

Opinión y reflexiones
Revista de prensa 2012-2013



Para solicitud de copias dirigirse a:

Public-Private Sector Research Center
ppsrc@iese.edu
Tel.: +34 93 253 42 00

Av. Pearson, 21
08034 Barcelona

Presentación

El Public-Private Sector Research Center tiene como misión la creación y difusión del conocimiento sobre la interacción entre el sector público y el sector privado, así como proporcionar un punto de encuentro para el intercambio de opiniones y el debate. En este documento el centro recoge los puntos de vista de sus investigadores sobre temas de actualidad que han ido apareciendo recientemente en la prensa nacional e internacional.

Firmas:



Xavier Vives

Director Académico del Public-Private Sector Research Center
Profesor de Economía y Dirección Financiera y Titular de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas, IESE Business School



Jordi Gual

Profesor de Economía, miembro del Comité de Dirección y Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, IESE Business School y Economista Jefe de “la Caixa”



Morten Olsen

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesor de Economía, IESE Business School



Ramón Xifré

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, IESE Business School y Profesor de Economía y Empresa, ESCI-Universitat Pompeu Fabra



Lluís Torrens

Gerente del Public-Private Sector Research Center, IESE Business School

Índice

Pensando lo impensable

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 02/09/2012

Expectations and asset prices: Keynes meets Hayek

Xavier Vives, *VoxEU.org*, 18/09/2012

La Catalunya interdependiente

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 06/11/2012

¿Hacia la unión o la desunión bancaria?

Xavier Vives, *El Economista*, 03/12/2012

Is this the end of growth?

Morten Olsen, *Forbes*, 21/12/2012

Crisis en la eurozona: ¿luz al final del túnel?

Jordi Gual, *la Vanguardia*, 06/01/2013

Las perspectivas del euro

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 20/01/2013

A vueltas con la deuda externa

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 27/01/2013

Will innovation save the planet? How the principles of successful innovation could slow global warming

Morten Olsen, *The European Business Review*, 02/2013

Política monetaria: rumbo a lo desconocido

Jordi Gual, *El País*, 17/02/2013

Chipre: vivir peligrosamente

Xavier Vives, *El País*, 04/04/2013

Preparando el regreso

Ramon Xifré, *El Periódico*, 30/04/2013

Austeridad y credibilidad

Xavier Vives, *El País*, 04/05/2013

La paradoja de los tipos de interés

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 09/06/2013

A ascensão das máquinas (Will technological development take your job?)

Morten Olsen, *Valor Económico Brazil*, 12/07/2013

¿Qué puede hacer el BCE?

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 21/07/2013

La cultura y el patrocinio privado: Nuevas perspectivas

Lluís Torrens, *La Vanguardia*, 28/07/2013

El edificio de la unión monetaria

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 25/08/2013

Pensando lo impensable

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 2 de septiembre de 2012 en *La Vanguardia*.

- *No es sorprendente que sean cada vez más las voces que se plantean prescindir del euro, sin embargo, el ajuste en el marco de la moneda única es mil veces preferible al ajuste con el abandono del euro.*
- *Una devaluación de los países periféricos no resolvería los problemas reales de competitividad.*
- *La solución pasa por la introducción urgente de importantes mejoras en la gestión de la crisis europea.*

La crisis de la eurozona está siendo larga y dura, y somete a enormes presiones a todos los estamentos sociales. Los remedios en curso exigen redoblados esfuerzos, cooperación internacional y, en los países más debilitados, difíciles acuerdos políticos y sociales. Además, las medidas necesarias son complejas, con efectos no inmediatos e inciertos, por lo que cunden la fatiga y el desánimo.

No es por tanto sorprendente que sean cada vez más las voces que se plantean si prescindir de la moneda única constituiría una alternativa razonable para salir de la situación actual de recesión y mejorar las mediocres perspectivas de futuro. Son muchos los que están pensando lo impensable, la ruptura del euro.

Aquellos que, a menudo desde fuera de la eurozona y a veces con bastante ligereza, aconsejan el abandono de la moneda única se basan, fundamentalmente, en dos argumentos. El primero es que la corrección de los graves desequilibrios de competitividad acumulados en el seno de la eurozona es prácticamente imposible sin la reintroducción de una moneda propia en los países periféricos y su inmediata devaluación. Que recuperar competitividad por la vía del ajuste de salarios y la mejora de productividad genera deflación y recesión, incrementando el paro y empobreciendo a las economías periféricas.

El segundo es que las deudas públicas y privadas acumuladas en el largo periodo previo de expansión se convierten en un lastre insostenible para la economía porque la pertenencia al euro impide el crecimiento del PIB y, de este modo, aumenta la carga de la deuda. Si el ajuste supone reducción de precios y menor generación de renta es muy difícil devolver la deuda, cuyo valor en términos reales incluso aumenta. A su vez, con la caída del PIB nominal es cada vez más arduo corregir el déficit fiscal, lo que ocasiona de nuevo un mayor endeudamiento.

Si bien es verdad que el ajuste es muy difícil en el marco de la actual unión monetaria, su realización en el seno de la misma es mil veces preferible al ajuste con el abandono del euro. Porque lo que debe estar claro es que los dos desajustes mencionados tienen que corregirse, con o sin euro, y un poco de reflexión muestra que el abandono del euro no solventaría la difícil situación de la economía europea, sino que la agravaría hasta extremos intolerables.

Una devaluación de los países periféricos no resolvería los problemas reales de competitividad de estos países. Las caídas de las nuevas monedas oscilarían entre el 30% y el 80% y provocarían instantáneamente un brutal encarecimiento de las importaciones y un impacto directo en términos de inflación y reducción del poder adquisitivo. Lo que es peor, liberados del corsé monetario, los países periféricos tendrían la tentación de imprimir moneda para aliviar la situación recesiva y financiar los déficits públicos, dado que no sería posible acceder al crédito internacional. Muy probablemente, y como muestra la experiencia, esto alimentaría aún más la espiral de aumentos de precios y costes internos, anulando las posibles ventajas de competitividad obtenidas con la devaluación inicial.

En el caso de que un país que abandonase el euro fuera capaz de imponer políticas de estabilización para impedir el rebrote de los precios internos y así conseguir una ganancia de competitividad real, el ajuste fiscal sería incluso mayor que el actual, al no disponer de acceso a fuentes temporales de financiación internacional de los déficits públicos.

Por otra parte, abrir la puerta a la devaluación de la moneda supone eliminar cualquier presión para llevar a cabo las reformas institucionales en las que se debe basar la mejora duradera de la competitividad real de una economía. En el caso de España, regresaríamos una vez más al país del “vuelva usted mañana”.

El abandono del euro tampoco es solución para generar crecimiento ni facilitar la devolución de la deuda. Las razones son claras. En primer lugar, provocaría la quiebra inmediata de muchas compañías y bancos que tendrían deudas en euros y activos e ingresos en las nuevas monedas débiles. La carga de la deuda sería también mucho mayor para las administraciones públicas, conllevando su suspensión de pagos, y su exclusión de los mercados financieros internacionales, con las consecuencias antes mencionadas en relación con el ritmo de ajuste del déficit presupuestario.

Por otro lado, las consecuencias para los países del centro también serían devastadoras, con una gran recesión causada por la brusca apreciación de sus monedas y la crisis financiera que ocasionarían las ingentes pérdidas en sus inversiones en activos en los países de la periferia. Por último, una hipotética ruptura del euro y la alta volatilidad de las nuevas divisas dificultarían en extremo el mantenimiento del mercado único, con la introducción de controles de capitales, fortísimas tensiones proteccionistas y el probable colapso de la unión aduanera.

Un factor adicional, que crearía peligrosas tensiones transfronterizas, sería la resolución de los elevados saldos acreedores y deudores acumulados en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, como muy bien ha documentado el economista Anders Aslund, a partir de la experiencia de lo ocurrido con la desaparición del sistema monetario de la antigua Unión Soviética.

La solución de la crisis de la eurozona no es, por tanto, el abandono del euro, sino la introducción urgente de importantes mejoras en la gestión de la crisis. Algunas de ellas están ya encima de la mesa, como la unión bancaria y la integración fiscal. Pero es preciso acelerar su implementación y complementarlas con una gestión macroeconómica más coordinada, que compense la contracción de la periferia con el impulso de la demanda interna en los países del centro. Asimismo, sería bueno tolerar temporalmente un mayor nivel de inflación media en la eurozona -para facilitar la mejora de competitividad en los países periféricos sin recurrir a la deflación- y asegurar que la política de gestión de las deudas acumuladas es

rigurosa: garantizando la solvencia de la deuda pública, impidiendo la socialización de las deudas privadas y facilitando su reestructuración ordenada, que de otro modo sería discriminatoria y caótica en el caso de devaluación por abandono de la moneda única.

Seguramente, la introducción del euro con un grado insuficiente de unificación política y pensando que esta llegaría de un modo natural en el futuro no fue una decisión muy acertada. Sin embargo, ello no significa que lo correcto sea ahora prescindir de la moneda única. Sería comportarse como aquel automovilista que, tras atropellar a un peatón, trata de remediar el daño causado maniobrando el vehículo marcha atrás. No es, obviamente, una buena solución.

Expectations and asset prices: Keynes meets Hayek

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 18 de septiembre de 2012 en *VoxEU.org*.

- *Is the ECB right to buy up sovereign bonds in southern Europe? This column argues that the answer depends on who is right: Keynes or Hayek*

The financial crisis has vividly put into question the alignment of asset prices and fundamental values. For an example of this, look no further than at the current decision made by the ECB president, Mario Draghi, to launch a courageous programme (dubbed Outright Monetary Transactions) to prop up the prices of short-term bonds issued by EU member states that ask for the help of the European stability funds (EFSF and ESM). The thrust of the argument is fairly simple: in the current market conditions, peripheral EU states find it hard to fund themselves in the market, and are forced to pay dearly to convince investors to buy their bonds. This impairs the monetary policy transmission mechanism, which relies on the interest rate set by the ECB. Thus, allowing the ECB to act as a ‘buyer of last resort’ in the secondary market ensures that bond prices don’t spike, hopefully taming interest rates and contributing to restoring the workings of EU monetary policy.

Two important and related ideas underlie this argument. The first is that bond prices in some EU states do not accurately reflect underlying fundamental values. The second one is that such fundamentals are better impounded in some form of consensus view about those countries’ ability to service their debt. In other words, there appears to be a disconnect between the asset price that market actors contribute to generate with their trades, and the view that several market participants have about the ‘true’ underlying value that such prices should reflect. Such a situation is far from a novel one.

Indeed, a basic model of asset prices which follows a somewhat simplistic version of the Efficient Market Hypothesis posits that trading among rational investors leads prices to gravitate around the consensus estimate (or average expectations) of underlying value given available information (see for example Marks 2011). Keynes thought that this vision does not correspond with the functioning of markets. Indeed, in the *General Theory*, he distinguished between “enterprise,” or the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life (where the investor focuses on the “long-term prospects and those only”), and short-term speculation. Keynes thought that while enterprise could anchor prices to fundamentals, in modern stock markets “speculation” would be king. This view contrasts with the ideas of Hayek on the informational efficiency of the market and the modern tradition of rational expectations analysis where market prices are aggregators of the dispersed information in the economy.

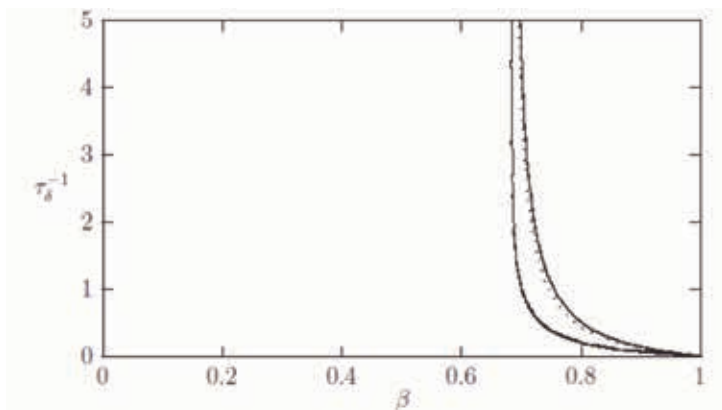
There have been quite a few attempts in the literature to explain financial pricing anomalies with recourse to behavioural theories and persistent differences in information. Without denying the plausibility of those approaches, in a recent paper (Cespa and Vives 2012), we address the tension between the Keynes-

ian and the Hayekian visions in a dynamic market where investors have no behavioural bias and hold a common prior belief on the liquidation value of the risky asset. We show that the failure of the simplistic Efficient Market Hypothesis and reported anomalies in asset pricing can be explained in a standard rational expectations model as long as we generalise the model to encompass residual uncertainty on the liquidation value of the asset (so that the collective information of investors is not sufficient to recover the liquidation value) and allow liquidity trading to follow a general process. In other words, rejecting the simplistic Efficient Market Hypothesis does not necessarily imply subscribing to a behavioural view of the stock market.

We find that, in most cases, the simplistic version of the Efficient Market Hypothesis does not hold because long-term investors find it profitable to engage in short-term speculation due to the predictability of the aggregate demand. Low liquidity trades' persistence together with opaque fundamentals make the evolution of the aggregate demand, and thus of the asset returns, predictable. This lures investors towards the exploitation of these regularities, partially diverting them from the activity of evaluating the fundamentals. As a result, the equilibrium price ends up reflecting both components of investors' strategies (long and short term speculation), decoupling its dynamic from that of the consensus opinion.

