

## DESAYUNOS ECONÓMICOS DE EL NUEVO LUNES

España, ¿cambio de tendencia? Es la pregunta que se puso sobre la mesa de los Desayunos que organiza EL NUEVO LUNES, y los expertos coincidieron en que la economía mantiene un ritmo de crecimiento sólido, aunque necesita un crecimiento mayor. El problema sigue sien-

do del desapalancamiento, tanto del sector privado como del público y su peso sobre el consumo. Otro factor negativo es el entorno general en Europa, la desaceleración de países como Francia e Italia, su contagio a Alemania, y su repercusión sobre las exportaciones.

**El mínimo crecimiento de la Eurozona al 1% y el desapalancamiento, frenos a la expansión española**

## España confirma su leve pero segura recuperación económica

■ Mercedes Cobo

La recuperación se va retroalimentando, la economía española mantiene un ritmo de crecimiento sólido y sigue la estructura normal de esa recuperación, otro tema a discutir es si es sostenible en el tiempo. "En definitiva cambio de tendencia creo que sí, a un crecimiento sostenible sí, que es el crecimiento que necesitamos no, necesitamos un crecimiento mayor que el en torno a 1,5 o el 2% que intuimos a medio plazo". Comenzó así su intervención **José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España**, en los Desayunos organizados por EL NUEVO LUNES. Comentó además que si tuviera que poner pegos, "me gustaría que llegara más inversión, también que llegara esa financiación financiera que llega del exterior. El déficit por cuenta corriente pequeño o no, si no se financia con deuda sino con inversión a lo mejor parece menos inquietante".

En términos de competitividad, Martínez Campuzano se refirió a los últimos datos de precios turísticos, en su opinión resulta llamativo ver como "cuando la economía se empieza a recupera los precios suben. Estamos hablando de una inflación anual en el sector turístico en torno al 2% cuando la inflación general está prácticamente nula".

**Ángel Laborda, director de Coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (Funcas)**, también coincide en que la recuperación, que ya se inició a mediados del año pasado, continúa. No es que se esté produciendo un cambio de tendencia si no que la cosa continúa, a pesar del enfriamiento desde el verano para acá. "Desde el verano estamos observando un enfriamiento de la economía hasta el punto de que se sigue hablando de los riesgos, no tanto en España pero sí en Europa de que se incurra en una tercera recesión. No creo que en Europa haya una recesión, el problema no es una recesión es el estancamiento secular. En el caso de España, los indicadores han empezado a moderar su crecimiento apenas una décima, que indica que ha habido un paro en esa progresión al alza en cada trimestre, que iba aumentando el ritmo de crecimiento, en el tercero no ha aumentado y ha bajado un poquito, apenas una décima. En el cuarto trimestre no sé si seguirá esa tendencia e iremos a un 0,4 o nos quedaremos en el 0,5%. Además me parece que en la economía española se está equilibrando del patrón de crecimiento, la pauta de crecimiento con que se inició la crisis no era a medio plazo sostenible, porque se fundamentaba en un tirón fuer-



De izda. a dcha.: José García Abad, editor de EL NUEVO LUNES; Ángel Laborda, director de Coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (Funcas); Nicolás López, director de Análisis de MG Valores; José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España; Federico Prades, asesor económico de la Asociación Española de Banca (AEB); Rosa del Río, directora de EL NUEVO LUNES, y Mercedes Cobo, redactora del semanario.

te de ciertos segmentos del consumo, automóviles, electrodomésticos, en consumo duradero no, en cuanto a la inversión de las empresas ya empiezan a invertir pero para modernizar equipamiento no para aumentar capacidad productiva".

Laborda considera que en "los últimos meses se están requilibrando las bases del crecimiento para hacerlas más sostenibles, si unimos a esto la caída del precio del petróleo, va a suponer que no sólo la balanza de pagos no va a incurrir en déficit sino que vamos a volver a superávit, y esto es importante porque mucha gente

pensaba que la economía española era incapaz de crecer más allá del 1% sin incurrir en déficit en la balanza de pagos. La economía española puede crecer al 2% es lo que prevemos para el año que viene sin incurrir en déficit de la balanza de pagos, además hay factores que van a influir en que la economía coja ritmo como la mejora de las condiciones financieras".

