

DESAYUNOS ECONÓMICOS DE EL NUEVO LUNES

El coste financiero de la crisis: ayudas de 50.000 millones a la banca, avales fiscales de 40.000. ¿Cuánto queda? Las bases del crecimiento, ¿son sólidas o de barro? Sobre estos temas han debatido en esta ocasión los expertos que han participado en los Desayunos que orga-

niza EL NUEVO LUNES. Todos han coincidido en que hay una recuperación cíclica de la economía española, que no va ser tan rápida como lo esperado, y habrá que ver si realmente va a ser estable. El problema sigue siendo el endeudamiento y el empleo.

La elevada capacidad productiva anima una recuperación condicionada por la creación de empleo

La economía española se recupera, el problema es la deuda

■ Mercedes Cobo

La combinación de factores lleva a ser optimista, los datos económicos son mejores de lo previsto, unas condiciones financieras muy laxas, una política fiscal que se mueve entre expansiva y neutral, un escenario de mejora desde el punto de vista de los mercados financieros, y un efecto riqueza, "nos hacen ser optimistas pero si nos fijamos en EEUU, que también tienen una serie de factores igual de positivos, vemos en cambio que la economía norteamericana no acaba de dar señales claras sobre todo de la recuperación del consumo", así comenzaba su intervención **José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España**, en la última edición de los Desayunos organizados por EL NUEVO LUNES, quién apuntaba además que en el caso de España "tenemos que considerar las reformas que se han llevado a cabo. Los datos de la última Encuesta de Población Activa (EPA) no han sido malos pero tampoco han sido buenos y si esos datos se extrapolan volveremos a la vieja regla de que la economía española tiene que crecer muy fuerte para crear empleo en términos significativos".

Para Campuzano, "en España hay que hacer más cosas, sobre todo en términos de medidas de oferta, hay que empezar a dar un viraje, hay que empezar a aplicar más medidas de oferta y no tanto buscar más medidas de demanda y de ajustes salariales". En su opinión hay tres problemas, "a nivel macro lo que más inquieta es China, EEUU, y el crecimiento mundial, ser optimista para la economía española significa ser optimista para las exportaciones y eso significa tener una demanda internacional fuerte, viendo lo que está pasando en China, y las dudas sobre la economía americana, aunque son dudas que se pueden resolver a corto plazo, lo que me inquieta es que lo que hace tres meses era nuestro factor de fortaleza desde el punto de vista de la demanda exterior, en un futuro se convierta en un factor de viabilidad". Otro factor que le preocupa es Grecia por la incertidumbre que crea en el medio y largo plazo. "En países como España necesitamos que haya más inversiones en términos de capacidad, sobre todo inversión internacional y eso pasa por tener visibilidad en la zona euro en el medio y largo plazo, y en tercer lugar me preocupan los mercados, las cosas van también que me inquieta que en un momento puedan ir mal, me inquieta que todos estemos apalancados en el mismo lado, que todos estemos posicionados en activos de riesgo", explica.

Nicolás López, director de Análisis de MG Valores, coincide en que hay una recuperación cíclica de la economía en España,



Fotos: F. MORENO

De izda. a dcha.: Ángel Laborda, director de Coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (Funcas); Paula Papp, socia de Analistas Financieros Internacionales (AFI); Nicolás López, director de Análisis de MG Valores, y José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup en España.

"venimos de una caída muy profunda del PIB, hay niveles de consumo, de inversión que están muy por debajo de lo que sería su nivel tendencial de largo plazo, que debería haber una recuperación cíclica que debería prolongarse durante unos cuantos años está fuera de duda, la cuestión es que profundidad tiene más allá de esa

recuperación cíclica, si realmente podemos entrar en una fase de crecimiento estable a largo plazo, si va a ser un ciclo prolongado o si vamos a seguir con problemas, si después de tres o cuatro años de recuperación esto va a volver a fallar, eso dependerá de que surjan desequilibrios", señala, y apunta que si el crecimiento es soste-

nible, no genera inflación, no hay un déficit exterior, no hay un exceso de endeudamiento, entonces la economía puede crecer, "lo que tenemos que asumir es que este ciclo no va ser como el de los años noventa o anterior, porque no vamos a tener ese pulso del activo de la construcción, no vamos a tener una entrada masiva de inmi-

grantes que aumenten la producción y el consumo, tenemos que asumir que el crecimiento potencial en España estará más en el dos y pico que en el tres o, en el cuatro que estaba en el pasado".