In a stationary environment, investors speculate on the difference between the price and the fundamental value of the asset and prices are aligned with their average expectations about this value. In this context, the price is just a noisy measure of investors' consensus opinion, and the simplistic Efficient Market Hypothesis holds. In a dynamic market, investors speculate also on short-run price differences. With heterogeneous information, this may misalign prices and investors' average expectations, potentially leading prices either closer or farther away from the fundamentals compared to consensus. Two key deep parameters, the level of residual payoff uncertainty (that is, the residual uncertainty left after all the information on the asset value is pooled) and the degree of persistence of liquidity trades (that is, the extent to which the positions of liquidity traders revert over time), determine whether prices predict fundamentals better than consensus. When there is no residual uncertainty on the asset liquidation value and liquidity trading follows a random walk then prices are aligned with consensus like in a stationary market. This is one of the boundary cases where rational investors do not have incentives to speculate on short-run price movements. For a given, positive level of residual uncertainty, low persistence deteriorates the predictive power of prices in relation to consensus; conversely, high liquidity trades' persistence has the opposite effect. This yields a Keynesian region, where prices are farther away from fundamentals than average expectations, and a Hayekian region where the opposite occurs. The boundary of these regions reflects Keynes' situation where investors concentrate on the long-term prospects and where the simplistic version of the Efficient Market Hypothesis holds. In the Keynesian region short run price speculation based on market making motives (reversion of liquidity trades) predominates, while in the Hayekian region short run price speculation based on information (trend chasing) predominates (see Figure 1).

Figure 1

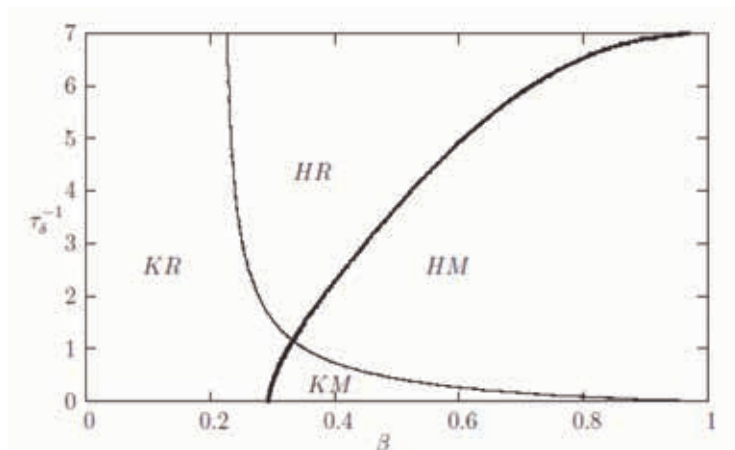


Notes: The figure shows the Hayekian and Keynesian regions drawn for different values of traders' risk aversion in the $(\beta, 1/\tau_a)$ space, where $0 < \beta < 1$ and $1/\tau_a > 0$, capture, respectively, the persistence of liquidity trades (with $\beta = 0$ not persistent, and $\beta = 1$ a random walk), and the degree of residual uncertainty on the liquidation value of the asset. The Keynesian (Hayekian) region lays to the left (right) of each curve.

Thus our theory explains when traders accommodate the aggregate demand, and when instead they chase the trend, relating these strategies to the informational properties of asset prices compared to consensus.

The Keynesian and Hayekian regions can be characterised in terms of investors' consensus opinion about the systematic behavior of future price changes. Indeed, in the Hayekian region, investors chase the market because the consensus opinion is that prices will systematically continue a given trend in the upcoming trading period. In the Keynesian region, instead, investors accommodate the aggregate demand because the consensus opinion is that prices will systematically revert. The Keynesian and Hayekian regions, however, do not coincide with the regions where momentum (that is, price run-ups) and reversal (that is, returns to trend) may occur. The reason is that the consensus opinion depends on the signal extraction problem investors face in the presence of heterogeneous information while momentum and reversal are evaluated ex ante from the perspective of an uninformed investor. In fact, reversal and momentum can happen at the frontier between the Keynesian and Hayekian regions, and therefore the simplistic version of the Efficient Market Hypothesis does not preclude return predictability (see Figure 2).

Figure 2



Notes: The Figure shows the interaction between the Hayekian and Keynesian regions (respectively denoted by the letters H and K) and the regions in which momentum or reversal occur (respectively denoted by the letters M and R) in $(\beta, 1/\beta)$ space.

In summary, the Efficient Market Hypothesis, in its simplistic version, does not hold in a standard but general dynamic asset pricing model with rational agents, and prices may depart substantially from consensus opinions. To return to the price of sovereign bonds: if we are in the Keynesian region, Mr. Draghi may be right to intervene since prices are far away from fundamentals compared to consensus estimates. However, if we are in the Hayekian region the consensus estimates are farther away from fundamentals than prices, and intervention is not warranted on the grounds of prices being out of line with fundamentals.

La Catalunya interdependiente

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 6 de noviembre de 2012 en *La Vanguardia*.

- *No se puede dudar de la viabilidad potencial de Catalunya dentro de la UE: todos los datos apuntan el sí.*
- *La esperanza en este escenario es que nazca una corriente reformista a la altura de las nuevas responsabilidades.*

La manifestación del 11-S ha abierto una nueva dinámica en la política catalana con la reclamación de estructuras de estado propio. Querría ofrecer unos apuntes sobre los posibles escenarios de futuro desde la perspectiva económica. En primer lugar, convendría pensar que lo que está en juego es el encaje de Catalunya en Europa y en el mundo. Por lo tanto, tenemos que pensar en términos de espacios de soberanía que van de Catalunya a Europa y a instituciones internacionales para tomar perspectiva. Por ejemplo, la integración europea y la moneda única seguramente no podrán sobrevivir sin una unión fiscal en la zona euro. Eso comporta, indefectiblemente, una cesión de soberanía fiscal que se añade a la que ya se ha hecho al ceder la política monetaria al Banco Central Europeo (BCE). La zona euro necesita una unión bancaria, aprobada en junio de este año, que implica que la supervisión de los bancos la ejercerá también el BCE. Por otra parte, la política energética y de defensa no se pueden entender fuera del contexto europeo. Es decir, muchas de las atribuciones típicas de un estado propio están o estarán en Europa. Naturalmente, queda espacio para políticas propias, pero estas serán necesariamente limitadas, aunque importantes. El futuro de Catalunya será interdependiente y la cuestión abierta es cómo articular esta interdependencia y en particular si en algunas políticas no cedidas a Europa sería bueno compartir capacidad de decisión con el Estado español. Esa articulación definirá también el espacio para ejercer la solidaridad entre países.

En segundo lugar, creo que no se puede dudar de la viabilidad potencial de Catalunya dentro de Europa. Todos los indicadores apuntan en esta dirección: renta per cápita, tamaño, capital humano, apertura al comercio internacional e interregional y una economía diversificada, por ejemplo. Países relativamente pequeños pueden disfrutar de las economías de escala necesarias en un marco de integración de mercados y de uso compartido de los bienes públicos generales como es la Unión Europea. La condición para su viabilidad es estar abiertos al mundo y en Europa tenemos ejemplos diversos y prósperos. Los cálculos de sumas y restas que intentan demostrar lo contrario están abocados al fracaso. Al mismo tiempo, no creo que sea el “dividendo” de la independencia (la eliminación o limitación del déficit fiscal) el aspecto central, aunque sea lo que atrae la atención mediática. Ciertamente daría un margen mayor de actuación al sector público pero lo fundamental es la capacidad de crecimiento económico y eso dependerá de las políticas que se sigan.

En tercer lugar hay que pensar en qué se utilizarían las estructuras de estado propio o la independencia en el límite. Se pueden prever tres escenarios generales. Un primer caso, que podríamos decir estacionario o continuista, en el que el Estado catalán continúa con las estructuras y políticas actuales tanto de la

Administración autonómica como de la estatal. Muchas de las estructuras estatales en la Administración Pública, judicatura, reguladores sectoriales... han fallado por su ineficiencia y politización partidista. El resultado es un Estado que no impulsa las reformas necesarias ni cuando está con el agua al cuello y a punto de la intervención por parte de la Unión Europea Su desprestigio es una de las causas de la situación actual. La lista de tareas pendientes es larga y entre ellas destaca la falta de una política coherente para impulsar la competitividad del país que no sea la destrucción de empleo. Aunque hay que preguntarse también si la Administración catalana ha hecho uso de sus competencias para modernizar el país e insertar Catalunya en el mundo.

¿Hemos utilizado estas competencias para modernizar la Administración catalana?, ¿para simplificar sus niveles administrativos?, ¿para reducir las tasas de fracaso escolar?, ¿para dar un salto adelante en el conocimiento del inglés y de otras lenguas extranjeras?, ¿para promover la competencia en el sector servicios, que es fuente de aumentos de la productividad? ¿Cuál ha sido el “fet diferencial” catalán en este sentido?

La respuesta a estas preguntas no va siempre en la dirección de la reforma e indica que la inercia de las estructuras actuales es muy grande y que el escenario estacionario no se tiene que descartar. El problema es que este escenario no es demasiado atractivo dado que significa dotarse de estructuras de estado para...seguir haciendo lo mismo.

El segundo escenario es que las nuevas estructuras de estado sirvan para hacer todas las reformas pendientes que no se han hecho. En este caso se requiere un cambio social y no sólo político donde se plantea a la sociedad, y esta entiende y asume, que pertenecer a la moneda única tiene unas exigencias importantes que, dicho lisa y llanamente, implican que la calidad de las instituciones y prácticas del país den un salto adelante. Precisamente el salto que el Estado central parece no poder impulsar. Entre las reformas necesarias destacan la modernización de la administración pública, la internacionalización del país desde la escuela a la empresa, y la asunción de los valores de la meritocracia en todos los ámbitos del sector público y privado. Eso significa poner Catalunya al nivel de los países de tamaño similar más adelantados social y económicamente de Europa y que suelen estar más al norte. La esperanza en este escenario es que el desarrollo de estructuras de estado genere una corriente reformista que se corresponda con la asunción de más responsabilidades. Tendría que ser una corriente reformista de intensidad similar a la que vivió Suecia para superar la crisis de los años noventa. En la aprobación reciente de la ley de Estabilidad Presupuestaria, por ejemplo, Catalunya perdió la oportunidad de crear un consejo de vigilancia fiscal, que ha dado resultados muy buenos a ese y a otros países.

Finalmente el tercer escenario es una deriva del primero hacia una situación de conflicto y crisis donde el dividendo de la independencia se dilapida en gasto improductivo que hace que el país sea menos competitivo. Es el escenario de riesgo que podría materializarse en caso de que la ciudadanía esperara que la independencia diera respuesta inmediata a la crisis y el conflicto social se extendiera en el nuevo estado al no poder responder adecuadamente.

Sea cual sea el desarrollo del proceso político abierto desde Catalunya, creo que hay una estrategia dominante que es impulsar las reformas necesarias en la administración y la sociedad, tanto en la misma Catalunya como en España, para asegurar un futuro próspero dentro de la unión monetaria europea.

¿Hacia la unión o la desunión bancaria?

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 3 de diciembre de 2012 en *El Economista*.

- *Alemania teme perder peso en las votaciones del nuevo agente supervisor*
- *Debería definirse si el alcance de unión bancaria es toda la UE o sólo la eurozona*

La crisis en la eurozona persiste, y el camino que sigue para su resolución no es fácil, sino más bien tortuoso. Tomemos como ejemplo la unión bancaria: se trata de un proyecto que se percibe como condición necesaria para la supervivencia de la unión monetaria.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) alertó muy recientemente sobre una posible contracción del crédito en Europa por un importe de 2,8 billones de euros (sí, sí, billones, no miles de millones...). Esta unión bancaria se concibe como un sistema centralizado de supervisión, una autoridad de resolución y un fondo de garantía de depósitos, al menos para instituciones sistémicas y transfronterizas. Asimismo, incluiría un reglamento unificado para ejercer una supervisión prudente. Repasemos algunas fechas claves en el desarrollo de la unión bancaria.

El pasado mes de junio se ofreció a España una línea de crédito para estabilizar su frágil sistema bancario en respuesta a la petición de ayuda que había solicitado su Gobierno. El problema era que esta solución reforzaba el vínculo entre el riesgo soberano y el bancario, un bucle que podría empeorar la situación de ambas partes. Nos encontramos con que los Estados aseguran y dan apoyo a los bancos, al mismo tiempo que éstos ayudan a los Estados comprando deuda pública. La víctima de este bucle que se retroalimenta podría ser la calificación de la deuda pública española, dado que al final lo que cuenta es la confianza de los inversores en si España podrá devolver íntegramente el dinero prestado. De hecho, actualmente existe una salida de capitales desde la periferia hacia el centro de Europa que amplía los diferenciales entre deudas soberanas, y el crédito privado en la periferia está siendo sustituido por el que aporta el Banco Central Europeo (BCE). El resultado de ello es una enorme y creciente divergencia de los costes de financiación y de los diferenciales entre el centro y la periferia.

En la cumbre de la eurozona celebrada el 29 de junio, se decidió, con la mente puesta en España, que los bancos con problemas pertenecientes a países también en apuros serían ayudados directamente con fondos europeos, concretamente a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Con ello, el riesgo de la banca y el soberano se desacoplarían, y se contribuiría a estabilizar tanto el sistema bancario como la deuda pública. “Afirmamos que resulta imperativo romper el círculo vicioso existente entre la banca y los Estados”. Sin embargo, se puso una condición a la capitalización directa: “Cuando se establezca un mecanismo efectivo de supervisión único, que cuente con la participación del BCE, el MEDE podrá recapitalizar directamente los bancos de la eurozona siguiendo el protocolo formalizado de solicitud”. Pero las ayudas

no se prestarían sin condiciones: “Este procedimiento se apoyaría sobre unas condiciones apropiadas, incluyendo el cumplimiento de las reglas sobre ayudas a los Estados, que se aplicarían a instituciones o sectores concretos, o bien al conjunto de la economía, y que quedarían formalizadas en un memorando de entendimiento”. Es decir, el BCE asumiría la tarea de la supervisión bancaria en la eurozona, cuyo plazo sería el final del presente año, para establecer el acuerdo sobre el mecanismo específico, y los países e instituciones receptores de ayuda deberían asumir condiciones estrictas. La idea era que el BCE pudiera comenzar algunas funciones de supervisión bancaria a principios del 2013.