Es una de las principales conclusiones de la última edición de los Desayunos de EL NUEVO LUNES, en la que los expertos coincidieron en que la economía española cuenta con ventajas con respec-

to a otros países. "España ha hecho avances importantes en procesos de ajustes antes que otros países como pueden ser Francia e Italia. En los ajustes y en las reformas, especialmente en el mercado laboral, y ahí lo más significativo es el recorte de los costes salariales unitarios, se ha recuperado todo el exceso que se había producido en la fase de productividad, el saneamiento del sector financiero como se ha visto en los test de estrés, y esto es porque se ha hecho el ajuste del sector", apunta **Federico Prades, asesor económico de la Asociación Española de Banca (AEB)**.

Además, añade que el lastre de la construcción que ha venido restando sistemáticamente crecimiento a la economía se va disipando. "La construcción ha venido restando sistemáticamente crecimiento a la economía y eso despeja un poco el panorama. A esto hay que añadir la unión bancaria, la relajación de los mercados financieros, la recuperación de la confianza de los mercados, y una prima de riesgo que es asumible, y puede que se añada un programa de inversión de la eurozona, incluso se habla con más timidez de un programa de impulso de la demanda en Alemania, creo que esto sería muy positivo".

Prades resume que el crecimiento "es la suma de dos variables, el crecimiento del empleo y de la productividad, habría que profundizar en todas aquellas medidas que son susceptibles de facilitar la contratación, es decir, la reforma del mercado laboral y la eficiencia en el gasto, en la inversión, para fomentar la productividad".

Uno de los problemas que el que coinciden los expertos es el desapalancamiento tanto en el sector privado como en el sector público. En este sentido **Nicolás López, director de Análisis de MG Valores** considera que con un crecimiento de un 2% al año que viene, después de una depresión en la que hemos perdido un 15% de demanda interna, "deberíamos tener una salida más airosa, pero sigue habiendo factores negativos, en particular el desapalancamiento. Seguimos viendo como las familias siguen reduciendo mucho su nivel de endeudamiento, y eso sigue pesando sobre el consumo y vemos como las empresas lo mismo, no hay inversión todavía, la inversión de las empresas no acaba de repuntar entre otras cosas porque están todavía en fase de reducir deuda a base de vender activos en una estrategia defensiva aunque ya se empieza a ver empresas que se plantean más planes de inversiones".

Otro factor negativo es el crecimiento de la zona euro al 1%, para Nicolás López, "la desaceleración que hay en países como Francia e Italia que ha contagiado a Alemania y que se está notando en el crecimiento de las exportaciones, supone que el sector exterior no va a aportar el año que viene mucho, aunque tampoco veo riesgo de que entremos en un deterioro del sector exterior porque el superávit en servicios sigue muy fuerte."

Ángel Laborda discrepa, en su

### Unión Bancaria y estímulos, las claves de Europa

■ La unión bancaria es un paso importante, hay reformas estructurales que se están sacando adelante que tienen que ver con la integración de los mercados, pero en "Europa lo que sería bueno es tener un poco más claro el objetivo final, tener más claro si realmente estamos en camino hacia una mayor integración fiscal, económica o no, o si simplemente nos vamos a quedar con la unión bancaria y poco más, esa visión a largo plazo influye en las empresas a la hora de invertir, a la hora de lanzarse a proyecto más europeos, de fusionarse bancos, aclaró **Nicolás López**. En su opinión, de

para al futuro, la unión bancaria "lo que debería acarrear es un mercado único igual que en Estados Unidos, eso habría evitado una crisis bancaria tan fuerte como la que hemos tenido", además añade que "el paso del supervisor único que se ha hecho ya es bueno y contribuye a crear confianza, pero que la clave es llegar a crear el mecanismo de resolución y el fondo de garantía de depósitos común dentro de Europa".

