

NOSOTROS LOS MERCADOS

La deuda de un país se paga con impuestos, recortes y menos crecimiento.¹ Los indicadores de liquidez 2007 mostraban un altísimo riesgo en donde la espiral de gasto crea un círculo vicioso similar al de una familia que vive de la tarjeta de crédito, lo cual es un ritmo de vida simplemente insostenible.

El capital, el balance y la caja lo dicen todo.² La renta fija, los bonos soberanos y corporativos, tienen riesgo, y cuanto mayor la deuda, mayor el riesgo. Esta falta de educación financiera es en parte lo que llevó a nuestro país a lanzarse a los bonos de Nueva Rumasa y similares. Hay que aprender y sobre todo darse cuenta que la culpa no es de los mercados, sino de las personas que no saben gestionar sus impulsos. Cuando entran los rescates y se destruye el principio de responsabilidad crediticia, se generan incentivos perversos, se toman riesgos exagerados ante promesas de rescate y se hunde la credibilidad de todo el sistema.

España, con el origen de la deuda soberana, incrementó el gasto público en 67.264 millones de euros entre 2007 y 2011, un 6,4% del PIB, para generar una caída del PIB del 3,3% y una caída de la producción industrial del 12,7%, con un aumento del desempleo brutal. El FMI mostró recientemente que si se ajusta el efecto de la deuda, España prácticamente no ha crecido en los últimos diez años. La solución es volver a la moderación, a lo que hizo este país un modelo, no de deuda, sino de creación de empresas bien gestionadas y poco endeudadas. Volver a pensar en la rentabilidad adecuada al riesgo. Sin embargo, no se quieren poner soluciones internas dolorosas, se buscan culpables externos.

Cuando estalló la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, se puso en marcha inmediatamente la máquina de buscar la culpa a culpables externos, y rápidamente aparecieron las agencias de calificación crediticia, encargadas de analizar la deuda soberana y corporativa. Las agencias se han equivocado y mucho. Todos los países se sienten con el derecho de ser aprobados. Standar&Poor's, Moody's y Fitch³ han sido extremadamente benignas porque sólo pueden utilizar datos documentados, y nunca hacen previsiones de futuro que difieran agresivamente de los emisores. Eso es lo que explica también que reaccionaran tarde con las hipotecas subprime.

Lo que hace falta en Europa y en España es que se centren en recobrar la credibilidad, atraigan capital en vez de espantarlo y dejen de vivir en la fantasía del gasto público, el crédito fácil, la sopa boba del subsidio y los derechos adquiridos que negamos a los demás.

En Noviembre de 2012, el Eurogrupo y el FMI decidieron desbloquear 43.000 millones de euros⁴ para que Grecia pudiera hacer frente a sus pagos. Grecia puso de manifiesto la fragilidad europea y el riesgo de tapar deuda con más deuda. Ante la enorme bola de nieve, en Europa se pusieron en marcha enormes inyecciones de liquidez del BCE, las

¹ <https://www.dlacalle.com/el-tsunami-de-deuda/>

² Esta es la idea central del libro. Daniel la repite constantemente, en cada una de sus partes.

³ <https://www.universidadviu.es/agencias-calificacion-rating/>

⁴ <https://www.20minutos.es/noticia/1088390/0/crisis/grecia/cronologia/>

cuales generaron sin embargo un riesgo considerable. Al usarse la mayor parte de esa liquidez para que los bancos compraran deuda soberana, se generó un círculo vicioso. Por un lado, esa liquidez no llegaba a la economía productiva, y por otro lado, se doblaba el riesgo porque cuando subía la prima de riesgo del Estado la cartera de bonos soberanos de los bancos se convertía en un riesgo inaceptable. La pérdida de capital inversor y la desindustrialización del continente se compensaron con más gasto público y político. En Europa hubo un proceso de intervencionismo gubernamental y voracidad recaudatoria que provocaron la salida del capital inversor extranjero y la aceleración de la desindustrialización de la Eurozona.