El 20 de julio se acordó el memorando de entendimiento que fijaba las condiciones de ayuda a España y se estableció un proceso de tallado para reestructurar y recapitalizar la banca. Los resultados de la prueba de resistencia realizada a todas las instituciones fueron publicados el pasado 28 de septiembre, y en ellos se establece que en un escenario base las necesidades agregadas de capital son de 26.000 millones de euros, y cerca de 54.000 en un escenario adverso. Pero ¿termina ahí la cosa? No del todo. Para dotar al BCE de capacidad para la supervisión bancaria se necesita más tiempo, y en caso de que todo fuera bien, no podría comenzar esta actividad hasta 2014. Además, todavía debe aclararse si serán todos los bancos los que estarán bajo la mirada del BCE, o bien si serán solo los sistémicos y transfronterizos. Igualmente, Alemania, junto con otros países, ha introducido un elemento de interpretación importante acerca de las decisiones de la cumbre del 29 de junio: si la recapitalización de los bancos con fondos europeos se aplicaría o no a los activos heredados; o sea, a los activos problemáticos que la banca conserva en sus balances a consecuencia de la crisis. La interpretación alemana es que la recapitalización no debería aplicarse a estos activos, puesto que la unión bancaria debería mirar hacia el futuro en lugar de dar cobertura a los problemas del pasado. Si prevalece esta interpretación, no se romperá el vínculo hoy existente entre el riesgo de la banca y el de los Estados, y volveríamos al punto de partida (incluso cuando el BCE asuma las funciones de supervisión). Alemania teme también que pudiera perder peso en las votaciones del nuevo agente supervisor, y quiere asegurarse de que contará con suficiente capacidad de influencia.

En resumen, el dinero que se necesitará para la recapitalización de los bancos españoles (al menos 40.000 millones de euros) se cargará a la deuda pública española e incrementará la posibilidad de que ésta sufra una quita en algún momento. La cuestión es que los derechos de cobro de los bancos franceses y alemanes sobre el sector público de los países GIIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España) son todavía importantes, a pesar de su decreciente exposición debida a las ventas de deuda. A este crédito se añadiría el concedido al sector privado de los países mencionados por parte de los bancos franceses y alemanes. Además, sigue vigente el problema de la deuda exterior pendiente de pago de estos países. Este proceso refleja las dificultades que conlleva la creación de una unión bancaria, y las principales son las siguientes.

En primer lugar, requiere un nivel importante de integración fiscal, puesto que para que exista una AR (agencia de resolución) eficaz se requiere un acuerdo de reparto de la carga de los rescates entre los distintos países. Además, la propia supervivencia de la unión monetaria necesita, por sí misma, un elevado grado de integración política y fiscal.

El segundo punto que debe resolverse es el diseño del FGD (fondo de garantía de depósitos) y de la AR. Resultaría razonable que ambas funciones quedaran integradas en una única agencia, tal como ocurre

en Estados Unidos, donde la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) se encarga de instituciones de tamaño superior a un límite establecido y asegura los depósitos de todos los bancos. Las quiebras de grandes bancos deben ser abordadas mediante la intervención del Tesoro estadounidense. En la eurozona no hay un tesoro único, y un FGD y una AR deberían financiarse mediante impuestos a los bancos, con un nivel fiscal de protección acordado entre los Gobiernos antes del estallido de la crisis. De hecho, el seguro no puede ponerse en marcha una vez comenzada la crisis, dado que los países y los bancos solventes se niegan a pagar a los insolventes. Éste es el punto de vista alemán en el debate. Un fondo de garantía de depósitos europeo se encargaría de la próxima crisis, pero no de ésta, mientras que una AR europea podría empezar a funcionar con fondos procedentes del MEDE para romper el círculo vicioso existente entre el riesgo soberano y el bancario.

Un tercer aspecto es el diseño de las instituciones de supervisión de bancos y mercados. Para empezar, debería definirse si el alcance de la unión bancaria es toda la Unión Europea (UE) o sólo la eurozona. Para conseguir un elevado nivel de integración financiera y mercantil no es estrictamente necesaria la unión bancaria. Países como el Reino Unido, que están interesados en entrar en la unión bancaria pero no en la eurozona, se enfrentan a un dilema, puesto que deberán desplazarse hacia la unión fiscal (mediante la carga fiscal compartida), incluso deseando permanecer fuera de la moneda única. Para continuar, debe resolverse la división de tareas entre las diferentes autoridades de regulación. En este sentido, hay muchas preguntas pendientes de respuesta: ¿supervisará el BCE todos los bancos de la eurozona o sólo a los sistémicos y transfronterizos?, ¿cómo se distribuirá el peso de los votos en el nuevo supervisor?, ¿de qué manera se supervisarán los bancos de fuera de la eurozona?, ¿quién regulará los mercados?

Una posibilidad de diseño es la que se propone a continuación. El BCE sería el responsable de la estabilidad estructural del sistema financiero, así como de la regulación y la supervisión del riesgo del sector. Una AR con poderes de supervisión se encargaría de la solvencia y de las garantías de depósito de cada institución en particular. Este modelo sería similar al de la exitosa FDIC estadounidense, a excepción de que la AR trabajaría en estrecha coordinación con la autoridad de competencia de la UE en su tarea de controlar las ayudas a los Estados. Los bancos de fuera de la zona euro podrían ser supervisados por la Autoridad Bancaria Europea (ABE), el actual suprarregulador, con un mandato general de preservar y profundizar en el mercado financiero único. Esto ayudaría a mantener al Reino Unido abordo. La arquitectura financiera podría completarse con una autoridad de servicios financieros europea como reguladora general del mercado de la UE. Por tanto, no debe sorprendernos que el tránsito hacia una unión bancaria no sea recto. Existen muchos asuntos complejos sobre los que deben alcanzarse acuerdos. El principal escollo es que la unión bancaria implica un elevado nivel de unión fiscal, y esto, a su vez, requiere renunciar a la soberanía política y económica. En cuanto a la discusión acerca de cómo deben abordarse los activos bancarios heredados, en el fondo se trata de determinar quién carga con el muerto. La respuesta a esta cuestión tendrá implicaciones para la supervivencia de la eurozona tal como la conocemos.

Is this the end of growth?

Morten Olsen

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesor de Economía del IESE.

Este artículo fue publicado el 21 de diciembre de 2012 en *Forbes*.

We are in the midst of a financial crisis, there is great uncertainty surrounding the immediate future of the euro and the bright growth prospects of developing countries such as China and India are dimming.

At a moment when the world's attention is focused on the next quarter, year or at most a couple of years, it might be worthwhile to step away from the present quagmire and look at the longer growth trends and how economic development in the 21st century will differ from that of the 20th.

This is exactly what Robert Gordon, professor of economics at Northwestern University has done in a recent provocative and much discussed paper (Gordon, 2012). The central thesis of the paper is best illustrated with a figure of his, which plots growth in real GDP per capita for the leading economy in the world, which was the UK from 1300-1906 and afterward the U.S.¹ The figure is reproduced below. The graph reproduces the centuries of dismal growth before 1700 when Britain – and all other countries in the world – experienced little trend growth in output per capita. Gordon's central thesis is that three important Industrial Revolutions have taken place, but that they did not have equal importance for economic output. The first, was the introduction of the steam engine and the cotton gin, introduced in the UK between 1750 and 1830. This initially ignited a second growth trend between 1870-1900, ushering in the invention of the combustible engine, running water, sanitation and electricity. These innovations would dramatically transform the lives of average Americans over the next few decades. Finally, the third industrial revolution took place with the introduction of computers and electronics reaching a peak with the birth of the internet in the 1990s.

Gordon argues that the second industrial revolution was the most important, allowing for dramatic improvements in living standards from running water, indoor plumbing and the automobile. It also allowed for a large shift towards employing mechanic rather than human and animal force in the production and transportation of goods. This transformation allowed for a sustained boom in growth of GDP per capita that lasted until the mid-20th century. He further argues that although the continuous advancement of information technology is impressive, it pales in comparison with the second industrial revolution. Moreover, most of the possible benefits of the third revolution have been experienced. Even if a fourth industrial revolution were to take place, much of the gain from the previous ones cannot be repeated since many positive effects of previous technological innovations can only happen once. Women joining the work force, urbanization and instant communication are three obvious examples.

On top of this, Gordon argues that there are “headwinds” which work against future economic growth in the U.S., most prominently the growth in inequality, poor educational attainment and the climate challenges awaiting us in the coming decades.

To be fair, the empirical methodology used by Gordon has been criticized by several scholars, but the central point that economic growth cannot be taken for granted is worth some reflection.

Pondering that thought leaves us with a provocative suggestion. What if the economic growth of the last 250 years is a one-time event? What if we will see economic growth drop to barely positive by the middle of this century? Gordon himself suggests that by the end of the century, we might reach a point when 0.2 percent in U.S. per capita growth is the new normal. So what would that imply?

What Would Low Growth Imply?

Would such a paradigm shift be catastrophic? First, Gordon is careful in noting that he is looking at the country at the technological frontier, meaning that there is plenty of room for other countries to grow at high rates, while still catching up to the U.S. The majority of people in the world – including those who live in China, India and decent chunks of Europe – can still grow at substantial rates and reach GDP levels comparable with the U.S. Even if the U.S. stopped growing today, it would still take India 50 years to catch up at 5 percent annual growth in GDP per capita. And many of the one-off improvements – greater female labor force participation and urbanization in particular – have yet to make their full impact in many parts of the world. Even if Gordon is right, the “end of growth” for the world as a whole is unlikely to happen in this century.

And who is to say that a new world leader, say, China or India, will not take over and continue to push the technological frontier, even if the U.S. stumbles?

Second, would it be so terrible if economic growth slowed to a halt? The great concern these days about a lack of growth is primarily due to technological progress: If GDP growth does not keep up with productivity growth, the result is unemployment, but an end to productivity growth would end this worry. Even by Gordon’s estimate, this could happen in the U.S. in the middle of the century at a GDP of around 80,000 dollars per capita. More equally distributed, this would be plenty for a comfortable life. Interestingly, this point was argued 80 years ago by the father of modern macroeconomics, John Maynard Keynes, in an essay titled “Economic Possibilities for our Grandchildren.” In the essay, he suggested that his grandchildren might use improvements in productivity to enjoy more leisure and less work. Maybe we do not need economic growth beyond a certain level.

Third, and probably most importantly, as the old saying goes, the future is an incredibly difficult thing to predict. As vague a term as “industrial revolution” is, it is difficult to imagine another one not taking place in the 21st century. Whether it will be fusion energy, nano-technology, bioengineering or vastly faster computers, nobody can tell.

Even if you do not want to take the speculations of a coming technological singularity, in which super-human computers will vastly improve our technological abilities at face value, it is difficult to imagine there not being a productivity gem or two awaiting in the coming decades. In addition, though economists are still far from having a fully developed explanation of the sources of economic growth, we are not at a loss for explaining why economic growth started first in Great Britain, later in the rest of Europe and finally now throughout the world.

As elegantly articulated in Acemoglu and Robinson (2012), the existence of well-protected property rights and inclusive institutions that provide protection from powerful elites are the foundation for private innovation. As these basic rights are now more widespread than ever, it is difficult to imagine that the world of tomorrow will not continue to provide us with innovations that no previous generation could have dreamed of.

One thing is certain: to give the coming generations the best conditions, we must make sure to protect those rights, to continue to support them throughout the world and encourage innovation and growth through research and education.

Crisis en la eurozona: ¿luz al final del túnel?

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 6 de enero de 2013 en *La Vanguardia*.

- *La crisis del euro no ha acabado. La construcción de la nueva arquitectura institucional y los ajustes pendientes, si todo va bien, requerirán dos o tres años, y no se pueden excluir nuevos episodios de tensión*
- *Un desajuste de una variable stock, como la deuda, es más duradero que el de una variable flujo, como el déficit*
- *Es importante que se recupere pronto un buen ritmo de crecimiento de la eurozona*

La crisis de la eurozona, que estalló a finales del 2009 con los problemas de Grecia, entra este 2013 en su cuarto año. Si contamos desde el inicio de la crisis financiera, llevamos ya casi seis años de una grave conmoción económica.

¿Después de los meses de tranquilidad que nos ha proporcionado la actuación del Banco Central Europeo (BCE), es verosímil pensar que hemos superado los momentos más graves del proceso y que se empieza a vislumbrar una salida? ¿Qué elementos positivos lo pueden indicar?

Un primer elemento es el progreso sustancial que se ha alcanzado en el campo de las finanzas públicas. A pesar del entorno de dura recesión, los países periféricos están en camino de alcanzar superávits presupuestarios primarios (antes del pago de intereses), y aunque la deuda pública sigue creciendo, las perspectivas de que se estabilice ya no son tan lejanas.

Un segundo factor es la corrección de los saldos exteriores de estos países. En todos ellos se ha registrado un retorno del déficit por cuenta corriente a niveles mucho más sostenibles. Eso se debe, en parte, al colapso de las importaciones provocado por la recesión, pero también en gran medida a la recuperación de las exportaciones, gracias a la mejora de competitividad que comportan las acciones de contención de costes y reformas estructurales que se han emprendido. Un tercer capítulo en el que se ha avanzado es el del desendeudamiento privado, aunque en este caso el progreso es muy lento por la propia naturaleza del desequilibrio. Un desajuste de una variable stock, como la deuda, es más persistente que el de una variable flujo, como el déficit. Por otra parte, aunque la corrección sea lenta, tampoco hace falta un enderezamiento completo para recuperar un acceso razonable en los mercados de deuda internacionales por parte del sector privado, sino el establecimiento de una senda de corrección clara de los excesos de endeudamiento. En este sentido, el saneamiento del sistema bancario que se está llevando a cabo es clave para poder volver a captar ahorro externo.

