



ZUBIZARRETA

San Antonio, nº 2-bajo
Tel: 945 001 925 – Fax: 945 770 902
01005 Vitoria-Gasteiz

Alicante
Barcelona
Bilbao
Burgos
Gerona

León
Lérida
Logroño
Palma de
Mallorca

Pamplona
San Sebastián
Tarragona
Valencia
Vigo

info@gruposzubizarreta.com
www.gruposzubizarreta.com

COYUNTURA ECONÓMICA

4º Trimestre 2017

- ⇒ Nos aproximamos a una nueva etapa económica en la medida en que el BCE comienza a retirar el andamiaje monetario que ha sostenido la economía europea durante una crisis interminable. Sin esa política las cosas podían haber sido peores, mucho peores, especialmente para países con graves problemas a la hora de afrontar situaciones difíciles, esas que requieren grandes dosis de iniciativa y consenso. Es el caso de España, un estado perfectamente incapaz de enfrentarse a un contexto semejante por sus propios medios después de haber alimentado una burbuja inmobiliaria que hizo de esta crisis un proceso diferenciado y más dañino. Después de Grecia es el país que peor lo ha pasado de toda Europa lo que representa un fracaso en toda regla de un estado decididamente disfuncional en más de un sentido. Deberíamos ser más conscientes de que si hemos sobrevivido a duras penas ha sido gracias al BCE. Por ello resulta importante el giro que el BCE va a imprimir a su política monetaria.

- ⇒ Los vientos de cola empiezan a dejar de ser lo que eran, y las previsiones de crecimiento en 2018 son sensibles a dichos cambios. De todas maneras, la inflexión va a ser tan gradual, sobre todo en materia monetaria y de tipos de interés, que apenas nos vamos a dar cuenta de su impacto. El próximo ejercicio se inscribe por tanto en una línea de continuidad. La única sombra posible reside en el tema catalán, sobre todo si el independentismo sale reforzado de las próximas elecciones y las incertidumbres se mantienen. Si la economía europea prolonga su recuperación, no hay razones para pensar que nuestros ritmos de crecimiento no vayan a seguir siendo muy altos, ahora apoyados en el sector exterior, aunque las Exportaciones no evolucionan todo lo positivamente que desearíamos. En cualquier caso, el gasto público debería contenerse, y el déficit público desaparecer, lo que es poco probable que suceda dada la incontenible inclinación de la clase política por proporcionar más y mejores servicios a la ciudadanía, algunos de los cuales, como el tren de alta velocidad, no necesitamos en absoluto.

- ⇒ Que una economía como la española, que en conjunto ha demostrado debilidad competitiva y limitado talento para la innovación, sea capaz de sostener un Estado de estas dimensiones y a una clase política con semejante creatividad, desborda los límites de la razón, las fronteras de la ciencia económica, y la imaginación más desatada, para entrar de lleno en el terreno de la Providencia milagrosa.



1- Imitando el ejemplo norteamericano, el BCE bajo el mando del *signore* Draghi, ha inundado la economía europea de liquidez y ha bajado los tipos de interés a sus mínimos históricos, consciente de que sin una actuación decidida en este sentido el precario y escasamente previsor orden que había establecido el euro se vendría abajo. Ni política fiscal, y mucho menos keynesianismo, ni devaluaciones competitivas, ni nacionalizaciones, y menos bancos de los que deberían haber sido intervenidos: sólo política monetaria, un mar de liquidez, más la decisión política de hacer lo necesario para salvar el euro, advirtiendo de paso a los especuladores de que llegaría todo lo lejos que fuera necesario, y sería suficiente. El volumen de recursos inyectado en el sistema mediante la compra de bonos y deuda, tanto privada como pública, ha alcanzado el 40% del PIB de la zona euro; en USA sólo llegaron al 23%. Unas cifras inimaginables antes de la crisis pero que se derivan de la única enseñanza práctica que dejó la crisis de 1929. Después de décadas de liberalismo ejemplarizante -que cada palo aguante su vela- una intervención pública de una entidad como no se recuerda otra.