En su opinión el crecimiento está siguiendo un patrón sostenible en España, "el saldo de cuenta corriente está más o menos equilibrado, hay déficit comercial pero eso lo va a haber siempre en una economía como la española que tiene el 10 o el 15% del PIB en el turismo, que tiene un superávit en la balanza de servicios y un déficit estructural de la balanza de bienes que se compensan, globalmente no preocupa que el consumo esté tirando sólo un poco porque estamos en un entorno de crecimiento sostenible", Campuzano considera que las cosas van bien, aunque no significa que no haya riesgos y en general "hemos entrado en una dinámica de crecimiento autosostenible con creación de empleo".

Paula Papp, socia de Analistas Financieros Internacionales, se mostró de acuerdo en que la economía está creciendo pero en su opinión con un crecimiento vulnerable a situaciones que puedan venir de fuera. "Se está intentando buscar rentabilidad a toda costa, que la renta fija esté en los niveles que está, esta haciendo que se busquen inversiones que a lo mejor tienen más riesgo para suplir la rentabilidad de otras que tenían menos. En los bancos y también en los particulares, estamos viendo ese cambio del mix de los depósitos del plazo a vista, pero también fuera de balance a instrumentos de inversión, a ver que evolución tienen en los próximos meses, la reacción al final de esto, es que se es mucho más vulnerable a la evolución de la economía española y a la de la economía mundial en general".

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 a corto plazo, "podemos ser optimistas, la economía ha hecho un ajuste tremendo de gasto hasta el punto de que estamos gastando algo menos de lo que tenemos, una vez hecho ese ajuste, lo que ha quedado es una capacidad productiva sin utilizar muy elevada, el gasto vuelve a estar en disposición de volver a aumentar, al haber una gran capacidad productiva sin utilizar la economía responde creando empleo. A esto hay que añadirle la bajada del petróleo, unas condiciones financieras por parte del Banco Central Europeo sumamente laxas, y que la política fiscal ha dejado de ser restrictiva para en estos momentos pasar a ser bastante acomodaticia". Laborda considera negativo que con las elecciones a la vista las administraciones públicas se hayan "olvidado de los deberes que les quedan por hacer a ellas, porque el sector privado ha hecho un ajuste intenso. El ajuste en las administraciones públicas se ha parado y tenemos un déficit público muy elevado, entre el 5, 6% y 5,7%. La mitad es estructural, el 3%. La deuda pública está ya rozando en el 100% del PIB, es un tema que no se puede dejar olvidado y las siguientes legislaciones tendrán que volver a hacer políticas fiscales restrictivas, el déficit público queda pendiente", advierte.

Laborda explica que la recuperación cíclica está basada en una elevada capacidad productiva sin utilizar pero el problema sigue siendo la deuda. "La capacidad de gasto de los agentes endeudados se ve bastante limitada, la economía española por un lado tiene que

Las cuentas del rescate

■ España no ha sido el país que más dinero ha tenido que aportar a los bancos en contra de lo que se piensa, "pero sí es el país que tiene el mayor número de entidades que lo han necesitado, señala **Paula Papp** y apunta que el problema es que un sector bancario como fueron las Cajas de Ahorro ha desaparecido y "la transformación que ha tenido el sistema bancario en España no tiene parangón con ningún otro sistema bancario de cualquier otro país del mundo, ha habido un cambio brutal y una capitalización fuerte pero no ha sido la más grande".

Por su parte, **Ángel Laborda**, matiza que

una cosa es en cuestión de costes para los contribuyentes y otra cosa es lo que el sector en total ha dedicado, "el sector por sus propios recursos ha saneado casi 300.000 millones de euros. El tema ha sido que las entidades que no han podido por sí mismas, habido que inyectarles dinero". Para Laborda lo que es importante saber es cuanto ha invertido el sector público y cuanto va a recuperar. "Eurostat ha obligado ya a través de INE a contabilizar como pérdidas, 50.000 millones de euros, que han pasado a engrosar el déficit público de cada año, se han perdido 50.000 millones contablemente

hablando, que ya se han contabilizado como pérdidas", apunta.