A todos estos indicadores -que demuestran que la periferia está respondiendo a los impulsos de la política económica- tenemos que añadir los avances registrados en la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria (UEM) que, a pesar de ser todavía insuficientes, han sido sustanciales.

Hace cuatro años, la UEM no disponía ni de un tratado reforzado para garantizar la estabilidad presupuestaria, ni de unos instrumentos de seguimiento regular del diseño y la ejecución de los presupuestos, ni de una institución que diera apoyo financiero a los países miembros con dificultades puntuales para hacer frente a sus obligaciones, ni de un incipiente sistema común de supervisión de entidades financieras.

Sin duda, todo eso es un gran avance y atestigua la voluntad política de complementar el enderezamiento de los desequilibrios económicos y financieros con reformas institucionales que garanticen un funcionamiento más armónico de la UE en el futuro.

Algunos ciertamente querríamos que estas reformas fueran más rápidas, y que también sirvieran para salir de la crisis. Pero eso es políticamente difícil, tanto en los países acreedores como en los deudores. En los primeros, sus líderes tienen que disponer de suficientes evidencias de que el ajuste en los países deudores sigue su curso, sentando las bases para un encaje más sostenible de la periferia dentro de la moneda única. En los países deudores, el ajuste también es políticamente costoso y no puede ser demasiado rápido. A pesar de estas dificultades, los resultados electorales en varios países, tanto del centro como de la periferia, han seguido avalando el camino europeísta y, por lo tanto, hay que tener confianza en que los obstáculos políticos se superarán.

La crisis de la moneda única no ha acabado pues. La construcción de la nueva arquitectura institucional y los ajustes pendientes, si todo va bien, requerirán todavía unos dos o tres años, y no se pueden excluir nuevos episodios de tensión ya que el proceso de reequilibrio económico y político es de una gran fragilidad.

En el terreno económico, es importante que se recupere pronto un buen ritmo de crecimiento de la eurozona. La convocatoria electoral en Alemania tendría que ser un revulsivo para que este país adopte políticas más expansivas. Su situación financiera lo permite, y serían medidas que favorecerían la corrección de los desequilibrios de la eurozona y la aceptación política de reformas que nunca son populares.

En las reformas institucionales, el Consejo Europeo quiere y teme, como resultado en parte de los obstáculos de cariz político en los países acreedores en los que me he referido. En momentos de tensión se anuncian medidas bastante contundentes. Sin embargo, después se tarda bastante en convertirlas en realidad, ya que la urgencia económica disminuye y se ponen en funcionamiento los grupos de interés nacionales que defienden el estatus quo. Aun así, el compromiso político de sus líderes, y en especial de la canciller Angela Merkel, parece firme y claro.

En cualquier caso, suerte hay del trabajo que hace la única entidad europea genuinamente ejecutiva, el BCE, que ha sido quien ha actuado con decisión cuando ha hecho falta. Confiamos en que lo seguirá haciendo durante el resto de este largo y complejo proceso de transformación de la UEM.

Las perspectivas del euro

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 20 de enero de 2013 en *La Vanguardia*.

- *El BCE nos ha proporcionado una ventana temporal para solventar los problemas en la arquitectura de la zona euro y para que los países que no hayan hecho sus reformas -Francia incluida- las hagan.*
- *La unión monetaria se diseñó con unos mecanismos faltos de credibilidad y con una arquitectura incompleta.*
- *La especulación se puede controlar con un compromiso del BCE de actuar de manera ilimitada*

Es el euro irreversible tal como afirmó Mario Draghi en su famosa conferencia de prensa en Londres en julio del 2012? La respuesta corta es que todavía no ha llegado a buen puerto y que alguna tempestad puede generar problemas en el futuro próximo. El euro nació como fruto de una unión monetaria que no había puesto las bases de su estabilidad. En efecto, los pilares en los que se asentaba eran un pacto de estabilidad fiscal con límites a la deuda y al déficit públicos, una cláusula de no-rescate para los países que tuvieran problemas, un plan de integración bancaria y financiera, y la esperanza de que las disparidades en competitividad de los distintos países desaparecerían gradualmente.

El invento funcionó de maravilla y los mercados redujeron a casi cero la prima de riesgo de los bonos soberanos de los países del sur de Europa (Club Med en términos más informales) en relación con los sólidos bonos alemanes. De maravilla hasta que la crisis estalla en el 2007 y los diferenciales de interés aumentan de manera dramática culminando en la crisis de deuda soberana en la que estamos inmersos los países GIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España). ¿Qué había pasado?

Fundamentalmente, que fallaron todos los pilares: el pacto de estabilidad fiscal por el incumplimiento sin sanción, entre otros, de Francia y Alemania; el diferencial de competitividad entre centro y periferia se ensanchó porque los países de la periferia no hicieron las reformas necesarias cuando Alemania y otros países nórdicos sí las hicieron; y la crisis implicó una marcha atrás acelerada en el proceso de integración financiera. El resultado fue una sucesión de rescates: Grecia, Irlanda, Portugal y España (banca). Los pilares fallaron porque las condiciones de estabilidad de una unión monetaria sin integración fiscal y del mercado laboral son muy estrictas.

La unión monetaria fue diseñada con una arquitectura muy incompleta y con mecanismos faltos de credibilidad (tanto el pacto de estabilidad fiscal como la cláusula de no-rescate). Además no se pusieron las bases de lo que ahora se denomina la unión bancaria: una supervisión integrada en la zona euro, mecanismos de seguro de depósito y de resolución bancarios europeos y unas reglas de juego uniformes. La necesidad de esta unión bancaria ya se había advertido en el lanzamiento del proyecto (por mi parte publiqué un documento corto sobre el tema el mismo 1992).

Las declaraciones y acciones de Draghi, primero con las grandes operaciones de liquidez (LTRO) y después con el plan del verano pasado de compra de bonos de economías en apuros -siempre que pidan un rescate a los mecanismos europeos de estabilidad- estabilizan el mercado y dan un respiro a los países y a las autoridades europeas para que hagan los deberes de una vez. Sin embargo, estas medidas por sí solas no van a estabilizar definitivamente la moneda única sino que compran tiempo para que se lleven a cabo las reformas necesarias en la arquitectura europea y en los países de la unión.

Una razón por la cual las acciones del Banco Central Europeo (BCE) no son la solución final es que, de momento, la simple amenaza de intervención del BCE combinada con los mecanismos de estabilidad europeos ha sido suficiente para relajar la prima de riesgo en España e Italia. No obstante, el mercado puede intentar comprobar si esta promesa de intervención se lleva a cabo. El problema del BCE es que no tiene el respaldo de un Tesoro como tiene la Reserva Federal en Estados Unidos. El BCE cuando compra bonos soberanos de países que tienen dificultades para refinanciar su deuda, como España o Italia, pone en riesgo su balance puesto que los problemas de liquidez se pueden transformar en problemas de solvencia. Este hecho limita su posible intervención. En la práctica no puede intervenir sin la aquiescencia de Alemania y esta es una de las razones por las cuales es muy difícil que una unión monetaria funcione sin una unión fiscal.

La especulación se puede controlar con un compromiso a actuar de manera ilimitada, pero la afirmación de Draghi puede ser un farol si en el momento de la verdad Alemania no la aprueba por temor a un elevado coste eventual para sus contribuyentes. Por otro lado, se ha avanzado en la unión bancaria al ser designado el BCE como supervisor del sistema bancario europeo, pero el proceso de constitución de una autoridad de resolución bancaria y de sistema de seguro de depósitos europeos, constituyentes esenciales de la unión, será lento.

La razón es que este proceso implica compromisos fiscales que a la postre sólo se pueden conseguir con mayores cesiones de soberanía de los países europeos. Ya tenemos una indicación en el hecho de que Alemania no ve con buenos ojos la posibilidad de que los mecanismos de estabilidad ayuden directamente a los bancos con problemas para romper el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

A corto plazo se pueden generar noticias desestabilizadoras, por ejemplo el dato del déficit público de España en el 2012 (la pregunta no es si habrá desviación sobre el objetivo sino cuan grande será) y el resultado de las elecciones italianas. Además, el círculo entre la austeridad necesaria para reducir la carga de la deuda y la recesión en la periferia de Europa debería relajarse. Para reducir déficit y deuda es más importante la credibilidad en los objetivos que una ambición excesiva. Un euro más débil y un poco más de inflación en Alemania serían bienvenidos.

El BCE nos ha proporcionado una ventana temporal para solventar los problemas en la arquitectura de la zona euro y para que los países que no hayan hecho sus reformas (Francia incluida) las hagan. Draghi, con la ayuda de Monti, ha proporcionado el margen de maniobra necesario y la zona euro ha empezado a tomar decisiones importantes. Ahora bien, los que no se hayan puesto tapones en los oídos podrán escuchar el tictac del reloj.

A vueltas con la deuda externa

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 27 de enero de 2013 en *La Vanguardia*.

- *La deuda externa española es una losa significativa para la economía y dificulta la recuperación de la confianza de los inversores, pero la devolución de la misma es asumible en las condiciones actuales*
- *Es necesario seguir alimentando la confianza sobre la sostenibilidad de la deuda española*
- *La confianza es clave para la refinanciación de la deuda, que debe apoyar el crecimiento y el desendeudamiento*

El elevado endeudamiento exterior de la economía española preocupa a los inversores internacionales y a las autoridades europeas. Una parte significativa del problema reside en la confusión que reina tanto en relación con la magnitud y la naturaleza de este desequilibrio, como respecto a su impacto en la capacidad de crecimiento del país. Un examen detallado de las cifras, distinguiendo entre los diferentes indicadores disponibles, muestra que el nivel de deuda externa es elevado, pero asumible si se mantienen las tendencias actuales de corrección de los desequilibrios de nuestra economía.

En cuanto a la magnitud, es preciso distinguir, en primer lugar, entre el total de los pasivos de los residentes españoles y lo que es, estrictamente, deuda financiera. Es decir, las obligaciones de pago que normalmente deben ser satisfechas con regularidad y vencen en algún momento futuro.

El primer concepto, el de los pasivos totales de los residentes españoles frente al exterior -que incluye además de deuda, inversiones en bolsa, inversión extranjera directa e incluso viviendas en manos de no residentes-, ascendía en el tercer trimestre del 2012 a 225% del PIB, es decir, aproximadamente 2,4 billones de euros. Por el contrario, si consideramos sólo la deuda financiera, la cifra desciende al 166% del PIB.

Es clave enfatizar que tanto el agregado de pasivos totales frente al exterior como la deuda financiera externa, son conceptos brutos. Es decir, a ambos cabe contraponer los activos (más o menos líquidos) que los residentes en España tienen en el exterior. En el tercer trimestre del 2012 estos activos representaban un 135% del PIB.

En definitiva, la posición pasiva neta del país asciende al 90% del PIB. Este es el concepto, conocido como la posición inversora internacional neta (PIIN), que las autoridades europeas consideran que debería ser inferior al 35% en una situación de equilibrio. La PIIN española ha oscilado alrededor del 90% durante los últimos cuatro años. Creció en cerca de 40 puntos porcentuales entre el 2005 y el 2009, para estabilizarse con la crisis.

Sin embargo, hay quien argumenta que el concepto de deuda más relevante es en términos brutos, ya que el servicio de la deuda y la atención de sus vencimientos vienen determinados por esta magnitud. Examinemos, pues, esta cuestión para el caso español.

Del total de deuda exterior bruta (166% del PIB), el grueso corresponde al sector privado. Fundamentalmente es de empresas no financieras y del sistema bancario, incluyendo el recurso al Banco Central Europeo (BCE). La deuda externa del sector público representa sólo un 24% del PIB. ¿A cuánto asciende la carga del servicio y la devolución de la deuda externa española? ¿Se trata de magnitudes asumibles?

En los últimos doce meses anteriores a septiembre, el saldo de la balanza de rentas, que es una buena aproximación a los intereses que cobra y paga el país, fue negativo en un 2,2% del PIB. A ello habría que añadir la devolución del capital. Una parte de la deuda externa vence a corto plazo (65% del PIB). Esta cifra incluye el recurso al BCE así como posiciones interbancarias, a las que naturalmente se deben contraponer los activos líquidos que España tiene en el exterior.

Centrándonos en la deuda a largo, asciende a un total del 101% del PIB. Si se amortiza, por ejemplo, en siete años, esto supone unos pagos anuales del 14,4% del PIB, por lo que añadiendo los pagos netos de intereses, los compromisos anuales del país ascienden a un 16,6% del producto generado en un año.

¿Es posible hacer frente a unas obligaciones tan elevadas en relación con la capacidad de generación de riqueza del país?

Lógicamente, el objetivo de la economía española debe ser generar confianza y mantener el acceso a los mercados internacionales, no sólo para mantener la financiación a corto plazo, sino también para que el desendeudamiento de la economía sea gradual, gracias a la refinanciación de parte de la deuda que vence. Un objetivo razonable sería que, por ejemplo, la reducción anual de deuda financiera a largo plazo fuera de aproximadamente dos puntos porcentuales del PIB, lo que significaría refinar en el exterior, en el caso sencillo anterior, un 12,4% del PIB. Unos 125.000 millones de euros.

Por tanto, para reducir gradualmente el endeudamiento externo, la economía española debe afrontar pagos anuales al exterior de aproximadamente un 4,2% del PIB. Dos puntos porcentuales de reducción de deuda y 2,2% en intereses ¿Es esto factible?

Lo que significa es que España debe ser capaz de producir un superávit exterior primario, es decir, antes del pago de intereses, de esta magnitud. Mientras esto no sea así, se puede recurrir (lo que ya está sucediendo) a la venta de activos y a la financiación oficial (vía BCE o vía Mecanismo Europeo de Estabilidad). Naturalmente, otra manera de reducir el endeudamiento es cuando no se devuelve toda la deuda, lo que en parte también está ocurriendo mediante las quitas de deuda privada en manos de no residentes en procesos concursales.