Pero la estrategia aplicada no podía durar indefinidamente, en parte porque existen dudas sobre sus consecuencias a largo plazo (no hay experiencias previas), y en parte porque los Estados Unidos, que fueron los primeros en tomar la iniciativa en este sentido, y tienen el copyright de la misma, ya habían iniciado su desmantelamiento. El FED dejó de comprar deuda en 2014, y este año ha empezado a reducir su balance. En dos años el precio del dinero ha subido cuatro veces mientras en la zona euro los tipos oficiales siguen en el 0% y es probable que no se produzca cambio alguno en este sentido antes de 2019.

Con el desmantelamiento de la política monetaria surge la pregunta obligada: ¿será capaz la economía europea, a la que ha costado tanto salir de su estancamiento, seguir creciendo en un escenario monetario más “normal”? ¿Tenemos una economía capaz de sostenerse por sí misma? Nos jugamos mucho en la respuesta porque somos conscientes, por una parte, de la fragilidad de nuestro entramado económico, y por otra, de que, por razones políticas principalmente, Europa no soportaría una nueva caída en la recesión. Estamos, por tanto, ante un proceso cuyas raíces son económicas -el temor a que la política de tipos alimente nuevas burbujas- pero cuyos techos son políticos, porque las élites nacionales no se pueden permitir una recaída en la crisis.

Las tensiones políticas que se han producido en Grecia, España, Italia e incluso en Francia, ante la caída del empleo y la inviabilidad de buena parte del estado de bienestar, pensiones principalmente, convierten esa posibilidad en algo intolerable. Todo el mundo sabe que buena parte del tejido económico ha sobrevivido gracias a unos tipos de interés simbólicos dado que sus capitales y reservas, supuestamente positivos, no pasan de ser un mero apunte contable, evidente en buena parte del sistema bancario de Alemania (sí, Alemania), Italia y España. Con un coste de financiación “normal”, buena parte de ese tejido *zombie* no hubiera podido sobrevivir. Por esta razón, las montañas de liquidez virtual apenas se han traducido en inversiones productivas, salvo las insensatas del tren de alta velocidad y otros ejercicios de distracción, y se han dedicado a reducir endeudamiento o acaparar tesorería. Para colmo, los Bancos han tenido que hacerse cargo de buena parte de la deuda pública emitida por los Estados siguiendo un mecanismo que en circunstancias normales hubiéramos considerado inaceptable: tú me rescatas y yo compro tu deuda. Un auténtico contubernio.

En cualquier caso, estamos obligados a salir definitivamente--esperemos--de un período dominado por un temor, el estancamiento secular, y por la aplicación de una política monetaria de enormes proporciones, que definen un contexto excepcional que se intenta dejar atrás en pos de una economía normalizada y menos amparada. El BCE nos ha salvado pero ya es hora de que cada país se haga cargo de su suerte de acuerdo con su capacidad y talento. Lo mismo va a ocurrir con las empresas y los bancos, muchos de los cuales (Siemens, Opel, bancos españoles como el Popular, e italianos, por poner ejemplos del día a día) siguen destruyendo empleo y reestructurándose en la mayor reorganización del sistema que se haya producido nunca. Hay que pasar de la intervención, que nadie dude que España ha sido rescatada e intervenida aunque se hayan cuidado las formas, a la tutela, que ya es mucho, y de una facilidad crediticia gratuita y universal a una financiación más costosa y selectiva.

Hay que dar tiempo a los gobiernos y las empresas para que se adapten al nuevo escenario dando por supuesto que los tipos de interés seguirán siendo muy bajos durante un tiempo, entre otras razones porque la liquidez mundial es superabundante. Sería deseable que los agentes económicos aprovechen este tiempo para hacer las



reformas necesarias, algo que en el caso español resulta impensable. El sistema político español sale de la crisis con su prestigio por los suelos (lo ocurrido en Cataluña sería inimaginable en otras circunstancias), configurándose como una organización incapaz de asumir sus responsabilidades y tomar medidas salvo siguiendo estrictamente las instrucciones, las dos cartas de 2011 y 2013 remitidas a Zapatero y Rajoy respectivamente, de una Europa escandalizada por su falta de sentido de la urgencia.