Otro tema pendiente señala Paula Papp, es la Sareb, "cuál va a ser el impacto final una vez que vendan todos los activos que tienen, con el plan de negocio que tienen hasta el plan de vida de la Sareb". Para Laborda aún pasaran muchos años hasta hacer las cuentas finales y saber cuánto ha costado esta crisis bancaria, cuánto ha costado al total del sistema y en concreto a los contribuyentes.

En opinión de Ángel Laborda la reestructuración bancaria se ha quedado corta y "estamos en las puertas de una segunda fase de

reestructuración del sistema bancario español, no obligado ya por temas de solvencia, de saneamiento, sino por la rentabilidad. La clave estará en cómo buscar un sector que sea rentable en un contexto en el que se exige mucho más capital, menos volumen de negocio, otros canales de financiación, "arañando cuota de mercado a lo que es la financiación bancaria tradicional, con el objetivo de aumentar la rentabilidad del sistema".

Para Papp también queda pendiente sanear y normalizar los balances de los bancos que no están normalizados todavía



José Luis Martínez Campuzano:

“A medio y largo plazo hay un problema de deuda que alguien va a tener que asumir salvo que el crecimiento nos sorprenda”

“Si queremos hablar de un crecimiento sostenido necesitamos tomar más medidas de flexibilidad económica y atraer inversión del exterior, si no malamente vamos a ir con crecimientos del 2 y del 3%”

gastar mucho, aumentar el consumo, pero por otro lado necesita seguir ahorrando mucho, entre otras cosas porque tiene que devolver deuda y porque tiene que aumentar el stock de capital para aumentar el empleo, para aumentar ese stock de capital hay que financiarlo generando ahorro interno porque si no habrá que endeudarse”. Para Ángel Laborda, “la recuperación de la economía tiene que atender a muchos equilibrios a la vez, y eso hace que la recuperación no sea tan rápida como todos deseáramos”. Este año la economía según las previsiones de Funcas va a crecer un 3%, “bastante más de lo que pensábamos, pero con ayudas, si no fuera por las ayudas crecería al 2%, o, al 2,5%, y ese crecimiento se hace poco, hay que crear empleo y hay que crearlo rápidamente”.

Los bancos

Para Laborda, “el sector bancario anda con muletas todavía, con unos ratios de rentabilidad muy bajos, la banca ha saneado sus deudas pero ahora tiene que buscar ser rentable y eso es muy complicado con unos tipos de interés y un volumen de negocio tan bajos”.

En este sentido J.L. Martínez Campuzano apunta que a través del BCE lo que se está haciendo es un proceso de desintermediación sobre todo en las medianas y grandes empresas, “donde la posibilidad de captar financiación en plazos imposibles de competir por el sector financiero es tremenda, la sensación que tenemos es que hay mucho papel en el mercado, el nivel de endeudamiento mundial, con respecto a 2007 es un 20% por encima, hay mucha deuda pública y privada, ha habido un proceso de desapalancamiento en el sector privado más que compensado por el apalancamiento del sector público, y estamos pidiendo más crédito. Por un lado hay un problema de deuda latente, por otro, la sensación en el mercado es que falta papel, en esa búsqueda de rentabilidad desesperada lo que falta es papel, es una paradoja, por un lado sabemos que a medio y largo plazo hay un pro-

blema de deuda que alguien va a tener que asumir, salvo que el crecimiento nos sorprenda, y tres años y medio después de que Estados Unidos empezara a crecer el crecimiento no ha sorprendido, habiendo puesto todas las condiciones necesarias para que la economía americana continuara creciendo por encima del 3%, este año el crecimiento va a estar más cerca del 2, 5%, y en la parte más madura del ciclo, en ese escenario falta papel, el sector financiero europeo tiene que darse cuenta que el modelo previo a la crisis donde el 80% o el 90% de la penetración empresarial era banca eso es pasado, lo que hay es un proceso de consolidación latente del sector, un proceso donde los márgenes no van a compensar, donde la rentabilidad de un activo va a ser moderada, y donde va a haber que buscar rentabilidad en términos de ser más eficiente y consolidar el sector ajustando gastos, y eso es un problema europeo. El sector financiero está en un contexto de

ajuste derivado de unas condiciones de crédito que no acompañan y un exceso de capacidad que sigue siendo elevado”.