Sin embargo, la noticia positiva es que dada la evolución del sector exterior de la economía española, no parece que falten muchos trimestres para que el superávit exterior primario ya se acerque a la cifra requerida. Los datos más recientes, correspondientes a octubre del 2012, muestran que para los doce últimos meses hasta esa fecha ya se obtuvo un saldo primario positivo del 0,8% del PIB, con una mejora de casi dos puntos porcentuales en sólo un año.

En conclusión, la deuda externa española es -qué duda cabe- una losa significativa para la economía española y dificulta la recuperación de la confianza de los inversores internacionales. Un examen deta-

llado de los datos muestra, sin embargo, que la devolución de la misma es asumible en las condiciones actuales.

La complacencia, por otro lado, sería muy desaconsejable. Los riesgos de que la deuda alcance niveles insostenibles no son menospreciables: piénsese, por ejemplo, cómo se alterarían las perspectivas si aumentase de manera sostenida el coste financiero de los pasivos, en el supuesto de que los acreedores sólo estuvieran dispuestos a ofrecer refinanciación a tipos sustancialmente más altos. Y, en definitiva, es preciso recordar cómo de sensible es a la evolución de la economía la propia ratio deuda/PIB. Si la economía se contrae en términos de euros corrientes, es muy difícil reducir la ratio, aunque la deuda externa caiga en valor absoluto.

En definitiva, la deuda externa española es, a fecha de hoy, manejable. Sin embargo, se ha de continuar en la senda de tomar medidas que convengan a los tenedores de la deuda española de que esta se sitúa en niveles sostenibles y por tanto puede ser refinanciada a un coste moderado. Generar con hechos esta confianza es clave para que la refinanciación de la deuda externa sirva para apoyar el crecimiento económico, lo que a su vez favorecerá el éxito del proceso de desendeudamiento.

Will innovation save the planet? How the principles of successful innovation could slow global warming?

Morten Olsen

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesor de Economía del IESE.

Este artículo fue publicado en febrero de 2013 en *The European Business Review*.

- *There is insufficient focus on the two key principles of ‘how’ and ‘when’ innovation works when it comes to addressing climate change issues.*
- *While engine efficiency technology has improved substantially over the last century, much of that technological improvement has resulted in larger, heavier cars and not better mileage, epitomized by the popularity of SUVs in the U.S.*
- *The Jevons paradox need not imply that innovation is worthless, but rather that the anticipated environmental benefits of innovation may be limited.*
- *The answer is to combine these two principles of successful innovation and thus ensure that innovation is both successful and is directed at reducing environmental impacts.*
- *Although effective, private innovation will not automatically result in lower emissions. At the same time it is doubtful that direct government initiatives will be effective.*

“Combating climate change requires urgent and ambitious action,” proclaimed the RIO+20 summit held in June 2012. Yet, strong commitments failed to materialize in Rio or in preceding climate meetings in Mexico City or Copenhagen, despite an increasing realization that greenhouse gas emissions must be reduced to prevent potentially catastrophic and irreversible climate change. In the absence of concrete solutions to the current business-as-usual policy, the Stern Review on the Economics of Climate Change assesses a 50% likelihood that global temperatures will rise by 5 degrees or more by the end of the century resulting in devastating consequences to weather, food production, human health, and the ecosystem at large.

That said, several measures are being pursued to address the problem. Recently, the U.S. government has begun supporting the cultivation of corn-based ethanol in the hope it may become the innovative biofuel source of the future. Unfortunately, careful examination of the large quantity of fossil fuel required during ethanol production has cast serious doubts on the environmental benefits of their multi-billion dollar corn-based ethanol subsidy program. In Europe, several countries have experimented both mandating and subsidizing wind and solar power utilization. Although an increasing proportion of European energy is coming from these renewable sources, they are still very far from being economically viable.

While there exists widespread agreement that climate change should be addressed, and that the pursuit of such solutions should involve the private sector, there is little agreement on the best way forward. This is because there is insufficient focus on the two key principles of ‘how’ and ‘when’ innovation works.

Let's start with the first principle: the 'how.' This principle of innovation states that most innovation is primarily directed at making a product either cheaper or more attractive to the consumer.

That is a good thing, you may say, pointing to a long and growing list of green innovation designed to improve our lives and world: hybrid cars, lighter, better and more efficient airplanes, increasingly efficient electricity production, virtual online meetings and so on. Surely with all these improvements, the energy consumption of the average human is bound to decrease and with it, harmful emissions. This sounds like a compelling argument. Unfortunately, it is likely to be wrong.

First, part of the savings from higher energy efficiency is lost to higher consumption. Consider aviation: in recent decades, huge improvements have been achieved not just in fuel efficiency, but also in comfort, speed and, above all, price – all of which increases the attractiveness, demand and thus incidence of flying. A higher consumption of fuel then follows these increases in flights. So while fuel consumption per passenger mile dropped more than 30% between 1975 and 2000 in the United States, the total miles traveled far outstripped those gains, leading to a more than doubling of fuel consumption during the same period. Furthermore, the rise of a new global middle class eager for energy intensive consumption, suggests an uphill battle in energy efficiency improving enough to keep global warming in check.

Paradoxically, not only do increases in energy efficiency encourage higher usage, they may also promote a migration towards less environmentally friendly products. Take cars for example. According to the Ford Motor Company, the Ford Model T introduced in 1908 boasted a fuel mileage of up to 21 miles a gallon (11 l/100 km.) While engine efficiency technology has improved substantially over the last century, much of that technological improvement has resulted in larger, heavier cars and not better mileage, epitomized by the popularity of SUVs in the U.S. which even almost a century later can rarely match the Model T in fuel efficiency. It is true that the range of car options have grown considerably since the Model T to include models that are considerably more fuel-efficient, but this great variety of choices further increases the desirability of a car such that many households today have two or more.

Successful innovation that leads to increased energy efficiency ultimately makes usage cheaper, which increases consumption and in turn reduces and may even reverse those original gains from higher efficiency. Unfortunately, there is little reason to expect this counter-balancing effect to abate in the future. Such insight dates back to the young British economist William Stanley Jevons of the late 19th century who observed that “[i]t is wholly a confusion of ideas to suppose that the economical use of fuel is equivalent to a diminished consumption. The very contrary is the truth,” referring to the folly of the common presumption that increasing the efficiency of coal would reduce British coal use. Jevons was largely right in his observation and the increased efficiency of British machinery only succeeded in making the use of energy cheaper and easier, encouraging further consumption. The effect was originally known as the “Jevons Paradox,” though in its modern incarnation it is known as the “Rebound effect.” Given its potential to paradoxically overturn the positive effects of energy efficiency, the Rebound Effect continues to be a source of great debate and research.

As there is little doubt to the intellectual validity of this argument, researchers have sought to uncover its empirical validity. In principle, all that is needed to assess the size of the rebound effect is to demand change from lower prices, i.e. the price elasticity. It is easy to see the empirical challenges: in the short

run, more efficient air conditioners may lead to an increased use of AC, in the medium term this may result in additional consumer purchase and utilization, and in the long-run, perhaps even migrations of people to areas that were previously almost uninhabitable prior to the invention of AC systems. It is difficult to imagine the current modern day migration toward southern U.S. states without the convenience of air-conditioned houses, offices, cars and supermarkets. Though reasonable estimates in the short run imply a loss of 10-30 per cent of the original efficiency gains, it is practically impossible to estimate the (larger) long-run effects, which are likely sizeable. The use of AC is just a case in point. Today the U.S. uses as much electricity to cool buildings as it did for all purposes in 1955.

Second, even if innovation were to reduce energy consumption from the usage of existing products, innovation does more than just improve the efficiency of existing products. From the advent of AC to the Internet of the present and possibly space tourism in the future, a stream of new highly energy-intensive products is constantly being introduced, along with new versions of existing products, such as the Tata Nano – the cheapest car in the world – targeted at a new global middle class in India. Although such products improve the lives of millions of people around the world, they raise an even higher bar on the necessary reduction of energy for the use of already existing products.

Third, successful innovation is not limited to consumer products. Deep-water drilling, liquid natural gas transport over long distances and shale gas extraction are examples of successful innovation that increases available energy. (The ability to drill for oil in deep water, transport liquid natural gas over long distances, and extract shale gas all make more energy available to us.) Though a global shift towards cleaner burning natural gas might reduce emissions on a per unit of energy basis, huge global reserves of shale gas will continue to provide access to vast amounts of fossil fuel.

The Jevons paradox need not imply that innovation is worthless, but rather that the anticipated environmental benefits of innovation may be limited. On the contrary; because innovation has allowed us to use energy and other resources far more efficiently, we have been able to improve our livelihoods. However, although the power of private innovation continues to amaze us all, there is no reason to suspect that this process will reduce our overall emissions.

Furthermore with a rapidly expanding global middle class the environmental impact of each person in the developed world will not only have to be monitored, but substantially reduced, suggesting that incremental improvements in energy efficiency may not be not enough to keep global warming in check.

What are the reasons for this? As effective as private innovation can be, its goal is not necessarily to reduce energy consumption, but to reduce costs, improve customers' experience with existing products and introduce new ones. The fundamental problem underlying such innovations is that it often benefits the innovator and its customers, at the environmental expense of the whole planet, implying that the innovator bears only a part of the true cost of such innovation and the consumer only part of the full cost of consumption. This is a classic case of a market failure from an "externality," and as the Stern Review suggests it is "the greatest and widest-ranging market failure ever seen."

The immediate solution to this problem seems obvious. If private innovators do not fully account for the environmental impacts of their activities we have our governments to fix this. They must support new

technologies, mandate the use of clean energy and better energy efficiency in general. Unfortunately, this approach runs afoul of the principle of ‘when’ innovation is successful: the person making the decisions and investments must have both specialized knowledge as well as a financial stake in the development and outcome. This ensures that she has both the ability as well as the incentive to make the best decisions. In the case of politicians, they generally have neither and the U.S. government’s experience with corn ethanol is a case in point. The program was started for its political appeal, but few people had an economic interest in ensuring that emissions would in fact be reduced by the use of corn ethanol.

Another contentious U.S. policy is the mandate on fuel efficiency required by the Corporate Average Fuel Economy (CAFE), which fines carmakers for not meeting fuel efficiency standards. Unfortunately, whereas station cars are subject to strict requirements on fuel efficiency, SUVs are considered “light trucks” with correspondingly lower fuel requirements. This means that the U.S. legislation in effect ended up mandating the use of gas-guzzling SUVs over the previously popular station cars.

Other examples of governmentally mandated use of “green technologies” of little positive environmental impact are abundant and the reason is clear. The politicians reap all the political gains from appearing environmentally conscious, but bear none of the economic costs from forcing the use of these technologies. Further, whether the programs actually end up having a positive environmental impact 10 or 20 years later seemingly remains of little importance before the next election.

These examples – and many others – are mandated requirements. An alternative approach, taken by many European governments, is subsidizing the use of green technologies. Spain, Germany and Denmark have all subsidized the use of wind and solar power, although the programs also feature complicated floor price systems for renewable energy sales. Although the program in Spain was originally hailed as the “energy system of the future” and the source of green jobs by former prime minister Zapatero, following analysis, serious doubts have been cast on the effectiveness of the subsidy program, which has since been cancelled as a result of the subsequent economic crisis. In Germany, the price of electricity produced by solar power is estimated to be 8 times higher than the wholesale price of electricity. In Denmark – not known for sunny weather – subsidies and tax breaks encourage the installation of small-scale solar panels in private homes, a very cost-ineffective way of generating green electricity. All of these programs encourage production of renewable energy that is far from economically viable. Moreover fleeting political will remains a risk as politicians may cancel successful subsidy programs when surprised by its expense. This makes long-term planning of these inherently long-term projects difficult, thus reducing private engagement.

If private innovation is effective, although not automatically directed at reducing emissions of green house gasses and governments end up supporting ineffective and costly technologies, how will we overcome the environmental challenges we are facing? The answer is to combine these two principles of successful innovation and thus ensure that innovation is both successful and is directed at reducing environmental impacts.

A first step must be to align the interests of innovators with those of society at large by making the environmental costs explicit. This could happen through a price on carbon, achieved by either taxes or quotas on green house gas emissions, which would require companies to “buy” the right to pollute. Such a price

would push innovation towards less energy intensive goods, it would ensure that the costs of extracting fossil fuels includes the environmental consequences, while at the same time making it clear to all of us that there is an environmental cost to a lot of our daily consumption. Such a scheme would have avoided many of the unintended consequences of the aforementioned government programs. The corn ethanol program in the U.S. would likely have been unprofitable, as the true cost of fossil fuel used in production would have become apparent. At the same time, such a scheme would impose a lower tax on the production of bio-fuel in Brazil, as the alternative use of sugarcane requires only around 15 per cent of energy produced as fossil fuel. In addition, an emission price would have avoided the ‘loop holes’ in the CAFE system that originally encouraged the use of SUVs and inefficient green technologies across Europe. The criteria of which technologies to adopt would be the one used by private innovators in their search for technologies to most cheaply reduce emissions, and not what sounds best in political speeches. Not only would this be better for the planet, it would also be positive for the consumer who eventually has to pay the bill.

Given the uncertainties inherent in predicting climate change, designing a well-defined emissions price scheme is not a trivial matter. One thing is clear, though, the price has to be sizeable. The Stern Review estimates an appropriate price of around \$85 per ton of CO₂ equivalent emission, equal to a return flight from Europe to the U.S. East Coast. EU’s Emission Trading System (EU ETS) is a small step in the right direction with around €15 per ton and also covers power production and other energy intensive industries. Many will doubtless argue that such additional costs will be harmful to the aviation industry and will reduce flying. But that is the point! We must get used to the idea, that although more energy efficient planes reduce emissions per flight, no flight emits as little CO₂ as the one we do not take. Most European countries have been taxing gasoline for decades, and although the system might not have been put in place by environmental concerns, the effect is still clear: Europeans drive less and in smaller cars.