El caso del Banco de España, del que nunca hubiéramos esperado una pasividad semejante, es buen ejemplo de ello. La misma entidad que a principios de los ochenta asumió con determinación la resolución de una crisis bancaria que afectó a más de sesenta bancos (todo el grupo Rumasa, Banca Catalana, etc) y que resolvió sin despeinarse, y sin pedir permiso, ha sido ahora incapaz de asumir sus responsabilidades. Resulta curioso que treinta años después no pudieran repetir el experimento demostrando así algo que ya se venía sospechando, y es que, a partir de los noventa, la Administración española ha evolucionado a peor.

2- Todo el mundo está convencido de que hemos salido de la crisis. No deja de ser una afirmación relativa (ver cuadros de El gap temporal). En primer lugar porque hemos tardado diez años en volver a alcanzar el PIB de 2008 con todo lo que eso supone de pérdida de capacidad para reconstruir un futuro prometedor. Nos hemos dejado muchos pelos en la gatera en forma de desindustrialización, que ya sólo supone el 13% del PIB en España y 19% en el País Vasco; hemos destruido buena parte del sistema bancario, cuyas pérdidas, no menos de 300.000 millones de euros, condicionarán su protagonismo para siempre; el sistema de pensiones ha dejado de ser viable y el sostenimiento del Estado, autonomías incluidas, ha vuelto a ser problemático, como demuestra el hecho de que no se haya respetado el objetivo de déficit en ningún ejercicio, ni siquiera con una prima de riesgo de poco más de cien puntos. Pero es que, además, tardaremos no menos de quince años, por lo menos hasta 2022, en volver a los niveles de empleo de 2008, en torno a 21 millones de ocupados.

Pero el legado de la crisis más duradero será el de la Deuda Pública, hasta el punto de que resulta una utopía pensar en volver a los niveles de 2008, un 36% del PIB, un hecho que condicionará el despliegue de la Administración en cuanto los costes de



financiación vuelvan a ser normales. Nos hemos vuelto una economía vulnerable y dependiente, precisamente ahora que con la salida de Gran Bretaña las prioridades de gasto europeas se van a volver mucho más rigurosas. España podría perder la totalidad de las ayudas, hipótesis más pesimista, o buena parte de las mismas, salvo para comunidades como Andalucía y Extremadura.

Como ha demostrado la misma salida de la crisis, la dependencia española de instancias europeas es absoluta. Incluso para afrontar el problema catalán, cuyo desafío se ha venido abajo en cuanto se ha comprobado que Europa no arrojaría una Cataluña independiente. Una dependencia que se extiende a casi todo, desde la política económica (en caso de una recaída en la recesión España carece de herramientas para afrontarla), hasta la política de reformas, laborales y presupuestarias sobre todo, que la clase política española se niega a abordar si no es bajo presión de la Comisión Europea, presión que hasta ahora Rajoy ha sabido eludir con su desfachatez característica.

Rajoy reúne todas las características del político que practica y siente eso de *“después de mí, el diluvio”*, a pesar de que su estrategia de dejar pasar el tiempo tiene un coste nada desdeñable de cara al futuro. Ni siquiera el hecho de que hayamos atravesado la peor crisis de la historia económica de España, solo comparable a la que se produjo en la posguerra, por lo menos en cuanto a duración (sólo en 1957 se volvió a alcanzar la renta per cápita de 1935), ha obligado a los políticos a poner manos a la obra en materia de reformas, convirtiendo su inacción en un problema de deuda y dependencia exterior monumental.

España ha salido de la recesión gracias al BCE, que es quien ha provocado la bajada de tipos de interés y de la prima de riesgo, desde más de seiscientos a puntos a algo más de cien, tomado la iniciativa del rescate bancario, y devaluado el euro. Si a eso sumamos la caída del precio del petróleo tenemos las condiciones que han hecho posible que España haya escapado de la pesadilla. Rajoy sólo aportó la nota negativa de la subida de impuestos y unos recortes mínimos, que sólo una sociedad como la española, que prefiere ignorar ciertos temas desagradables, considera exagerados. La prueba de que no lo eran la tenemos en la escalada de la Deuda pública que se ha incrementado en este tiempo en más de 800.000 millones, en el más puro estilo socialdemócrata al que tan afecto es el PP como el PSOE.