En opinión de Paula Papp, el funcionamiento de los bancos ha cambiado, “se les ha exigido mucho más capital y eso les puede llevar a que tampoco la rentabilidad que tengan que generar hoy sea la misma que tenían que generar antes para cubrir la rentabilidad exigida por un accionista, probablemente la rentabilidad exigida debería también corregirse, y se le ha limitado mucho el tipo de actividad que puede hacer con lo cual los riesgos que puede asumir un banco hoy no son los riesgos que podía asumir antes de la crisis”, por tanto, aclara, “la rentabilidad tampoco puede ser la de antes de la crisis porque no me dejan y porque supuestamente también tengo más capital con lo cual tengo menos rentabilidad que puedo generar por apalancamiento”.

Rentabilidad

De acuerdo se muestra director de Análisis de MG Valores y explica que lo que está habiendo en el sector bancario es un cambio, “de la problemática de la morosidad, de la solvencia y de las quiebras se ha pasado a un problema de rentabilidad, pero la consecuencia de eso no va a ser mala para la economía, la consecuencia es que los bancos se tienen que ajustar a lo que hay, y los accionistas de los bancos tienen que asumir que las rentabilidades van a ser más bajas y por eso el sector bancario es el más barato de la Bolsa con diferencia, cotizando por debajo de su valor contable en muchos casos, hay un cambio de modelo de negocio de unas épocas en las que el crédito crecía a un 20% en España, con unos márgenes enormes, al entorno en el que estamos ahora, pero eso no quita liquidez a la economía, no parece que tenga falta de financiación bancaria, la sensación es al revés, hay un exceso de dinero que no encuentra proyectos de inversión”, afirma.

En cuanto a cómo podemos crecer a un 3% sin demanda de crédito, para Ángel Laborda, ese crecimiento se está financiando con autofinanciación. “Uno de los ajustes que se han hecho han sido los recortes de plantilla, la bajada de costes laborales no se ha producido tanto por bajada de salarios si no por los ajustes de plantilla, eso ha saneado a las empresas, ha posibilitado que generen muchos recursos para autofinanciarse. El aumento del excedente empresarial que ha provocado esa reducción de costes por reducción de

plantillas, las empresas lo han dedicado a sanearse, a amortizar muchos activos y también a invertir con autofinanciación”.

Para Paula Papp, en este momento en que la economía deja de caer para empezar a crecer surgen dos tipos de empresas, “las empresas que necesitan seguir desapalancándose porque están muy endeudadas, y las empresas que ya empiezan a ver la luz y empiezan a invertir. Al final tenemos la mezcla de las dos, las empresas grandes están yendo a desintermediarse y a financiarse no a través del sector bancario sino de los mercados, y las pequeñas en las que sí se ve más crédito. El dato final de crédito a empresas es esa composición de empresas que todavía tienen que seguir bajando la deuda y las empresas que ya están invirtiendo en cosas nuevas. Papp aclara que en las familias también pasa lo mismo, “hay familias que tienen que seguir pagando su hipoteca y que tienen que reducir el apalancamiento y fami-



Ángel Laborda:

“La recuperación de la economía tiene que atender a muchos equilibrios a la vez, y eso hace que la recuperación no sea tan rápida como todos deseáramos”

“El sector bancario anda con muletas todavía, con ratios de rentabilidad muy bajos. La banca tiene que buscar ser rentable, algo muy complicado con unos tipos de interés y un volumen de negocio tan bajos”

lias que están viendo que el mercado hipotecario ha dejado de caer y que pueden empezar a pensar en comprarse una casa”