To maximize effectiveness, such a system must be global. This will be the best way of ensuring production does not reallocate to places where polluting is free. Until such a system is in place, tariffs on imports of energy-intensive goods can do something to prevent “polluting haven” effects.

Naturally, some developing countries will argue that they should not bear these costs, as presently developed countries did not have to limit their emissions in the past. With billions of people ascending into the middle class, the planet cannot bear for this prevailing argument to hold. For this reason, revenues from a tax on emissions must partly be used in developing countries, for example for reforestation projects, to assist them in forestalling the now seemingly inevitable consequences of climate change. Other parts of the revenue must be spent on general research in green technology, where crucially the government must get out of the business of “picking winners,” which history has repeatedly demonstrated them as incapable of doing.

While human innovation has and should continue to improve living standards, in order to prevent potentially devastating climate change, it is important to realize that although effective, private innovation will not automatically result in lower emissions. At the same time it is doubtful that direct government initiatives will be effective. The solution is to ensure that private enterprises incorporate the environmental costs of their actions and that can be done only through a global price on emissions.

Política monetaria: rumbo a lo desconocido

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 17 de febrero de 2013 en *El País*.

- *La excepcionalidad de las medidas adoptadas han provocado polémicas a ambos lados del Atlántico*
- *Los principales bancos centrales han actuado con decisión a lo largo de la crisis, pero acudiendo a medidas muy heterodoxas*

Antes de la crisis financiera, a los economistas nos parecía que uno de los principales logros de la profesión era la doctrina que se había construido alrededor de los bancos centrales por lo que respecta a su misión y los instrumentos de que disponían para llevarla a cabo. La tesis era sencilla: el objetivo de los bancos centrales debía ser prioritariamente el control de la tasa de inflación, y para ello era fundamental garantizar su independencia del poder político y su control efectivo de los tipos de interés a corto plazo. Lo que se pretendía, a fin de cuentas, era estabilizar las expectativas de inflación y evitar la creación de dinero con objetivos políticos, impidiendo el uso de políticas monetarias de “ajuste fino”.

Asimismo, se consideraba fundamental separar tajantemente la política monetaria de la política fiscal y era casus belli la monetización de la deuda pública, práctica absolutamente heterodoxa reservada a aquellos bancos centrales que no eran más que simples brazos ejecutores de los deseos del poder político.

Este marco conceptual funcionó durante años hasta que la crisis financiera lo ha hecho estallar en mil pedazos. La gran recesión de 2009 y la incierta salida de la misma en los principales países occidentales han provocado un cuestionamiento de los objetivos de política monetaria e, incluso, de la propia independencia del banco central. En cuanto a los instrumentos, los principales bancos centrales de economías avanzadas han actuado con decisión a lo largo de la crisis, pero acudiendo a medidas muy heterodoxas. Han tratado de salvaguardar la estabilidad financiera y evitar una grave depresión económica, pero al hacerlo pueden haber transgredido los límites de la política monetaria para adentrarse en la política fiscal.

Por lo que respecta a la preponderancia del objetivo de inflación, el contexto actual de economías altamente endeudadas, con tendencias deflacionarias en algunos casos, ha provocado la aparición de propuestas de objetivos alternativos, como la tasa de crecimiento del PIB nominal. Se trata de introducir objetivos de política monetaria que permitan desviaciones temporales al alza de la tasa de inflación, sin que esta se enquiste en las expectativas de los agentes. En el fondo, se conseguiría así, para aquellos bancos centrales cuyo único objetivo es el control de la inflación, una política monetaria más sensible al nivel de actividad económica.

Esta propuesta relega a un segundo plano la idea de incorporar medidas de inflación distintas del índice de precios al consumo al conjunto de variables, objetivo que debe controlar un banco central. En concre-

to, en los años previos al estallido de la burbuja de deuda, en muchos países desarrollados se observaron rápidos crecimientos de los precios de los activos, al tiempo que los precios de bienes de consumo se mantenían controlados. La ortodoxia de la política monetaria no permitía tomar en cuenta explícitamente la evolución del precio de los activos. Sin embargo, tanto en el periodo de euforia como en el periodo de depresión, una regla de política monetaria que incorporase los precios de los activos, aunque de difícil diseño, hubiera constituido probablemente un factor estabilizador del fuerte ciclo de deuda que hemos vivido. Por desgracia, las tendencias actuales sitúan el control de la inflación de activos en el ámbito de la regulación bancaria, que en este caso se denomina macroprudencial.

En la vertiente de los instrumentos, la excepcionalidad y envergadura de las medidas adoptadas han ocasionado serias polémicas a ambos lados del Atlántico. En Estados Unidos, los críticos resaltan que la enorme liquidez inyectada en la economía es una medida que no resuelve los problemas de fondo y tiene numerosos efectos adversos y riesgos. La facilidad de refinanciación permite a las empresas continuar sus actividades aunque no sean eficientes y puede retardar su ajuste. Asimismo, la abundancia de fondos genera flujos de capitales hacia los mercados internacionales en busca de una mayor rentabilidad, desestabilizando otros países y distorsionando sus políticas cambiarias. Además, la intervención en los mercados de bonos a largo plazo tiene consecuencias sobre sus precios, y por tanto, favorece a determinados colectivos y perjudica a otros. Los riesgos que se mencionan son, naturalmente, el de inflación, pero también la dificultad de ejecutar una estrategia de salida ordenada: a medida que las enormes cantidades de liquidez inyectadas se vayan traduciendo en mayor gasto, el banco central deberá retirarlas gradualmente con el fin de no generar presión en los precios. No va a ser fácil impedir que los tipos de interés suban entonces muy rápidamente, conforme la Reserva Federal elimina su apoyo a los mercados de deuda y vende (o deja vencer) sus tenencias de bonos. Si ello sucediera, la recuperación podría detenerse en seco.

En la zona euro, el BCE ha sido menos agresivo en su política de liquidez y la ha vehiculado a través de una financiación abundante y barata a los intermediarios financieros, no mediante la compra de bonos en los mercados. Los riesgos de retirada en la zona euro son menores. Al no disponer de un Tesoro que le respalde, el BCE también ha sufrido críticas aunque su acción en los mercados de bonos haya sido muy limitada y orientada a garantizar la irreversibilidad del euro.

En conclusión, la crisis financiera internacional está provocando una revolución en la concepción y ejecución de la política monetaria. Los principales bancos centrales del mundo han reaccionado con agilidad y osadía ante los retos que la crisis plantea, y la magnitud de la misma ha provocado un debate sobre la necesidad de revisar los objetivos que debe perseguir un banco central. Solo el tiempo dirá si esta reacción es acertada o si, por el contrario, se están abandonando viejas convicciones ante la presión política y social, de tal modo que el cambio de política constituye únicamente un mero paliativo a corto que incluso puede ser perjudicial a medio y largo plazo.

Chipre: vivir peligrosamente

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 4 de abril de 2013 en *El País*.

- *La crisis, no resuelta con las medidas adoptadas hasta ahora, pone de relieve que queda mucho camino por recorrer y que hay que extraer las lecciones para avanzar hacia la unión bancaria europea.*
- *Los controles de capital son incompatibles con la moneda única y contrarios a la UE*
- *Es necesaria la capacidad de recapitalización con fondos europeos para la estabilidad del sistema*

La tortuosa resolución del problema bancario chipriota pone sobre el tapete, una vez más, la fragilidad del proceso de superación de la crisis en la eurozona. La realidad es que estas crisis de confianza se repetirán hasta que no se hayan establecido la unión fiscal, la unión bancaria y los incentivos para alinear la competitividad de los distintos países. Estas instituciones no se podrán consolidar sin un grado de unión política mucho mayor que el actual con elecciones directas a los dirigentes de la Unión Europea (UE). La eurozona no tiene una voz única para enfrentar una crisis. Incluso los miembros de la troika (Banco Central Europeo, Comisión Europea y FMI) discrepan entre ellos. Además, el presidente del Eurogrupo, Jeroen Dijsselbloem, añadió confusión de manera innecesaria debido a su falta de experiencia en comunicación.

El acuerdo final de ayuda a Chipre -que exige la liquidación de Laiki, uno de los bancos en quiebra, la reestructuración del Banco de Chipre, pérdidas para los accionistas y acreedores, junior y senior, así como quitas a los depósitos por encima de los 100.000 euros asegurados y/o conversiones en acciones- sigue la más estricta ortodoxia en los procesos de resolución bancaria. El capital en acciones y el híbrido (como las preferentes) y la deuda subordinada son el colchón que debe absorber las pérdidas. Si no es suficiente entonces se debe acudir a la deuda senior y a los depósitos no asegurados. En el caso de Chipre se llega a quitas importantes a los depósitos, por su importancia en los pasivos bancarios.

El proceso de resolución bancario tiene como objetivo minimizar el posible “riesgo moral” o comportamiento demasiado arriesgado del banco mediante el control de los accionistas o de los tenedores del capital híbrido, deuda subordinada, y de los acreedores senior y depósitos no asegurados. Sin esta disciplina de mercado los bancos que tienen un comportamiento arriesgado y un balance débil podrían ofrecer depósitos de muy alta remuneración y el inversor o depositante no estaría alerta del posible riesgo puesto que, en caso de problemas, el dinero público respondería. Este ha sido el caso de Chipre en donde los depósitos en euros estaban remunerados con unos extratipos muy generosos. Hemos visto también comportamientos similares en el mismo sector bancario español. Hay que destacar, sin embargo, que la disciplina de mercado necesita reglas claras y estables tanto para las entidades como para los inversores. Es fundamental que un inversor o depositante sea consciente del riesgo de su inversión al asumirla.

Al mismo tiempo, la pretensión de asegurar implícita o explícitamente todo el pasivo bancario conduce a unas facturas para el contribuyente que pueden superar la capacidad fiscal del Estado, como muestran

los casos de Irlanda o la misma España, y que refuerzan el bucle entre riesgo soberano y riesgo bancario. La primera reacción de los Gobiernos ante la crisis bancaria fue intentar proteger a toda costa a los acreedores de los bancos. Ante la imposibilidad material de hacerlo, distintos países -por orden cronológico, Irlanda, Reino Unido, Dinamarca, España y Holanda- han tenido que admitir pérdidas para los tenedores de preferentes y deuda subordinada. En contadas excepciones, en Irlanda y en Dinamarca, se llegó a imponer pérdidas a la deuda senior o a los depósitos por encima de un cierto umbral. En el caso (extremo) de Chipre se ha dado un paso más.

Se ha argumentado que imponer disciplina de mercado a tenedores de bonos senior y depositantes no asegurados puede provocar pánicos o efectos dominó entre entidades. Sin embargo, a este argumento se puede contraponer que es mejor recapitalizar, si es necesario, a las entidades afectadas para prevenir posibles efectos sistémicos, y los pánicos de los depositantes se eliminan con el seguro de depósito, siempre con un límite claro e inviolable. La troika, a instancias del Gobierno de Chipre, erró al incluir depósitos de menos de 100.000 euros en las quitas en la primera propuesta de solución. El Gobierno chipriota lo propuso para no perjudicar el negocio bancario offshore, con grandes depósitos, pero la troika nunca debió aceptarlo puesto que contradecía la directiva de seguro de depósito europea. Directiva, por otra parte, que necesita a día de hoy el respaldo de fondos nacionales al no existir un fondo de garantía de depósitos europeo.

¿Se ha resuelto la crisis en Chipre? No, porque Chipre está imponiendo controles de capital para evitar fugas de depósitos. El problema es que estos son incompatibles con la moneda única y contradicen una de las bases de la UE, la libre circulación de capitales. La insistencia de Bruselas en que los controles son compatibles con el Tratado de la Unión sientan un precedente peligroso. Aceptar el control de capitales es minar la moneda única y la misma UE. La fuga de depósitos se puede controlar con una actuación decidida, y manifiesta, por parte del BCE que garantice liquidez a los bancos chipriotas por importe de las salidas de capital siempre que los bancos sean solventes y puedan aportar las garantías adecuadas. Y siempre que se respete la promesa de seguro para los depósitos de hasta 100.000 euros. Si el BCE duda de la solvencia o del colateral aportado por los bancos chipriotas, entonces se necesitarán fondos europeos adicionales... o bien Chipre deberá abandonar el euro.

Esta crisis indica hasta qué punto es urgente avanzar en la unión bancaria. Las piezas fundamentales de la unión bancaria, planteada en junio de 2012, son la supervisión de las instituciones bancarias por parte del BCE, aprobada en diciembre de 2012, unas reglas uniformes de supervisión, control y resolución de entidades, y, en el futuro, un mecanismo único de resolución y un sistema de seguro de depósito integrado. Hay dos propuestas de directiva de la UE, sobre resolución de entidades y sobre seguro de depósito, que deberían ser aprobadas el año en curso. La directiva de resolución introduce el orden de prelación de acreedores para una entidad en quiebra según el modelo expuesto más arriba. Incluye, potencialmente, tanto a los acreedores junior y senior como a los depósitos no asegurados. Sin embargo, no indica que los depósitos deben ser el último recurso para absorber pérdidas. El objetivo es proteger al contribuyente y mantener la estabilidad financiera y la disciplina de mercado.