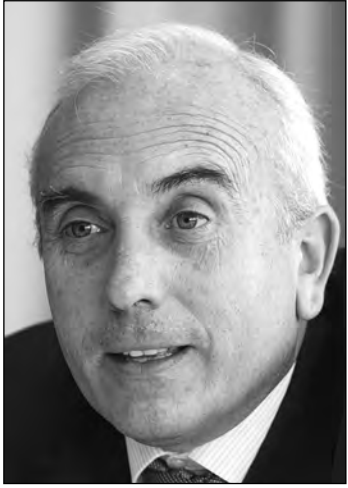
En opinión de **Federico Prades** la unión bancaria lo que va a introducir es una mayor transparencia informativa sobre la situación de las entidades. "Al mismo

tiempo exige que las entidades, hayan redimensionado, recapitalizado, y saneado sus balances. Nos encontramos con un sistema bancario mucho más preparado para dar respuesta a las necesidades". Además considera que "es bastante probable que esta unión bancaria facilite una europeización para que las entidades financieras dejen de ser esencialmente nacionales a ser parte de una dimensión europea".

En cuanto a las medidas de estímulo como el plan de inversión público-privada de 300.000 millones de euros en tres años presentado por el

presidente de la Comisión Europea, Jean-Claude Juncker, Federico Prades señaló que este tipo de medidas pueden ser útiles "y nos vendrían muy bien a nosotros". **José Luis Martínez Campuzano** se refirió a la probabilidad de que el BCE compre deuda soberana en abierto, el QE europeo, "el principal riesgo que veo en Europa es que el BCE no habilite un QE de medidas de estímulo, porque en parte ya está descontado. Lo fundamental es que haya un QE y que siga la integración bancaria, para esa integración hace falta que Alemania ponga dinero, y ver de dónde sale el plan de estímulo de inversión, dicen que se va

a crear un fondo que se va a apalancar en 5 o 6 veces, hace falta que ese fondo invierta bien y que lo haga en las condiciones más idóneas". Por su parte **Ángel Laborda** se mostró escéptico en cuanto a las posibilidades del QE, "porque el tema es si esa mayor liquidez se traduce en más gasto real de los consumidores y de los empresarios, o gran parte de esta liquidez va a inversiones, a liquidez que tienen los mercados financieros para invertir a su vez en mercados financieros". Aunque consideró que en el caso de España "si nos podría venir bien que el BCE inyecte mayor liquidez y baje tipos".



**José Luis M. Campuzano: “Lo fundamental es que haya un QE y que siga la integración bancaria. Para esa integración hace falta que Alemania ponga dinero, y ver de dónde sale el plan de estímulo de inversión”**

**“Cambio de tendencia, creo que sí; a un crecimiento sostenible, sí; que es el crecimiento que necesitamos, no. Necesitamos un crecimiento mayor que el 1,5 o el 2% que intuimos a medio plazo”**

opinión “la exportación está repuntando otra vez y crece a tasas fuertes, tanto la destinada a Europa, a pesar de que la comunidad europea está estancada sin embargo las exportaciones españolas a la zona euro están creciendo fuerte, también se están recuperando las exportaciones del resto del mundo, eso está haciendo que ese deterioro en el déficit comercial se haya detenido y ese riesgo de incurrir en déficit de la balanza de pagos está desapareciendo”.

“Francia y Alemania, no han tenido ninguna restricción financiera en España sí, el factor número uno de la fuerte crisis que hemos tenido en España ha sido el corte de crédito tan brutal y la restricción del crédito, si empieza a haber más financiación y a menores precios, se va a potenciar la recuperación, Europa puede ser un freno pero no creo que entre en recesión, eso sí con un crecimiento muy débil del 1% para el año que viene”, concluye.

En este sentido **José Luis Martínez Campuzano**, considera que la economía europea no está para entrar en recesión, “hay razones muy importantes”, y señaló entre otras la probabilidad de que el BCE compre deuda soberana en abierto, una forma de quantitative easing o QE europeo, la bajada del petróleo, y el contexto mundial “que van a evitar que entre en recesión, otra cosa es que vayamos a ver un crecimiento fuerte, pensamos en torno al 1%, sobre todo el año que viene. Es un año político, en este contexto la inestabilidad y la desconfianza está ahí, por otro lado la consolidación bancaria va a continuar pero el desapalancamiento también, lo importante cuando se habla de Europa es que va a pasar a nivel de mercados financieros, pensamos que la Fed y el Banco de Inglaterra vuelven a aplazar la normalización. Los mercados siempre descuentan, los precios de los activos están en niveles altos por lo cual

