qué que tienen que ver las urnas con la inversión? Mucho. La opción política que mejor explique el concepto de que es más rentable equilibrar el uso del capital entre políticas de desarrollo y políticas sociales, esa fuerza ganará. Y no será por la opción política más votada la que provocará que ese país repunte sobre el resto. Será la madurez agregada de sus ciudadanos, que renunciando a ciertos privilegios, prefirieron invertir. Si no se hace así, apreciado lector, no habrá sido el ECB ni el euro el que matará a su industria. Por lo tanto, el ECB no mata. El Euro, tampoco.

Cuando las políticas Keynesianas fallan (como siempre hacen), sus proponentes tampoco fallan nunca al buscar un chivo expiatorio. En este caso, su víctima es el Euro (o el ECB).

Por lo tanto, no es cierto lo que dicen estos señores. No es el Euro ni el ECB quien mata la industria. Si bien es cierto que la política monetaria única profundiza temporalmente la divergencia del coste del capital, no es menos cierto que esa divergencia tiene su origen verdadero en las políticas nacionales. He aquí la razón, no busquen chivos en el ECB, ni el Euro, se equivocan.

Hemos demostrado que los países, una vez han reconocido su situación desfavorable, pueden optar por luchar en el resto de costes de producción y, en el límite (lo reconozco, no hay

recompensa sin dolor) eso llevará a la convergencia final, incluso en el coste del capital, y por lo tanto, a una igualdad de condiciones.

Me opongo, y por lo tanto niego, las tesis que defienden la inevitabilidad de la ruptura del Euro y las consiguientes reestructuraciones, monetizaciones o quiebras (al fin y al cabo, todas son sinónimos). ¿Puede pasar? Si se hacen mal las cosas, por supuesto. Si se hacen bien. No tiene por qué.

Muchos se obstinan en seguir planteando un futuro oscuro. Puede ser porque así lo creen de veras. Pero también puede ser por el peso de lo que han ido diciendo en los últimos años. "La obstinación es el sucedáneo más barato del carácter" (Friedrich Hebbel, 1813). Si es el más barato, también es el más común. No se escandalicen, pues, por su frecuencia.

Lo que me cuesta entender es, ¿Cómo es posible que existan personas que, habiéndose dado a conocer precisamente por sus previsiones más catastrofistas, no hayan alterado ni un ápice sus postulados, incluso habiéndose dado pasos tan importantes en previsión de que no se cometan los mismos errores? (Basel III, ERM, SRM, Fiscal Compact, esquemas temporales de movilidad, programas de asistencia financiera bajo monitorización estricta, bailins vs bailouts, etc...).

Es justo y necesario reconocer la necesidad de alterar una opinión cuando los hechos han cambiado. Si algunos defendieron la idea de que íbamos a la quiebra total en el preciso instante que la crisis explotó (o incluso antes), y a día de hoy, su opinión no ha cambiado en lo más mínimo, entonces, señores, es porque esta persona considera que no ha habido ningún cambio, y eso, no puedo compartirlo.

Un servidor ha cambiado de opinión en algunos aspectos, siempre que así lo he creído necesario. ¡A pesar del coste! Alguien en su día me recriminó que no podía hacer eso de cambiar de opinión. Hice uso de una frase de Keynes (cuando respondió a un crítico): "Cuando los hechos cambian, suelo adaptar mi opinión. ¿Qué hace usted en esos casos, señor?"

A los que NO han alterado en lo más mínimo su postura catastrofista, les diría exactamente esto. A no ser que consideren que no se han dado pasos en la buena dirección. Y a los que hablan de la inevitabilidad de la quiebra, les diría que eso es, simple y llanamente, falso. ¿Puede pasar? Si. ¿Se puede evitar? También.

## **Segunda Razón:**

En España ningún gobierno, en su historia reciente, ha implementado políticas orientadas al desarrollo del sector exportador (fueron las propias empresas). En España, ningún gobierno ha cambiado la morfología que el sector financiero estaba adoptando, permitiendo la completa extinción de una red de bancos sectoriales enfocados en la agricultura, el textil o la industria pesada en el norte ... y que estaban orientados específicamente en proporcionar financiación y desarrollar las empresas de estos sectores.

Esta es otra demostración de que no ha sido el ECB (ni el EUR) quién mató a la industria Española, Italiana o Portuguesa, etc.