El bucle entre riesgo soberano y riesgo bancario se suaviza con los mecanismos de resolución que involucran a los acreedores de los bancos. Sin embargo, la capacidad de recapitalización directa de entidades mediante fondos europeos es necesaria para mantener la estabilidad del sistema. La decisión europea

de junio de 2012 la condicionaba al establecimiento de un supervisor europeo. El BCE va a asumir este papel en 2014, pero Alemania, Holanda y Finlandia creen que la recapitalización directa no se debe aplicar a los activos heredados. Al mismo tiempo, estos países no desean que el sistema de seguro de depósito europeo dé garantías a los depositantes de un país con fondos comunes mutualizados sino con fondos nacionales. Como el caso de Chipre demuestra, hoy por hoy, la garantía de los depósitos en un país es tan buena como la solvencia del soberano. Ciertamente, esta interpretación previene el riesgo moral, pero limita mucho la capacidad de los fondos europeos para atajar posibles riesgos sistémicos. El equilibrio entre el control de ambos riesgos es muy delicado. Los fondos europeos deberían ser un instrumento efectivo para compartirlos aunque solamente deberían intervenir en última instancia y para prevenir un riesgo sistémico.

La Comisión Europea debe presentar este año una propuesta de mecanismo de resolución único que debería contener una autoridad europea centralizada de resolución. Esta autoridad debería obtener fondos de la misma industria financiera y del contribuyente europeo en caso necesario. La cuestión es dónde debe radicar esta autoridad. Una posibilidad es que resida en la Comisión Europea aunque los fondos necesarios provengan del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). En el futuro se podría adoptar el modelo de EEUU con la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) que lleva a cabo a la vez, y exitosamente, funciones de fondo de garantía de depósitos y de autoridad de resolución.

La crisis de Chipre es un recordatorio del camino que queda por recorrer y de que seguimos viviendo peligrosamente. Si se aprenden las lecciones de esta crisis habremos dado un paso adelante hacia la unión bancaria.

Preparando el regreso

Ramon Xifré

Policy Research Fellow del Public-Private Sector Research Center del IESE y Assistant Professor de Economía y Empresa de ESCI-Universitat Pompeu Fabra.

Este artículo fue publicado el 30 de abril de 2013 en *El Periódico de Catalunya*.

- *Más allá de la magnitud del flujo migratorio, el tema es si hacemos lo que debemos para que regresen los que se marchan por razones económicas. Necesitamos un cambio en el país de proporciones parecidas al que experimentamos en 1975 con la muerte de Franco.*
- *Hay clarísimas señales de alarma sobre la destrucción de tejido investigador y sobre la interrupción de los programas destinados a la captación de talento.*

La crisis económica que todavía sufrimos está inclinando progresivamente la balanza de muchas personas y hogares hacia la emigración. Es una deliberación compleja en la que no solo cuenta el factor económico y que, si se convierte en decisión firme, puede estar teñida de cierta frustración o tristeza, dada la creciente precarización de nuestro mercado laboral. Con todo, la movilidad como respuesta a una crisis doméstica es un fenómeno natural que suele abrir horizontes vitales y ensanchar mentalidades. Lo que debería preocuparnos, como país, es más bien si nuestra forma de superar la crisis económica facilitará o dificultará el regreso de aquellos que hoy se van, o incluso si conseguirá atraer a ciudadanos de otros países.

Según los datos del último Padrón de Españoles Residentes en el Extranjero a 1 de enero del 2013, hay 1,9 millones de españoles residiendo en el extranjero. Esta cifra representa un aumento del 6,3% respecto del año pasado y del 31% respecto del 2009. Este importante crecimiento de la emigración desde el 2009 se debe principalmente al retorno a sus países de origen de ciudadanos con nacionalidad española pero no nacidos en España. De acuerdo con el Padrón, este grupo ha crecido un 52% entre el 2009 y el 2013, mientras que los emigrados españoles nacidos en España han aumentado tan solo un 2% en ese mismo periodo. Dentro de ese grupo, españoles oriundos de España residentes en el extranjero, el número que se encuentra en edad de trabajar (entre 16 y 64 años) se ha mantenido prácticamente sin variaciones desde el 2010 y actualmente se sitúa en 344.885, tan solo 4.000 personas más que el año pasado.

Más allá de la magnitud de este flujo, se nos plantea la cuestión de si hacemos lo que debemos para que los que se marchan por razones económicas vuelvan. Conceptualmente, la emigración puede abordarse desde dos perspectivas, en cierto modo opuestas.

Por un lado, centrándonos en la cúspide de la pirámide formativa, algunos diagnostican que sufrimos una fuga de cerebros que amenaza con descapitalizarnos. En sentido estricto, este concepto es más apropiado para aquellos países en vías de desarrollo, donde un gran parte de sus ciudadanos formados emigran sistemáticamente. Por ejemplo, cerca de dos tercios de los caboverdianos con educación superior viven en el extranjero y el 40% de los ciudadanos indios emigrados tienen estudios superiores, mientras en la población india en su conjunto esta tasa no llega al 4%.

Ahora bien, aunque afortunadamente no encajamos en este patrón, hay clarísimas señales de alarma sobre la destrucción de tejido investigador y sobre la interrupción de los programas específicos destinados a la captación de talento. Y no se puede admitir, como justificación universal, el argumento de que no hay dinero. El Gobierno incumple la ley al no crear la Agencia Estatal de Investigación, que debería mejorar la eficiencia en el gasto y la rendición de cuentas. Además, según mandata la nueva ley de la ciencia del 2011, la Agencia debería crearse «sin aumento del gasto público», por lo que sería una oportunidad de oro para el Gobierno para demostrar que en su plan para superar la crisis las reformas cuentan tanto como los recortes.

La otra visión del fenómeno de la emigración puede pecar de optimismo, ya que sostiene que los emigrantes, cuando regresen, modernizarán el país. Podrán aplicar aquí lo bueno que han aprendido fuera y, desde los puestos de responsabilidad que previsiblemente ocupen, extenderán la meritocracia y contribuirán a erradicar una parte de los problemas del sistema que les llevaron a ellos mismos a emigrar. El punto débil de esta reconfortante visión es que se trata de un proceso hipotético que no tiene ni fecha de inicio ni referentes históricos claros. Además, según el INE, no son tantos los españoles oriundos de España que han emigrado recientemente.

En cualquier caso, parece claro que no debemos trasladar a los emigrantes la responsabilidad de darle la vuelta al modelo económico y laboral de un país en el que no viven. En particular, es urgente completar la última reforma laboral que se ha diseñado básicamente para corregir solo uno de los dos problemas estructurales de nuestro mercado laboral. Los cambios introducidos durante esta legislatura han inyectado flexibilidad al sistema, pero no han avanzado en las políticas activas de empleo. El marco de relaciones laborales resultante es, por tanto, desequilibrado al no proporcionar suficiente seguridad al trabajador frente a la mayor capacidad de reorganización y ajuste que se le ha otorgado a la empresa.

Necesitamos un cambio en el país de proporciones parecidas al que experimentamos en 1975 con la muerte de Franco. El fin de la dictadura desató esperanzas, vigor y generosidad en los españoles y con eso recuperamos a muchos de nuestros emigrantes. Con la crisis, no podemos esperar a su muerte natural, sino que tenemos que acelerar el proceso, evitar seguir precarizando, y acertar con las recetas para que los que hoy se marchan pronto estén deseosos de volver.

Austeridad y credibilidad

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 4 de mayo de 2013 en *El País*.

- *Los ajustes deben contemplar los efectos que causan a corto plazo*
- *Ahora hace falta un plan de reformas ambiciosas para volver a crecer*

La Comisión Europea (CE) ha decidido dar dos años más a España y Francia, en 2016 y 2015 respectivamente, para cumplir con un objetivo de déficit público por debajo del 3% del PIB. Las previsiones de la CE no incorporan los últimos ajustes planteados por el Gobierno español, de hacerlo la proyección del PIB sería más pesimista que la del Gobierno. La Comisión también indica que las previsiones macroeconómicas de Francia son demasiado optimistas. Bruselas aboga por una consolidación fiscal más gradual debido a la fragilidad de la recuperación en la eurozona, con una caída prevista del PIB de cerca de medio punto en 2013.

El intento de imponer una disciplina fiscal estricta en la Unión Europea (UE) plantea dos problemas entrelazados. El primero es que las predicciones macroeconómicas no se cumplen, puesto que siempre tienden a ser demasiado optimistas. En efecto, al imponer un ajuste del presupuesto público para reducir el déficit no se tienen en cuenta los efectos dinámicos que provoca el mismo ajuste. Estos efectos son contractivos y hacen caer el PIB por encima de la previsión, con lo que el objetivo de déficit se sobrepasa. A su vez se restringe más el presupuesto para intentar cumplir con el déficit, lo que provoca una caída adicional del PIB y se entra en una espiral recesiva. La víctima de este proceso es la credibilidad de las instituciones europeas y de los gobiernos, y este es el segundo problema del enfoque que se ha seguido. La importancia de establecer una senda creíble en el ajuste fiscal es mucho más importante que los números concretos que se anuncien. El ajuste se debe planear teniendo en cuenta sus posibles efectos recesivos a corto plazo. De esta manera los objetivos anunciados se cumplirán y el compromiso del gobierno será apreciado por los mercados de deuda soberana con el consiguiente reflejo en la prima de riesgo demandada por los inversores.

El éxito del proceso de consolidación fiscal en Suecia después de la crisis de los años noventa puso de manifiesto la importancia de la credibilidad de la senda de ajuste, por encima de los objetivos numéricos. Suecia tuvo en 2009 el déficit fiscal más bajo de los países de la UE (0,9% del PIB) y en 2011 tuvo superávit. La credibilidad en la consolidación fiscal se refuerza además considerablemente con una autoridad fiscal independiente como el Consejo de Política Fiscal sueco, que da transparencia y controla los objetivos a medio plazo. El ejemplo sueco sugiere a la vez que la austeridad no es suficiente si no va acompañada de un profundo conjunto de reformas que promuevan el aumento de la productividad y del crecimiento.

Bienvenidas sean, pues, la relajación en la senda de reducción del déficit por parte de la Comisión, así como las previsiones más realistas del Gobierno de España. Una vez que sabemos dónde estamos,

ahora hace falta un plan de reformas ambicioso que dé una perspectiva de crecimiento a la economía. Las reformas llevadas a cabo en Suecia nos pueden proporcionar alguna pista: aumento de eficiencia en la administración pública, introducción de competencia en los sectores regulados, renovación de la negociación colectiva, potenciación de la inversión en I+D y reformulación del sistema impositivo. Un conjunto de reformas de este calado constituiría el mejor plan contra el nivel de paro insoportable que sufrimos.

La paradoja de los tipos de interés

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 9 de junio de 2013 en *La Vanguardia*.

- *Los tipos bajos no impulsan la inversión productiva y alimentan la exuberancia de los mercados. Quizás es el momento de cambiar la orientación las políticas monetarias de los bancos centrales*
- *Los tipos bajos hacen la vida más sencilla a los deudores y facilitan la reducción gradual de la deuda...*
- *... pero penalizan el ahorro e impiden la reestructuración de negocios que han dejado de ser viables*

Los países desarrollados viven una situación que se puede convertir en crónica, de ahorro excesivo en relación a la disposición a invertir y de tipos de interés reales excepcionalmente bajos. ¿Qué sentido tiene? ¿Cuáles pueden ser las consecuencias? Antes de la crisis financiera del 2008, ya vivimos un periodo prolongado de políticas monetarias laxas, una percepción de inflación controlada y un exceso de ahorro global, generado fundamentalmente en los países emergentes, con China al frente. Después de un breve paréntesis de tipos altos, el estallido de las burbujas financiera e inmobiliaria nos ha devuelto en un mundo de tipos reales inauditos, como se examina en detalle en el Informe Mensual de La Caixa de este mes.

Ahora no solamente son muy reducidos los tipos a corto (negativos, de hecho) sino que las políticas monetarias no convencionales han provocado la caída y aplanamiento de toda la curva de tipos. Además, los excedentes de ahorro generados en los países emergentes con superávit de cuenta corriente a duras penas se han corregido.

Ciertamente, unos tipos reales bajos hacen la vida más sencilla a los deudores, facilitan la reducción gradual de la deuda y tendrían que contribuir, en teoría, al mantenimiento de la actividad económica. Pero ya se sabe, en economía no hay una fría sin otro caliente: los tipos bajos penalizan el ahorro y, si se prolongan demasiado tiempo, pueden impedir la reestructuración de negocios que han dejado de ser viables.

En principio, los tipos reales bajos tendrían que favorecer la inversión y el consumo; pero las empresas y los consumidores se mantienen a la expectativa, tanto en Europa como en EE.UU., ante la falta de confianza sobre el futuro económico. Se prolonga, así, la situación de crecimiento muy débil y, en el caso de la eurozona, de recesión provocada por la crisis de la deuda soberana.

Hay muchos observadores que argumentan que esta es una típica situación keynesiana. En la que la actuación de los gobiernos es el único resorte para generar más demanda agregada y, así, crecimiento. Entonces la expansión generaría confianza, arrastraría al sector privado, y así se resolvería la paradoja.

Quizás sí. Pero el propio sector público en Occidente tiene altos niveles de endeudamiento, superiores al 100% del PIB en EE.UU. y próximos al 90% en Europa. Es verdad que los puede financiar a tipos de interés excepcionalmente reducidos pero eso es debido, en parte, a la acción del propio sector oficial, a través de

los bancos centrales, en los mercados financieros. ¿Pueden los países desarrollados salir de una situación de exceso de endeudamiento, con más endeudamiento? ¿Cuándo, además, este endeudamiento público se sostiene gracias a la creación de nuevo dinero por parte de las autoridades monetarias?

Una minoría de analistas, que no cree en la solución keynesiana para el actual periodo de recesión y bajo crecimiento, argumenta que, de hecho, la actual receta de deuda pública en ascenso y financiación monetaria está en la raíz de la desconfianza de los inversores y los consumidores. Creen que las actuales políticas llevarán a un futuro inflacionario o de más presión impositiva con el fin de hacer frente a los desequilibrios del sector público que se están gestando. Que la impaciencia de los dirigentes políticos delante de la larga duración del proceso de desendeudamiento y bajo crecimiento está provocando un hiperactivismo de las políticas económicas de demanda, que no solucionan los problemas actuales y son la semilla de dificultades aún más graves en el futuro.