Las cosas evolucionarán a partir de ahora de manera menos positiva. Ya hemos hablado de los tipos de interés, aunque los mismos difícilmente se moverán antes de 2019, lo que nos concede un buen margen de gracia para poner la casa en orden. La cotización del euro respecto del dólar ha vuelto a subir, 1,17, aunque todavía se encuentra muy lejos de lo alcanzado antes de la crisis, 1,47. Tampoco supone una gran amenaza. Algo peor está evolucionando el precio del barril de petróleo que ha duplicado su precio en menos de un año, de 30 dólares a 62 en estos momentos. Todavía muy lejos de los 144 dólares a los que llegó en su día (véase cuadros de Los vientos de cola). Todo ello quiere decir que ese impulso está dejando de serlo pero no pone en riesgo un proceso de recuperación que tiene una gran inercia. Como la economía europea es propicia, el proceso podría seguir siendo impulsado básicamente por la demanda externa, y no por el gasto público, como ha ocurrido hasta ahora.

Por tanto, la situación parece estable, y eso que no hay duda de que nos encontramos ante un punto de inflexión aunque, a diferencia de otras coyunturas similares, se dan los supuestos necesarios para que esa inflexión sea muy gradual y la continuidad esté garantizada. Ni siquiera una variable que suele aparecer como problemática en estas situaciones, la balanza de pagos, es motivo de preocupación. Sigue arrojando un superávit espectacular a pesar de la fuerza con que pulsan las Importaciones pero los pagos por intereses de la inmensa deuda se han reducido a la mitad.

El consenso de analistas estima un crecimiento del PIB para 2018 del orden del 2,6%, medio punto menos que en 2017, todavía excelente (la zona euro no pasará de un 2,1% de media), sobre todo porque se puede conseguir respetando los equilibrios fundamentales en cuanto a inflación, que sigue por debajo del 2%, y balanza de pagos. Se cree que el petróleo podría estabilizar su precio en torno a 50 dólares el barril. Sólo el déficit público se niega a entrar en la normalidad, y es que el apoyo comunitario y del BCE sobre unos de los eslabones más débiles de la cadena del euro en lugar de ser aprovechado por España para hacer las reformas pertinentes ha proporcionado la excusa perfecta para no hacerlas. De la miopía de los políticos españoles es buen ejemplo la anécdota de las últimas elecciones generales cuando un político del PP replicaba a la demanda de mayor control de gasto por parte de un responsable comunitario: *“¿No querrán ustedes que perdamos las elecciones?”*.



A pesar de que vivimos tutelados y vigilados por las instancias europeas, que reclaman más reformas y más moderación en el gasto público, el Gobierno no parece en condiciones de respetar el objetivo de déficit para este año (3%) y el que viene (2,2% del PIB), y eso que se han dado las condiciones más favorables para hacerlo pero es que la clase política ignora las más elementales reglas de la prudencia, a pesar de que su endeudamiento es escandaloso.

Junto con el déficit, que no es otra cosa que un reflejo de la incapacidad de la Administración para ponerse al día, la mayor debilidad de la economía española reside en la productividad, o la falta de la misma. Crecemos pero como el patrón de dicho crecimiento es el mismo de antes de la crisis, ese crecimiento sólo se consigue con un aumento del empleo equivalente lo que demuestra que no evolucionamos, o muy poco, que nos centramos en sectores que crean mucho empleo pero de baja calidad, y tenemos grandes dificultades para desarrollar los que podrían proporcionar un cambio estructural y empleo más cualificado. Una incapacidad que obedece al fracaso del sistema educativo, tanto universitario como profesional, a la escasez de grandes empresas tractoras, al envejecimiento de nuestra sociedad, la dudosa utilidad práctica de muchas inversiones en I+D, al abuso de contratos temporales sin curva de experiencia, etc. Son las consecuencias de una crisis mal resuelta que nos ha llevado a vivir al día, algo que se antoja insuficiente de cara al futuro.