En 2007, el sector financiero suponía un 89% del PIB en EEUU, mientras que Europa era del 320%. En 2010 el capital privado suponía más de un 25% de la financiación en EEUU, en Europa menos del 4%. Esa caída fue el resultado de las políticas intervencionistas, la elevada fiscalidad, la inseguridad jurídica y de unos costes energéticos desproporcionados.

En nuestra opinión y coincidiendo con Daniel, el rescate es más caro que la posibilidad de dejar que suba la prima de riesgo del resto de los países europeos. Por ejemplo, el coste de dejar quebrar a Grecia es menor que el de rescatarla. Todo ello llevó a que se empezase a temer la ruptura del euro por la imposibilidad de rescatar a todos los países problemáticos.

Los que temían la ruptura argumentaban tres cuestiones:

- ✓ La necesidad de refinanciación de los países europeos, sumadas a la inevitable contracción del PIB.
- ✓ Un par de países no pueden rescatar a todos los demás. Decir que se trata de un problema de los países periféricos no es correcto. El problema de la deuda incluía a Francia y otros países centroeuropeos.
- ✓ El único efecto positivo de mantenerse en el euro es poder financiarse a tipos atractivos y contar con una moneda fuerte en un entorno comercial y financiero protector. Es decir, el coste financiero de mantener la moneda única no compensa la ruina económica y social de cargar a los ciudadanos con su coste.

Aportar liquidez debe de ser una medida temporal, no estructural, se impone la solución evidente que es la prudencia presupuestaria, atajar la espiral de gasto político, limpiar los balances de la banca y atraer capital.

La necesidad de cuadrar cuentas, de dejar de despilfarrar y moderar la deuda guarda una relación directa con los derechos sociales. En nuestra opinión y de acuerdo con Leopoldo Abadía, el eterno problema de nuestro país es ignorar el riesgo por acumulación y concentración.

La prima de riesgo por encima de 100 puntos básicos es un problema que demuestra que las inyecciones de liquidez no funcionan, incentivan y rescatan a los que han hecho mal y encima el efecto placebo dura cada vez menos. Mientras España no publique cifras de

mejora de su calidad crediticia que sean claras, inequívoca y sostenible va a ser difícil ver la prima de riesgo bajar a niveles de los 50 puntos.⁵

El error global de los bancos a apalancarse hasta el infinito⁶. Desde hace ya unos años, el modelo de toda la banca de inversión es simplemente no rentable, y eso ha hecho que se pase a un modelo bancario a un modelo de trading.

Según decían algunos, la deuda no es un problema ya que podemos bajar los tipos e imprimir más moneda. Pero los riesgos del QE son los siguientes:

- ✓ Genera inflación de materias primas, sobre todo agrícolas y energéticas. No se genera riqueza empresarial ni empleos, solo inflación bursátil y de activos.
- ✓ No genera el famoso efecto riqueza. La gente no se lanza a consumir cuando ha perdido la confianza en el sistema institucional.
- ✓ No apoya al crecimiento económico

En Septiembre de 2012 se anunció la tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3, y apenas se apreció ningún cambio ya.

La deuda importa y mucho. Ante todo por su volumen. 3,2 billones de euros de deuda adicional en el Eurozona e'n 2012, y un BCE cuyo balance ya supera los 3 trillones de euros. Nos olvidamos que cuando pagamos gastos corrientes con deuda, son nuestros hijos los que reciben la factura, con intereses.