Por cierto, el Mecanismo Europeo de tipos de cambio se implementó en 1979 y consistía en un sistema de cambios semi-fijos (en donde se permitía una estrecha variabilidad). Más adelante, los tipos de cambio se basaban en la European Currency Unit (ECU) en donde ese sistema de cambios fijos (o semi-fijos) era aún más estrecho. Puede decirse, por lo tanto, que el Euro ya

existía antes de su entrada en vigor (Enero del 1999); sin embargo, muchas industrias del sur de Europa ganaban terreno a la Industria Alemana. ¿Siguen pensando que el Euro, per sé, mata?

Prosigamos. Como decía, ha sido la mala gestión económica y la falta de visión en la conformación sectorial del país. Un cambio en la gestión económica de estos países puede, sin duda, volver a situarlos en la primera línea económica. Solo hace falta encontrar ese liderazgo. El que hoy no lo veamos, no significa que estemos abocados al fracaso.

### **Tercera razón:**

En cualquier caso, por el momento, el BCE está ayudando a hacer que el coste de capital converja entre los países miembros del Euro. (Miren, sino, las primas de riesgo).

No olviden que la última decisión del ECB, de rebajar los tipos de interés al 0,25%, se tomó en un momento en que Alemania no va a hacer frente a ningún "arrastre fiscal" en los próximos años y cuyos ingresos fiscales están ya cerca de los niveles anteriores a la crisis. Por lo tanto, un país que de estar fuera de la Euro zona, estaría pensando más en subir tipos que en bajarlos. ¿Para quién está gestionando ahora el ECB? En mi opinión, para seguir impulsando la convergencia en el coste del capital.

De seguir así, creo que podremos ver cómo continúa mejorando la transmisión de la política monetaria.

### **Cuarta razón:**

Estar en el EUR ayuda (y mucho). Lo que ha habido detrás de la imponente reducción de la primas de riesgo en España no es una entrada casual de capitales en el país (como dijo un banquero recientemente). Haberla la hubo, pero en toda la periferia. ¿Y por qué? Por la estabilidad / fortaleza del euro. Para mí, la causa primera (y última), de las reducciones en las primas de riesgo.

¿Por qué? El Euro es mucho más que un simple mecanismo monetario. Aquí es donde los británicos (y economistas catastrofistas del sur de Europa) han fallado estrepitosamente al prever en los últimos años la inminente ruptura del Euro.

En un mundo inmerso en una guerra cambiaria (que es donde estamos), el inversor internacional mueve el foco de atención desde la estabilidad del propio activo hacia la estabilidad de la divisa en la que dicho activo está denominada. Bien, es muy importante entonces saber que encarna cada divisa, y al respecto, podemos decir que el Euro encarna cuatro cosas:

1. Encarna la ortodoxia monetaria. Con su decisión de bajar tipos de interés, el mensaje que recibimos fue que los señores Weidmar y Asmussen no permitieron hacer un nuevo LTRO (el equivalente al QE en USA, UK, BoJ). Aunque ello les hubiera favorecido más (como país exportador que son). Tocar tipos es ortodoxo mientras que fabricar base monetaria no. Ser ortodoxo, en este caso, ofrece credibilidad a la divisa, y por tanto, estabilidad (piensen en el inversor internacional que les comenté).

2. Por otro lado, el euro también encarna la ortodoxia fiscal. Vean los ajustes que todos deben hacer. Esa ortodoxia, aún siendo dura (por austera), también ofrece credibilidad a la divisa. Ahora ya debemos tener a nuestro inversor internacional pensando que el EUR (de seguir encarnando tanta ortodoxia) no le va a fastidiar el performance cuando transforme el rendimiento obtenido a su divisa natural.
3. En tercer lugar, formar parte del euro ofrece la posibilidad de entrar en un mercado doméstico que probablemente sea el segundo mayor y más rico del mundo. Entrar en un club en donde todos son más ricos que tú es un buen negocio. Por eso, nadie ha querido salir.
4. Y por último, encarna las credenciales democráticas tan deseadas por todos. Aquello que os he dicho muchas veces sobre que los países tienen razones varias para querer formar parte de él (alejarse definitivamente de la influencia del Este, minimizar amenazas de viejos conflictos –esta semana el PM turco, Erdogan, afirmó que no existe ningún país llamado Chipre-, o simplemente, alejar la posibilidad de volver a ver alternativas autoritarias típicas de los 70s (salazarismo, régimen de los coroneles, etc.).

En opinión de quien les escribe, la estabilidad del Euro seguirá (si no hay una revuelta que llame al incumplimiento masivo de los tratados, cosa que no contemplo hoy por hoy), y los países seguirán queriendo entrar en el euro, a pesar de lo que se les exige.

**El Euro jugará el rol de divisa fuerte y estable y seguirá alimentando los flujos internacionales de entrada.**

*Saludos*

Alex FUSTE MOZO  
Chief Economist  
ANDBANK