Lo ocurrido desde 2008 tiene consecuencias que desbordan la simple afirmación de que hemos salido de la crisis. Pero lo que sale, tanto a nivel europeo como español o vasco, es una economía de tono menor y corto recorrido, a la que han amputado buena parte de sus alas. Si a eso sumamos el funcionamiento de la Administración, de toda la Administración incluyendo la autonómica, no hay muchos motivos para confiar en una recuperación estable y duradera, sobre todo cuando los tipos de interés suban. Mientras la economía privada perdía cuatro millones de empleos, la Administración mantenía intactas sus plantillas; mientras la economía privada reducía su exposición al endeudamiento, el Estado lo aumentaba exponencialmente; mientras la banca abordaba un proceso durísimo de ajuste, la Administración lo ignoraba; mientras el sector privado reducía empleo y bajaba salarios, aunque fueran los de los temporales, el sector público los aumentaba hasta el punto de que la diferencia entre ambos es ahora de un 55%, sin mencionar condiciones de trabajo y niveles de

productividad. El sector público no es capaz de reformarse, y ahí está el caso paradigmático de una administración de Justicia incapaz de entrar en la informática.

El Estado ha violado una regla básica de la separación de poderes puesto que todos los Gobiernos, el del País Vasco el primero, y el 80% de la clase política está formado por empleados públicos, lo que les vuelve incapaces de reformar la propia administración, que ha llegado a niveles grotescos en su dimensión, como es el caso las Universidades que han crecido en función de las necesidades de los propios enseñantes y no de las demandas reales de la población: somos el país con mayor número de titulados en trabajos que no los necesitan. Por no mencionar la lista interminable de inversiones públicas sin sentido, empezando por el tren de alta velocidad. No es de extrañar que Fomento, o cualquier otro ministerio, desdeñe hacer estudios de rentabilidad previos ya que ello cercenaría su omnímoda libertad para abordar los proyectos que se le ocurren al político de turno, aunque los mismos sólo sirvan para financiar la maquinaria de su partido. Aunque hablar de corrupción es mencionar una causa perdida de antemano, sin remedio ni solución alguna.

El estado previsor y de servicios es lo más parecido a la iglesia de antaño, aquella que reclamaba que pusiéramos nuestras vidas en manos del Señor. Con resultados prácticos similares. Volvemos al origen.

Antxon Perez de Calleja, diciembre 2017

LA ECONOMÍA EN GRÁFICOS

4º Trimestre 2017

GAP TEMPORAL

Cuadro 1: PIB: 10 años

Cuadro 2: Empleo: 15 años

Cuadro 3: Deuda Pública en términos del PIB (2007,?)