En este sentido, Nicolás López señala que estamos en un momento en que “las compañías tienen un exceso de capacidad de generación de recursos muy importante para afrontar procesos de inversión, si se diera el caso, al menos las compañías americanas que ya están en unos niveles de márgenes máximos y tendrían la capacidad financiera para afrontar proyectos de inversión, de crecimiento y de expansión, si lo hacen o no va a depender de la demanda. En el caso de Europa aún estamos más atrás, los beneficios de las empresas están en mínimos, empezando a crecer ahora, y la cuestión será que van a hacer las empresas cuando empiecen a crecer los beneficios si van a invertir o de momento van a seguir cancelando deuda. En España no va a ser la inversión el motor del crecimiento, en parte porque la inversión en construcción no va a crecer mucho y en parte, porque aunque porcentualmente está aumentando la inversión partimos de unos niveles tan bajos que su impacto sobre el PIB no es muy grande, por tanto vamos a seguir con lo que pueda crecer el consumo”.

J.L. Martínez Campuzano considera que “nos enfrentamos a un escenario de mucha debilidad y parte de esa debilidad está originada por las propias medidas que nos han ayudado a reconducir la crisis que no a salir de ella, como son las medidas de los bancos centrales, esas medidas también están dando lugar a que no haya presión para llevar a cabo ajustes”. Para Campuzano, “salimos de la crisis con muchos desequilibrios que no se han resuelto”, el mayor desequilibrio que había, el de la deuda, no está saneado”, y muchas empresas ven el futuro con incertidumbre.

Campuzano advierte que “Si queremos hablar de un crecimiento sostenido necesitamos tomar más medidas de flexibilidad económica y atraer inversión del exterior si no malamente vamos a ir con crecimientos del 2 y del 3%”.



Nicolás López:

“Hay un cambio de modelo de negocio, de épocas en las que el crédito crecía a un 20% al entorno en el que estamos ahora, pero eso no quita liquidez a la economía”

“En España no va a ser la inversión el motor del crecimiento: la inversión en construcción no va a crecer mucho y partimos de unos niveles tan bajos que su impacto sobre el PIB no es muy grande”

El crédito mejora pero no alcanza las amortizaciones

■ “El crédito está cayendo pero hay que diferenciar el crédito de las grandes empresas que sigue cayendo porque se están desapalancando por falta de proyectos productivos y por el exceso de liquidez, y el de las empresas más pequeñas que está empezando a crecer”, señala Paula Papp. En cuanto al crédito hipotecario explica que sigue estando en negativo pero indica que el punto positivo es que “el nuevo crédito que se da cada vez es más grande, el nuevo

importe de crédito concedido aumenta lo que pasa es que todavía no alcanza para compensar lo que se amortiza de lo viejo. En hipotecas hasta que no se recupere el mercado, aunque se va recuperando poco a poco y cada vez crece más, todavía no alcanza a compensar las amortizaciones que había”. El crédito consumo es el otro punto positivo, para Papps lo que preocupa es la parte de crédito empresas “donde se está viendo una competencia brutal en el

sector bancario y la rentabilidad de esos créditos ha bajado. Vemos mucha competencia y el tipo al que se otorga financiación a las empresas es bajo, las entidades bancarias también tienen que comprender que esos créditos tienen que ser rentables para proyectos productivos que después se puedan devolver, que no sea otra burbuja nuevamente, que sirvan para generar volumen para suplir esos déficits de rentabilidad que existen en las cuentas

de resultados hoy en día”.

Ángel Laborda opina que el problema es que “hay muchas empresas que no piden crédito, primero porque tienen bastante capacidad productiva sin utilizar y segundo porque no pueden porque están muy endeudadas, un sistema económico, particulares, empresas, que está muy endeudado no puede pedir créditos, para aumentar, su gasto, su consumo su inversión y esto se refleja en la cuenta de resultados de las entidades bancarias”.



Paula Papp:

“La transformación que ha tenido el sistema bancario en España no tiene parangón con ningún otro país del mundo”

“El crédito de las grandes empresas sigue cayendo porque se están desapalancando por falta de proyectos productivos y por el exceso de liquidez, en cambio el de las empresas más pequeñas está empezando a crecer”