## La banca en la sombra como alternativa al crédito

■ Ante el cierre del crédito por parte de los bancos ha surgido una nueva forma de crédito no bancario, el conocido como el “shadow banking”, la banca en la sombra. **José Luis Martínez Campuzano** explicó que “se puede vivir sin crédito, se puede vivir con la inversión” y lo que están haciendo los bancos centrales es

que la financiación fluya a través de canales no bancarios, “un sistema peligroso, pero al final si tienes una economía europea donde el 85-90% del crédito es bancario, si quieres que fluya dinero lo colocas en activos cada vez más arriesgados, por lo tanto asumes el riesgo que los bancos no pueden hacer”. Un sistema que en su

opinión es necesario regular. Para **Campuzano**, los bancos centrales están iniciando un camino en el que gran parte de los riesgos no se conocen por lo que no se pueden valorar. **Federico Prades** se mostró más partidario del crédito y hablo del riesgo que supone el shadow banking porque se escapa

a la regulación. En su opinión, el crédito es necesario para adelantar la inversión y el consumo de bienes duraderos, señaló la necesidad de que vaya respaldado por el ahorro. Prades considera que, “una economía sin crédito y sin ahorro no tiene mucho sentido para ajustar las decisiones”.

es un contexto muy propicio para la volatilidad”. Martínez Campuzano señala además otros problemas. “Hay viejos problemas de la economía, como es el déficit por cuenta corriente, como es la inflación, la productividad, y hay un factor demográfico que la puede amenazar y tenemos el desempleo y un empleo precario, habría que dar una segunda vuelta al mercado de trabajo”.

En cuanto a los factores positivos que pueden contribuir a que se refuerce o se consolide este ciclo de crecimiento a corto plazo, **Nicolás López** indica que “por un lado el impacto del gasto público va a ser más neutral, no vamos a hacer ese esfuerzo de reducir el déficit, tenemos una caída fuerte del precio del petróleo, que se está traduciendo en una caída en el precio de la gasolina y eso tiene bastante peso en el gasto de las familias medias y bajas donde el gasto en gasolina es significativo. Esta caída si se mantiene en los próximos meses es un pequeño estímulo al gasto de las familias”, ha esto se añe-

de la caída del euro, que en su opinión puede continuar o por lo menos mantenerse en niveles bajos y el Banco Central Europeo, “claramente empujando a una política ultra laxa para intentar que la inflación repunte, con este escenario y con una economía española que lleva varios meses creando empleo, estamos en un crecimiento que se autoalimenta y que es autosostenible, entiendo que lo razonable es considerar que vamos a conseguir ese crecimiento en torno al 2% para el año que viene”.

La recuperación inicial se sustentó en dos fundamentos de la demanda interna, automóviles y bienes de equipo, explica **Ángel Laborda**, “que tienen mucho contenido de importaciones, eso dio origen a un fuerte repunte de las importaciones, coincidiendo con el enfriamiento de las exportaciones, en la segunda mitad del 2013, primera mitad de 2014, y que dio lugar a que el déficit comercial volviera a deteriorarse y la balanza de pagos también, y esto no era sostenible a medio plazo. La economía española está muy endeudada, necesita superávit en la balanza de pagos para reducir ese endeudamiento. Lo positivo es que esto se está corrigiendo porque estos dos componentes de la demanda interna continúan creciendo pero a menor ritmo y esto está siendo sustituido por otros componentes de la demanda interna que hasta ahora no habían empezado a recuperarse. La construcción empieza a tirar, incluso hasta el gasto público, no crece mucho pero tampoco se reduce, está siendo como mínimo neutro, esto produce un mayor equilibrio en la demanda interna con un contenido importador menor”. “La economía española puede crecer al 2% para el año que viene sin incurrir en déficit de la balanza de pagos, además hay factores que van a influir en que la economía coja ritmo como la mejora de las condiciones financieras”.

### Política económica

Otra de las preguntas que se puso sobre la mesa de los Desayunos de EL NUEVO LUNES es si la Unión Europea va a cambiar de política económica. Nicolás López señaló que no ve cambios en la esencia política. “Alemania mientras no vea una integración política no está dispuesta a una integración fiscal y como Francia no quiere una mayor integración política pues no se acaban de ver más que pasos tímidos, como el plan de inversiones del Banco Europeo de Inversiones, cuando se quiere salir de una situación de semi depresión al final lo que se está intentando es un cambio psicológico de los agentes económicos y entonces ahí todo vale. En general tampoco estamos en una situación tan desesperada como para pensar en una nueva recesión, la cuestión es ver cuándo se retrasa la salida sin

tomar medidas de choque”, que en su opinión, “no se van a poder tomar porque políticamente no es posible hacer medidas de impulso fiscal muy grandes, y en consecuencia seguiremos con las mismas políticas”.