Estas son las ideas centrales de nuestro análisis:

- ✓ El BCE debe inyectar fondos a la banca para reducir el riesgo.
- ✓ Si reducimos el déficit bajará la prima de riesgo
- ✓ La intervención sobre el mercado de deuda hunde el acceso al crédito de las empresas
- ✓ Detrás de todo banco central hay inversores privados e impuestos para los contribuyentes
- ✓ El déficit no es un derecho y la deuda no es un beneficio

Trata de mostrar que los que defienden el aumento del gasto público para estimular la demanda interna parten de varios erroresⁱⁱ:

- ✓ La caída de la inversión privada es una anomalía injustificada.
- ✓ Que los gobiernos europeos gastarían el dinero de los contribuyentes de manera más eficiente y prudente que el sector privado.
- ✓ Que los gobiernos centrarán su criterio inversor en buscar una rentabilidad adecuada, unos costes controlados, y una buena gestión.
- ✓ Que las decisiones de inversión y de gasto de los gobiernos son compatibles con la iniciativa privada y el mercado libre.
- ✓ Que si se toman malas decisiones de inversión pública, siempre se pueden compensar con más impuestos y crecimiento.

⁵ Leopoldo Abadía: <http://blogs.lavanguardia.com/el-jardin-de-los-sensatos/2018/02/21/deuda-a-perpetuidad-46915/>

⁶ Enrique Bujidos, Socio Responsable de Reestructuraciones en PWC, en su artículo: "Las reestructuraciones que vienen: ojo con la deuda de las empresas"

Las razones por las cuales funciona la austeridad⁷ son las siguientes:

- ✓ Libera recursos financieros de actividades improductivas a actividades más eficientes
- ✓ Acelera la transición hacia una economía de mayor productividad. Cuando aumenta el gasto público, la productividad cae porque la mayor parte de esos planes de estímulo se envía a subsidios y rescates a industrias en decadencia y acaparan unos recursos financieros que imposibilitan la inversión en alta productividad.
- ✓ Crea empleo, no lo subvenciona
- ✓ En vez de cercenar el PIB se crea PIB.

Tenemos que salir de la espiral de gasto, de los favores debidos, del proteccionismo y las subvenciones que rescatan a los improductivos y taponan la innovación y la inversión en crecimiento.

El primer error es pensar que el acceso al crédito o al BCE es ilimitado, olvidando que la capacidad de endeudamiento no es exponencial y que detrás siempre hay capital privado. El segundo error es pensar que el rescate de España atraería inversores al calor del BCE.

Habría que bajar impuestos, cercenar la burocracia, y atraer capital genera empleo e ingresos fiscales en lugar de consumirlos.

Las principales medidas que recuperarían la competitividad de España son las siguientes:

- ✓ Atraer capital⁸
- ✓ Reducir impuestos, especialmente los de renta y sociedades
- ✓ Reforma estructural de las AAPP
- ✓ Cercenar las subvenciones

La única solución para España es la reducción de la deuda, no del déficit, y eso sólo se hace desde el gasto público. El proceso de consolidación fiscal español no va a ser creíble, ni factible, si no se reducen estructuralmente las partidas de gasto más grandes, recortando en los salarios públicos, asesores y administraciones duplicadas, inversiones improductivas y en las subvenciones.

ⁱⁱ Para Daniel, lo más importante de la escuela austriaca es que defiende la importancia de la libertad como elemento de control en la formación de precios, la no neutralidad del dinero y la determinación de los tipos de interés y los beneficios por la interacción de distintos operadores con productividades marginales distintas. Su acercamiento por la escuela austriaca vino por la constatación de los efectos dañinos de las políticas de intervención, a pesar de su formación neoclásica y Keynesiana, la cual por lo demás tiene aspectos absolutamente válidos.

⁷ Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart (Profesores de Harvard) y el comisario de Economía en Bruselas, Olli Rehn, junto con Daniel, son grandes defensores de políticas de austeridad en momentos necesarios.

⁸ Informe de PWC. Diciembre 2014. "Información corporativa. ¿Qué quieren saber los inversores?" <https://www.pwc.es/es/publicaciones/auditoria/assets/informacion-corporativa-que-quieren-saber-los-inversores.pdf>