

EL PAÍS

ECONOMÍA

OPINIÓN

Desequilibrios y conflictos de política económica

Una baja inflación o una deflación aumenta el coste real de la deuda y es más difícil pagarla

GUILLERMO DE LA DEHESA | 1 DIC 2013 - 00:00 CET

1

Archivado en: Crisis económica Opinión Recesión económica Crisis deuda europea Coyuntura económica UE Crisis financiera España Organizaciones internacionales
Economía Relaciones exteriores Finanzas

La economía española ha tocado fondo y ahora empieza a crecer para poder recuperarse y reducir sus elevados desequilibrios acumulados. Utilizando las cifras más recientes del FMI y de la CE, las perspectivas son las siguientes:

Aunque el saldo externo por cuenta corriente ha pasado de un déficit del 10% del PIB en 2007 a un superávit del 1,4% en 2013 (del 3,1% en 2015 y del 6% en 2018), la posición inversora externa internacional neta (PIIN) —activos sobre el exterior menos pasivos del exterior o deuda externa neta— es todavía negativa en el 91% del PIB y la bruta en el 160% del PIB.

Aunque conseguirá alcanzar un déficit fiscal público nominal menor del 3% del PIB en 2016, cumpliendo con Maastricht, el stock de deuda pública en dicho año alcanzará el 104,6% del PIB.

Aunque, entre 2009 y hoy, la deuda de los hogares ha caído del 86% al 73% del PIB y la de las empresas del 143% al 122% del PIB, su conjunto alcanza hoy todavía el 195% del PIB, cuando ha demostrado el FMI que la austeridad pública es tanto más negativa para el crecimiento cuanto mayor es la deuda privada.

Aunque, en 2014, conseguirá detenerse la destrucción de empleo y, en los años siguientes, podrá crearse empleo neto y aunque la tasa de desempleo estructural (no inflacionista) podría llegar a caer al 15% en 2016, en septiembre de 2013 la tasa de desempleo era todavía del 25,99%, siendo la media del área euro del 12,2%.

Es decir, una vez reducidos los flujos negativos anuales, reducir sus stocks acumulados a niveles normales llevará muchos años, dependiendo del ritmo de des-apalancamiento público, privado y bancario y del crecimiento potencial que alcance la economía española gracias a las importantes reformas estructurales que felizmente están acometiéndose.

Reducir la PIIN o deuda externa neta dependerá de la evolución de la inversión directa española en el extranjero y extranjera en España que suelen ser estables, siendo la segunda mucho mayor que la primera. La deuda privada externa responde a que gran parte del enorme stock acumulado de hipotecas y otros créditos fue financiado con ahorro exterior colocando cédulas hipotecarias en Alemania y otros Estados miembros. Ahora, la compra extranjera de acciones en empresas cotizadas y activos españoles está creciendo mucho. Además, su coste de refinanciación es relativamente bajo y su peso en el PIB permanece relativamente estable desde 2009.

En 2014 se detendrá la destrucción de empleo, y, en los años siguientes, se podrá crear empleo neto.

Reducir el stock de deuda pública puede hacerse de tres maneras: Primero, con una consolidación fiscal más rápida, que sería peligrosa dado el elevado nivel de deuda privada. La CE y el FMI estiman que el déficit público caerá al -3,0% del PIB en 2016 alcanzando un superávit primario del 0,4% en 2017 y del 1,4% en 2018. Segundo, con una mayor inflación, lo que es imposible dado el mandato del BCE de mantenerla justo por debajo del 2%.

Tercero, con un mayor crecimiento, pero mientras la tasa real de crecimiento (0,4%-0,5% en

2014) sea inferior al tipo real de interés anual de la deuda, no será posible reducirla. Por esa razón el FMI estima que la deuda pública bruta crecerá hasta el 105,5% y la neta hasta el 91,9% del PIB, en 2017.