VIENTOS DE COLA

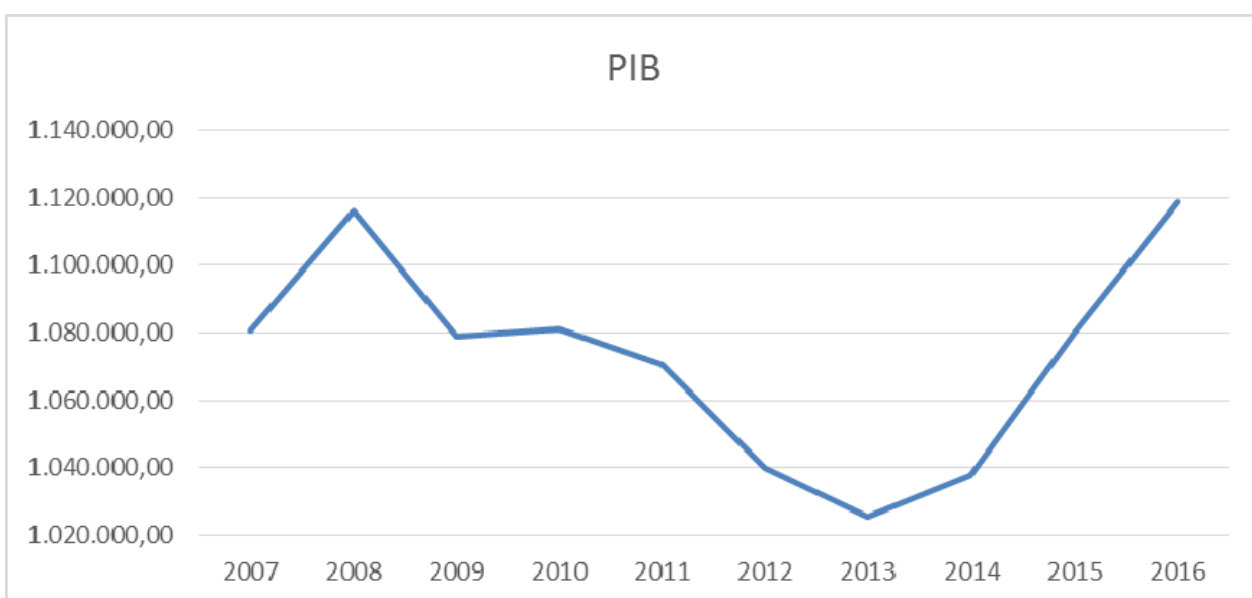
Cuadro 1: Tipos de interés

Cuadro 2: Precio del petróleo

Cuadro 3: Tipo de cambio €/€

GAP TEMPORAL

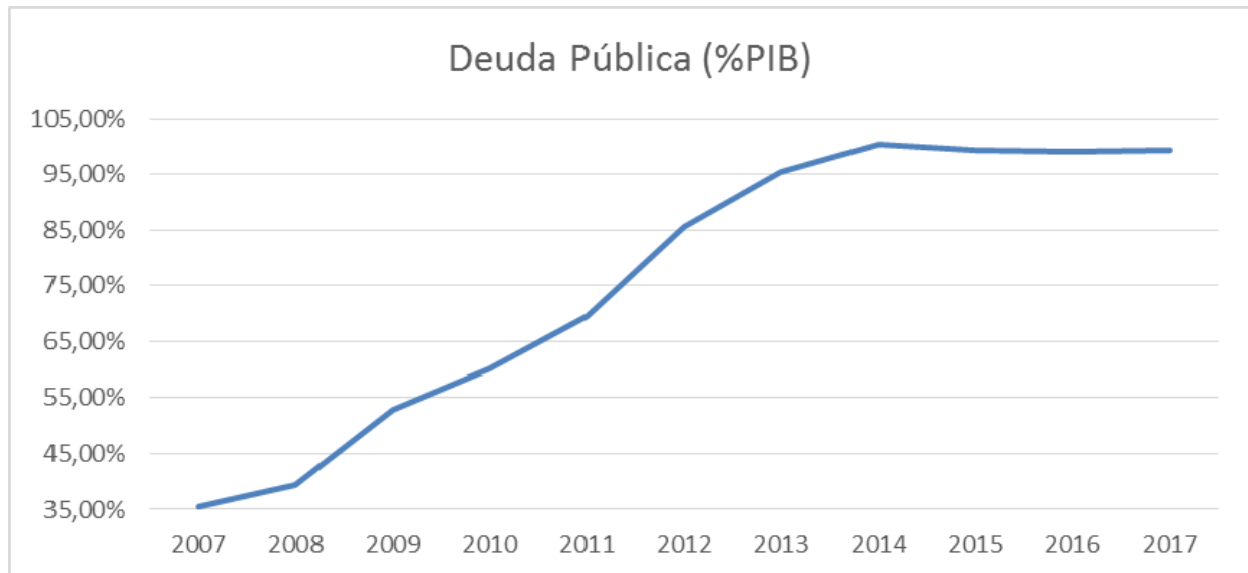
Cuadro 1: PIB: 10 años



Cuadro 2: Empleo: 15 años

