

»laboratorio de ideas.

Clima financiero y economía real

EMILIO
ONTIVEROS

Ya parecía olvidado el clima de estabilidad que ha retornado a la escena financiera internacional al inicio de este año. La aversión al riesgo se ha reducido de forma considerable, aunque no es fácil saber si definitivamente. Y es que los determinantes de esa mejora han sido variaciones en ese entorno esencialmente financiero: las decisiones más propiciadoras del crecimiento de los principales bancos centrales del mundo o el alejamiento de las amenazas globales con que se despedía el año, pero no tanto variaciones favorables en los indicadores reales de las principales economías, especialmente de las europeas. En realidad, las esperanzas de que ese mejor clima financiero sea una suerte de anticipo de la recuperación del crecimiento en las economías hoy en recesión no disponen por el momento de excesivos apoyos objetivos.

Cambios en la escena financiera. El anuncio del presidente del Banco Central Europeo (BCE), el pasado 6 de septiembre, constituye la principal referencia a partir de la cual la estabilidad retorna a la escena financiera. La disposición a conceder ese respaldo a la deuda pública de las economías amenazadas, Italia y España fundamentalmente, mediante el programa de compra de esos bonos a los Gobiernos que lo solicitaran, relaja de forma significativa la inquietante atmósfera dominante hasta entonces. La significación de esa actitud del BCE no radica solo en el cambio que suponía hacia una menor rigidez en su aproximación a la crisis financiera en la eurozona, sino por el más fundamental respaldo al alejamiento del peor de los escenarios en esas dos grandes economías. Y con él a la propia viabilidad de la eurozona, hasta entonces seriamente comprometida, no solo por la especulación dominante en los mercados de bonos sino por la inacción o mala gestión de la crisis por las instituciones europeas. Pero no olvidemos que la concreción final de esa suerte de red de seguridad sobre los intereses de la deuda pública depende de que los Gobiernos la soliciten formalmente.

El alejamiento de la amenaza sobre la economía global derivada del *abismo fiscal* en EE UU ha sido otro de los factores suavizadores de las tensiones financieras. Igualmente destacable es la disposición de los principales bancos centrales, liderados por la Reserva Federal estadounidense, a evitar males peores adoptando decisiones poco habituales. Por otro lado, la relajación de las exigencias de liquidez a los bancos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha contribuido también a esa mayor propensión hacia la inversión en activos de riesgo, reconduciendo las cotizaciones de los considerados como refugio hacia niveles más razonables.

Esa reducción de la aversión al riesgo se ha reflejado en los precios de todos los

activos financieros, de forma más explícita en los españoles e italianos. El descenso de las primas de riesgo de los bonos públicos de esos dos países ha sido especialmente pronunciado en las dos primeras semanas del año, pero también ha sido explícita la mejora en la práctica totalidad de los mercados bursátiles.

La volatilidad, por su parte, se ha mantenido en mínimos de los últimos cinco años.

cios que los propios bonos del Tesoro. La devolución al BCE de una parte significativa, superior a la esperada, de los préstamos concedidos a entidades bancarias de la eurozona (las conocidas como LTRO), constituye un exponente de esas menores tensiones de liquidez que han estado presentes en el pasado reciente. Ojalá sean definitivas y puedan reflejarse rápidamente en el necesario aumento de la inversión crediticia.

tará precisamente la competitividad de las exportaciones en aquellas economías que más la necesitan para asentar la recuperación. España sin ir más lejos.

Para que esa mejor atmósfera se asuma como la definitiva *normalización financiera* es necesario que el crecimiento económico acompañe: que la generación de rentas permita sustentar el crecimiento de los beneficios empresariales y, desde luego, la recaudación impositiva de los Gobiernos. Las previsiones de crecimiento de la economía mundial para el conjunto del año no amparan precisamente la euforia financiera. La más reciente, del FMI, señala que la economía mundial crecerá un 3,5% en 2013, apenas tres décimas más que en 2012. La esperanza, nuevamente, está depositada en las emergentes: solo China será responsable del 40% de ese crecimiento. Los estímulos decididos por el nuevo Gobierno japonés también forman parte de esa renovada, aunque tímida expansión global. Poco que esperar de la eurozona, dependiente de la convicción de las autoridades alemanas en esa intensa dosificación de una austeridad presupuestaria manifiestamente contractiva, expuesta a las tensiones políticas en varios países y, siempre, a una capacidad de reacción cuando menos lenta, y en ocasiones torpe o errada. El FMI no solo retrasa la recuperación en la eurozona desde la recesión actual, sino que la califica de frágil: sigue haciéndola dependiente de que no se renueven las amenazas de inestabilidad bancaria y en los mercados de deuda.

De las principales economías europeas, la española será la que sufra la recesión más pronunciada, con una contracción de su PIB no inferior a ese 1,5% del año pasado. Antes de que inicie su recuperación seguirá destruyéndose empleo, con el correspondiente impacto depresivo en la demanda interna, en la solvencia de familias y empresas y en las propias finanzas públicas. No hace falta insistir en que, en ausencia de una mayor demanda proveniente de nuestros principales socios comerciales, el dinamismo observado hasta ahora en las exportaciones tampoco contribuirá excesivamente a amortiguar esa atonía de la demanda nacional.

Es en España precisamente donde la mejor atmósfera financiera vigente en estas primeras semanas no puede darse por garantizada para el conjunto del año, y tampoco es la condición fundamental para impulsar el crecimiento económico. La flexibilización temporal del objetivo de déficit público es una condición, pero no la única. En ausencia de estímulos a la demanda, necesariamente externos, y de una mayor suavización de los costes financieros de las empresas y de las Administraciones públicas, la recuperación será tardía y poco intensa, insuficiente para crear empleo, con un PIB distante del crecimiento potencial, en definitiva. Y para la satisfacción de cada una de esas condiciones, Europa sigue teniendo la última palabra, aunque en alguna de ellas, como el dichoso *rescate*, la primera correspondencia a las autoridades españolas. ■



RAFAEL RICOY

La esperanza de que el mejor clima financiero anticipe una recuperación no tiene aún base sólida

Ello se ha traducido en demandas importantes en las subastas de bonos soberanos de Italia y España, en la muy significativa presencia de inversores extranjeros, pero quizás lo más favorable ha sido la apertura de las ventanas de emisión de valores privados, hasta el punto de que algunas de las empresas españolas con mayor proyección internacional han conseguido mejores condiciones de pre-

La economía real, estancada. Ese comportamiento de los mercados financieros ha llevado a no pocos analistas a calificar este como el año de "la gran rotación" hacia los activos de más riesgo, abandonando los refugios en que estaban atrincherados desde que se intensificó la crisis de la eurozona. Algunos han extendido esa rotación al cuadro de recesión que hoy domina en la eurozona.

Pero las señales en el sector real de las economías más dañadas por esta crisis no han sido igualmente expresivas ni mucho menos de mejoras significativas, especialmente entre las economías que comparten moneda en Europa. Es más, una de las consecuencias de ese mejor clima financiero ha sido la apreciación del tipo de cambio del euro que no facili-