El desempleo puede reducirse creando empleo neto muchos años seguidos, lo que solo sería posible: aumentando el crecimiento de las demandas de consumo e inversión internas; aumentando la competencia en el sector de servicios; aumentando todavía más la flexibilidad contractual e interna en las empresas; desarrollando mayores y mejores políticas activas de empleo que incentiven la contratación de jóvenes y trabajadores de baja cualificación; estimulando el empleo a tiempo parcial y, al mismo tiempo, desestimulando el empleo temporal y, finalmente, reduciendo la dualidad laboral mediante una fuerte reducción de las diferencias actuales de costes de despido entre contratos permanentes y temporales.

Existen, asimismo, conflictos internos de política económica a la hora de intentar reducir simultáneamente los desequilibrios externo, fiscal y de empleo.

Primero, para ser más competitivos en el área euro, sin poder devaluar una moneda que no podemos controlar, hay que proseguir con la devaluación interna, aumentando la productividad relativa, bajando los costes laborales relativos (-8,7% en 2015) y consiguiendo una baja o negativa inflación como en octubre pasado (-0,1%). Pero una baja inflación o una deflación aumentan el coste real de la deuda, haciendo más difícil pagarla.

Unas menores expectativas de inflación tienden a reducir los tipos de interés nominales, ayudando a pagar la deuda, pero esto no ha ocurrido en el área euro ya que, desde su comienzo, los tipos nominales de todos los Estados miembros convergieron, mientras que sus tasas de inflación divergieron.

Además, todos los bancos centrales y algunos fondos soberanos necesitan estar en euros, diversificando sus tenencias en dólares y consiguiendo así un seguro natural de cambio, pero al no poder tomar riesgos, compran bunds con tipos nominales negativos en lugar de deuda española o italiana con elevadas rentabilidades.

Asimismo, mientras exista una probabilidad de impago o de ruptura del euro, los tipos de interés nominales serán mucho más elevados y su inflación más baja, en el sur, dificultando el pago de su deuda.

Segundo, los costes laborales unitarios (CLU) pueden reducirse aumentando la producción, reduciendo el empleo y reduciendo los salarios por hora trabajada. Pero, hasta la actual reforma laboral, el ajuste se hizo siempre por cantidades, es decir, aumentando el desempleo, en lugar de por precios, es decir, reduciendo salarios u horas trabajadas, como hicieron la mayoría de los Estados miembros del área euro.

Asimismo, un fuerte ajuste fiscal reduce la producción y el empleo, aunque, al mismo tiempo, deprime precios y salarios, mejorando los CLU. Sin embargo, unos precios más bajos aumentan el valor real de la deuda dificultando su pago.

Finalmente, el desapalancamiento simultáneo de hogares, empresas, bancos y sector público hace más difícil la recuperación. Las familias y empresas reducen su deuda ahorrando más y consumiendo o invirtiendo menos, haciendo que el crecimiento a corto plazo sea menor y que sea más difícil pagar sus deudas. Además, algunos bancos necesitan también desapalancarse y aumentar su capital para hacer frente a los requisitos de Basilea III, al próximo AQR del BCE y a las pruebas de esfuerzo de la EBA.

Ante esta delicada situación privada, el sector público debería actuar de forma contracíclica, pero también necesita desapalancarse, al ser su deuda y su coste de refinanciación todavía elevados.

Si el desapalancamiento se diera solo en el área euro y no en el resto del mundo, una mayor demanda externa compensaría su poco crecimiento interno, pero la deuda pública media de los países desarrollados, que representan sus mayores mercados, alcanza ya el 108,5% del

Mientras la tasa real de crecimiento sea inferior al tipo de interés real, no se reducirá la deuda

PIB, frente a solo 35,3% de los emergentes, luego habrá que concentrar la exportación en estos últimos.

El desapalancamiento público debería ser más lento en aquellos Estados miembros con menor deuda relativa para reducir su impacto negativo sobre el crecimiento total. Pero el TSGG, llamado "Pacto Fiscal", impone una reducción de la deuda pública a todos los Estados miembros en una veintava parte cada año, hasta retornar al 60% del PIB.