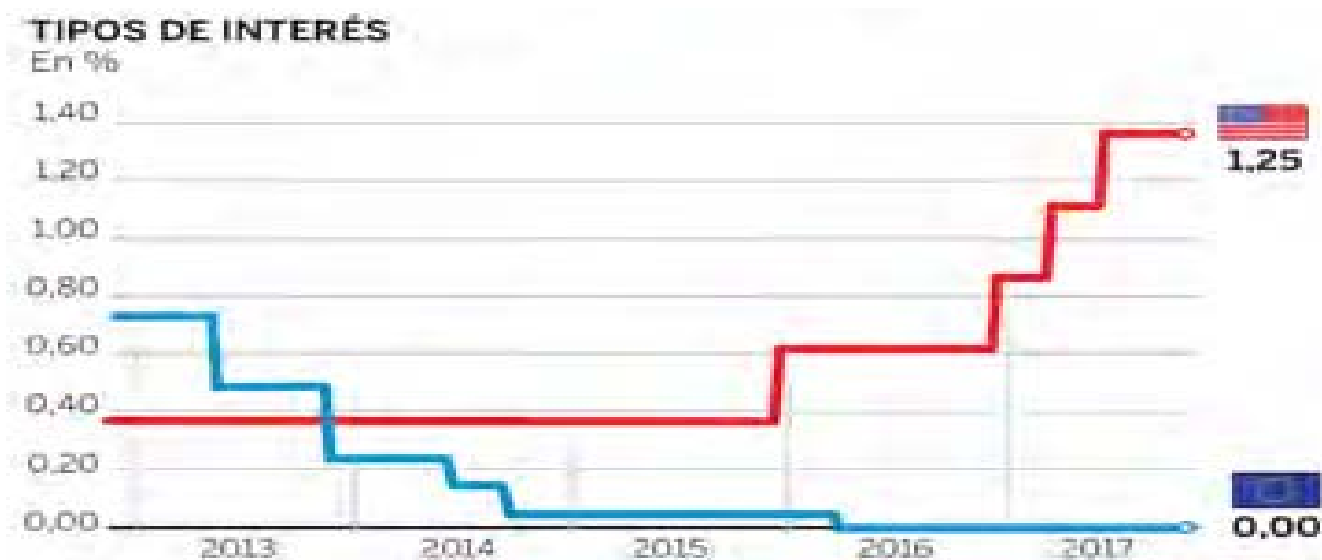


Cuadro 3: Deuda Pública en términos del PIB (2007,?)

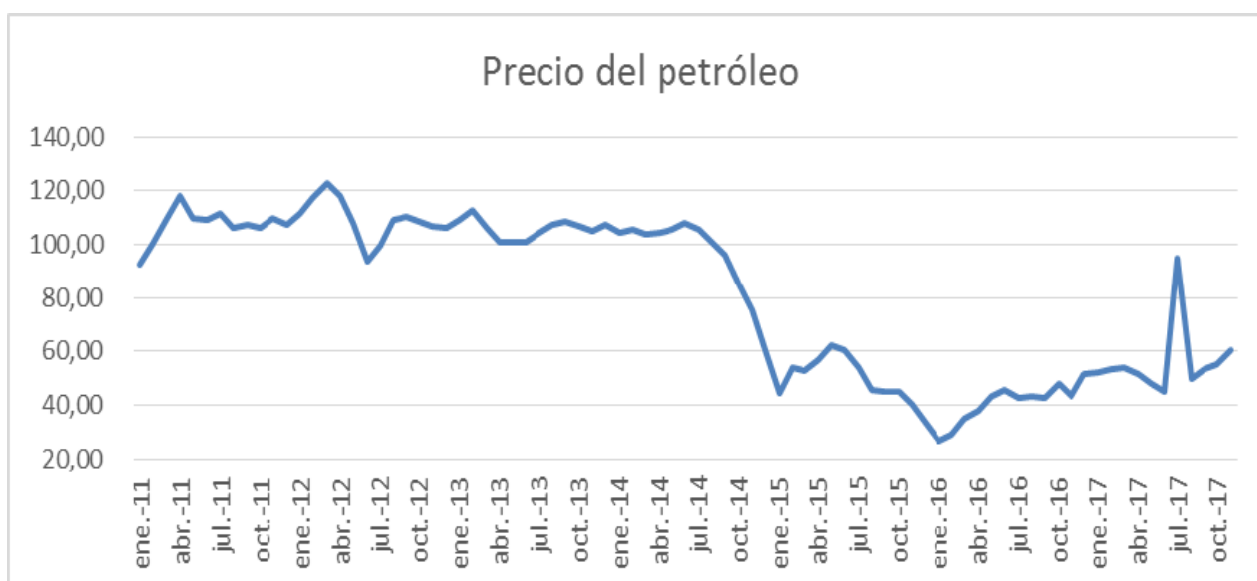


VIENTOS DE COLA

Cuadro 1: Tipos de interés



Cuadro 2: Precio del petróleo



Cuadro 3: Tipo de cambio €/€