Para **Ángel Laborda** “estamos todavía en una fase inicial, finalmente se está admitiendo que hay que ser más flexibles, hay un cambio de discurso, unido a que Francia tiene problemas para cuadrar sus cuentas y no quiere hacer un ajuste tan brutal como el de España o el de Grecia, quiere hacer lo de una forma más suave, Europa tiene un problema a corto plazo, tiene un exceso de capacidad productiva sin utilizar pero no hay demanda, el caso evidente es Alemania. La cuestión es reanimar la demanda. El problema es que hay factores como es el demográfico, cuando la población envejece se tiende a ser más ahorradores, y luego que la Comunidad Europea sigue estando muy endeudada. En esta situación el que podría gastar es el sector público, por eso más



**Federico Prades: “Es bastante probable que esta Unión Bancaria facilite una europeización para que las entidades financieras dejen de ser esencialmente nacionales para ser parte de una dimensión europea”**

**“Francia y Alemania tienen rigideces muy importantes como es el mercado laboral. Nosotros hicimos el ajuste y ellos deberían hacer algo a ese respecto, es un problema de coordinación”**

gasto fiscal, aparece el plan de los 300.000 millones de la Comisión Europea pero teniendo en cuenta como está el sector público europeo, con una deuda pública que está en más del 90%, en media zona euro, con países como Italia o Bélgica que superan el 100%, por lo tanto el sector público europeo tampoco está en condiciones para hacer de estimulante de la demanda interna europea”.

**José Luis Martínez Campuzano** comenta que “los bancos centrales al final hacen lo que hacen por efecto riqueza y por represión financiera”. Insiste, como **Ángel Laborda**, en que estamos en economías muy endeudadas, “y aquí sale perdiendo el acreedor, el depositante alemán o el que tienen dinero y ganando los que están endeudados. El mercado ha asimilado que si hay algún problema sale el BCE y compra medio millón de papel público, si no lo hace finalmente o el crecimiento se recupera con fuerza o tenemos un problema, los mercados viven de expectativas y ahorra están jugando con la expectativa de que los bancos centrales lo hacen todo”.

Los expertos cada vez están más de acuerdo en que la política monetaria, fiscal, y estructural, “tienen que jugar al mismo tiempo, cada una por si sola es incapaz de poder resolver el problema de crecimiento, comentó **Federico Prades**, e indicó que “Alemania debería hacer caso a lo que le dicen el FMI, otros analistas...la OCDE, y gastar más. Tiene un superávit por cuenta corriente del 7-8% del PIB, eso es una barbaridad”. Prades apuntó además, que Francia y Alemania tienen rigideces muy importantes como es el mercado laboral “nosotros hicimos el ajuste y ellos deberían hacer algo a ese respecto, es un problema de coordinación. Está surgiendo la idea que una política de estricta austeridad por si sola puede ser hasta contraproducente”.



**Nicolás López: “La Unión Bancaria lo que debería acarrear es un mercado único, igual que en Estados Unidos. Eso habría evitado una crisis bancaria tan fuerte como la que hemos tenido”**

**La economía española lleva varios meses creando empleo. Estamos en un crecimiento que se autoalimenta y que es autosostenible; entiendo que lo razonable es considerar que vamos a conseguir ese crecimiento en torno al 2% para el año que viene”**



**Ángel Laborda: “Creo que en los últimos meses se están reequilibrando las bases del crecimiento para hacerlas más sostenibles. Si unimos a esto la caída del precio del petróleo, va a suponer que no sólo la balanza de pagos no va a incurrir en déficit, sino que vamos a volver a superávit”**

**“La exportación está repuntando otra vez y crece a tasas fuertes la destinada a Europa. A pesar de que la comunidad europea está estancada, está creciendo fuerte, también se están recuperando las exportaciones del resto del mundo”**