Esta es la paradoja de los tipos de interés: su bajo nivel penaliza el ahorro pero no sirve para impulsar la inversión productiva. Si añadimos que alimenta una exuberancia de los mercados financieros, que se alejan de la economía real, y que los procesos de saneamiento de balances están ya bastante adelantados, quizás ha llegado el momento de cambiar la orientación de las políticas monetarias no convencionales de los principales bancos centrales.

El caso del BCE es, en este dilema, muy especial. Es el único banco central importante que tiene ya en marcha una estrategia de salida de la política monetaria no convencional, como se comprueba con la evolución de las devoluciones anticipadas de préstamos por parte de la banca europea.

Sin embargo, es el banco central que, desgraciadamente, quizás se verá obligado a seguir interviniendo durante más tiempo con políticas poco ortodoxas. Eso es así porque su intervención persigue simultáneamente dos objetivos: el de política monetaria, para facilitar la salida de la recesión; y el de garantizar la integridad de la zona euro. En ausencia durante los próximos meses de avances sustanciales en la construcción de la Unión Económica y Monetaria, y en especial de la unión bancaria, el papel del BCE seguirá siendo crítico con el fin de asegurar que, a pesar de la elevada fragmentación de los mercados financieros europeos, no se pone en riesgo la estabilidad financiera de la zona euro.

A ascensão das máquinas (Will technological development take your job?)

Morten Olsen

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center y Profesor de Economía del IESE.

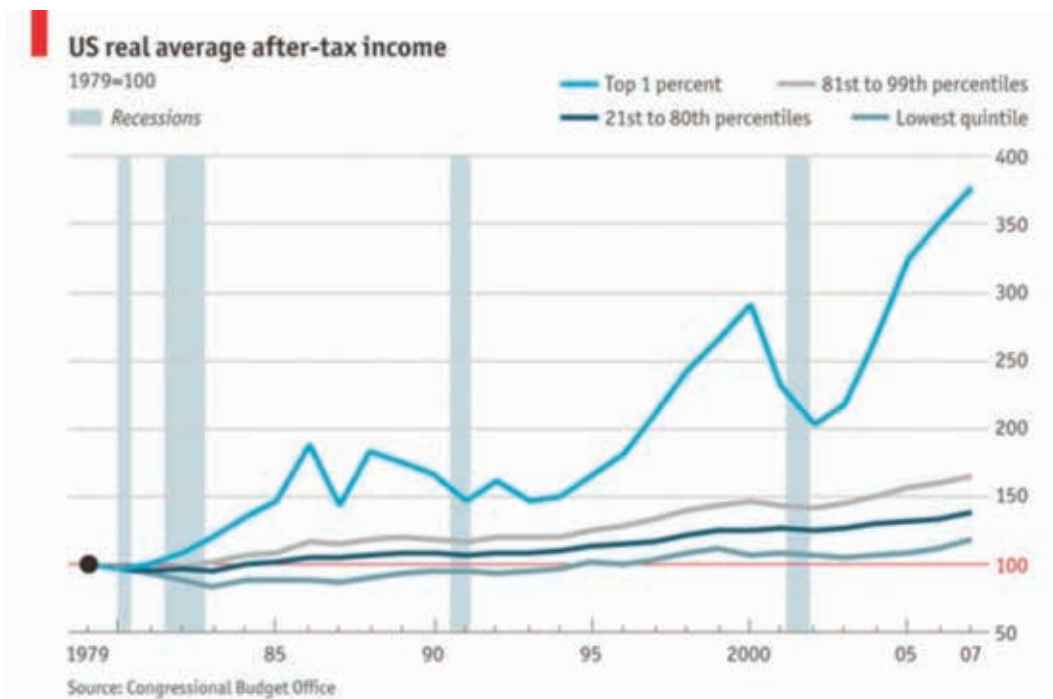
Este artículo fue publicado el 12 de julio de 2013 en *Valor Económico Brazil*.

In *The Terminator*, a highly intelligent computer becomes self-aware and starts a nuclear holocaust that wipes out the human race, leaving only a few brave souls left to fight the robot soldiers, impersonated by Arnold Schwarzenegger. The fictional date of this catastrophic event – August 27, 1997 – has long since come and gone without this darkest of technological dystopian coming to pass. Yet, although, we might not fear machines taking our lives the fear that they will take our livelihoods as they encroach on an increasing number of human jobs, is gaining momentum, most recently in a much discussed book by Brynjolfsson and McAfee of MIT. The fear is based on the observation that a growing number of jobs usually thought of as exclusively in the human domain – customer service, care for the elderly, and even driving – are performed by machines or computer software. When computers take over all the jobs, what are we humans going to do? Is this “The End of Work” a phrase popularized in Rifkin’s 1995 book of the same name?

Since Rifkin’s book is nearly 20 year old, history might be a good place to start assessing this claim. The earliest example of fear of job loss from technological development is probably the Luddites of the early 19th century. This group of textile artisans feared the introduction of labor-saving technology brought about by the industrial revolution and took to destroying the new machines at night. It was not until the police violently cracked down on the activists and many of the organizers were executed or sent to the Australian colony that the nightly raids stopped.

A century later a particular subgroup of our workforce was almost completely replaced when mechanization of agriculture made millions of horses redundant. Although the Luddites were put down, their fears have reemerged regularly up until this date and for 200 years the end-of-work has been just around the corner. Rifkin himself predicted a continuously rising rate of unemployment, although even during the current economic malaise, the unemployment rate in Europe and the United States (11.3 and 8.0 percent, respectively, OECD Statistics) is only a little higher than that of 1995 (10.6 and 5.6 percent, respectively). Clearly, we have yet to become horses.

These dark predictions arise from a fundamental misunderstanding of basic economic principles. In a market economy, the price – the wage in the case of the labor market – moves to ensure that supply meets demand and there are few underutilized resources. The problem will therefore not be one of unemployment but one of inequality if not all parts of the labor force are equally prone to replacement by computers. In fact, technological development is often described as a primary cause of the rise of American inequality. The graph below, from *The Economist*, depicts the rise in inequality since 1979.



Source: *The Economist*

It is clear that whereas the lower end of the income distribution has only seen marginal improvements over the past 30 years – there is in fact an active debate as to whether they have gained at all – the higher percentiles have gained substantially. So why do economists think that technological development is a main cause of higher inequality? The answer lies with a recent focus on tasks. In this framework, workers are categorized depending on what type of tasks they primarily perform with the two most important categories being: (i) routine manual tasks – cashiers, factory workers, bank tellers etc. – (ii) and non-routine cognitive tasks – authors, scientists, CEOs.

Because routine manual tasks are relatively easily formalized, computers can perform them and workers performing such tasks might be replaceable by machines. Employees performing non-routine cognitive tasks are not easily replaceable and are in fact made more productive by computers, both because they can acquire information more easily and because they can spread their results of their work more easily. This classification turns out to be a strong predictor for whether workers are replaced by technological development and as a consequence of their income potential.

There will therefore always be enough work; the question is whether the resulting market wage is one we are willing to accept as a society. There exists a market wage at which those millions of horses could have been employed, but as this was lower than their feeding costs it was not economical to employ them.

What can we do as a society to prevent technological development from leaving certain parts of society behind? As the Luddites so clearly demonstrated the solution is not to prevent the introduction of machines or new production technology. Imagine if they had had their way; we would still be living as people did in the early 19th century. All technological development causes some disturbances and one of the many side effects of the rigid Southern European labor markets is holding back laborsaving improvements that generally benefit society. The solution must be education and continuous skill upgrading so as to ensure that everyone benefits from technological development and nobody ends up a “horse.”

¿Qué puede hacer el BCE?

Jordi Gual

Research Fellow del Public-Private Sector Research Center, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 21 de julio de 2013 en *La Vanguardia*.

- *El BCE sólo puede comprar deuda pública en los mercados secundarios en casos extremos*
- *La política monetaria laxa que el BCE sí puede llevar a cabo es necesaria, pero insuficiente*

La recaída en la recesión de la zona euro y las dificultades financieras de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de las economías periféricas han provocado repetidas llamadas a la intervención del Banco Central Europeo (BCE) desde los más diversos foros. Pero ¿está al alcance del BCE resolver esta situación?

Cuando se exige al BCE que actúe como la Reserva Federal estadounidense (Fed), comprando deuda pública en los mercados secundarios e incluso títulos privados, se está pidiendo al banco central de la eurozona algo que no sólo es dudoso que pueda hacer estatutariamente, sino que además es políticamente inviable.

En términos de mandato, el BCE sólo puede llevar a cabo estas medidas no convencionales de política monetaria si está en riesgo la estabilidad financiera de la eurozona. Durante la crisis, ha comprado, de manera muy limitada, títulos públicos de algunos países periféricos y también cédulas hipotecarias. Estas actuaciones y, especialmente, las outright monetary transactions (OMT) anunciadas el verano pasado, han sido una respuesta a las graves turbulencias que pusieron en jaque a la moneda única. Las OMT han sido efectivas, pero controvertidas, y es difícil imaginar que el BCE pueda proceder a la compra en cantidades significativas de titulaciones de créditos a pymes, activos de mucho mayor riesgo.

Sin embargo, la principal objeción a este tipo de actuaciones del BCE no es jurídica, sino política. La política monetaria no convencional comporta una asunción de riesgos por parte del banco central, con potenciales efectos redistributivos entre los países miembros en el caso de que se produzcan pérdidas.

A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, en la zona euro cuál es el país de procedencia de los activos adquiridos por el banco central es de vital importancia, y el reparto de las pérdidas también, puesto que la eurozona no cuenta con un tesoro único y son los tesoros de los estados miembros los que aportan el capital del BCE. Es decir, si el BCE adquiere activos que acaban siendo fallidos, el beneficio es fundamentalmente para el país periférico del que proceden los activos, y el coste se reparte en función del peso en el capital del BCE (aproximadamente la proporción de PIB) de los países que componen el euro.

Por tanto, al BCE difícilmente se le puede exigir algo para lo que no está políticamente legitimado. Sí que se le puede pedir, en cambio, que en la actual coyuntura garantice que la liquidez no faltará y que los tipos de interés permanecerán bajos mientras la inflación continúe bajo control y no se recupere la economía europea. Medidas, al fin y al cabo, a las que el BCE ya se ha comprometido.

Por desgracia, la política monetaria laxa que el BCE sí puede llevar a cabo es necesaria para la recuperación económica, pero insuficiente dado que no le permite luchar contra los verdaderos problemas que atenazan a la zona euro.

Entre ellos, destaca el de la extremada fragmentación de los mercados financieros europeos. En la eurozona, aunque el tipo de referencia del BCE es único, los tipos de interés para operaciones de crédito a pymes divergen en más de dos puntos porcentuales entre los países del centro y los de la periferia. Si bien una parte de este diferencial cabe atribuirlo a la situación de la oferta y la demanda de crédito en cada país, el factor explicativo más importante es, sin duda, la persistencia de unas primas de riesgo soberano muy elevadas en el seno de la eurozona.

Estas primas se trasladan al crédito bancario por diversas razones, pero especialmente por el estrecho vínculo existente entre los soberanos y la banca. Una relación perversa por la cual un soberano débil contamina su sistema bancario y, de manera similar, un sistema bancario débil deteriora la calidad crediticia de su soberano.

¿Puede la liquidez del BCE solventar la fragmentación del mercado financiero de la eurozona? No, porque no contribuye a romper el mencionado vínculo perverso. Más liquidez sólo alivia temporalmente la situación puesto que permite al Tesoro, a la banca y al conjunto del país hacer frente con mayor holgura al proceso de reducción de deuda.

Sin duda, la mejor solución sería atacar la raíz del problema y reducir los fuertes diferenciales soberanos con pasos decididos hacia la unión fiscal. Como esto no es hoy en día políticamente posible, una alternativa es una unión bancaria que, al menos, rompa el vínculo entre deuda soberana y bancaria.

Esta unión bancaria ha de permitir que la supervisión, liquidación y reestructuración de entidades se lleve a cabo a escala de la zona euro. Sin embargo, para que efectivamente elimine la fragmentación actual de los sistemas bancarios, debe también disponer de recursos públicos europeos para evitar crisis sistémicas. Estos fondos de última instancia constituirían un seguro colectivo de los países de la zona euro para impedir que los mercados financieros perciban que son los soberanos nacionales los que garantizan la solvencia ante riesgos sistémicos de sus sistemas bancarios.

Esto no es lo que han acordado los líderes europeos en sus reuniones del pasado mes de junio, aunque, como la esperanza es lo último que se pierde, cabe confiar que, tras las elecciones alemanas de septiembre, los actuales proyectos legislativos se enmienden en la dirección correcta. O, alternativamente, se empiecen a esbozar los trazos de una mayor integración fiscal.

La cultura y el patrocinio privado: Nuevas perspectivas

Lluís Torrens

Gerente del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 28 de julio de 2013 en *La Vanguardia*.

- *En estos momentos de incertidumbre económica, el sector público no siempre puede financiar proyectos de carácter social y cultural. Y como alternativa a la falta de recursos de las instituciones públicas surge el patrocinio privado, es decir, procedente de empresas de diversos sectores*
- *Tanto el patrocinio público como el privado deben garantizar la diversidad y la pluralidad de la oferta cultural*

La crisis que estamos padeciendo desde hace seis años está transformándose de coyuntural a estructural. Nuestros niveles de renta y gasto van a tener que adecuarse a la situación que teníamos a finales del siglo pasado. Los recortes del sector público, constreñido a tener que pagar más gastos financieros y a limitar las reducciones de gasto en sectores más sensibles, como la salud o la educación, se han cebado más en los presupuestos de cultura. En el periodo 2006-2012 el gasto real por habitante en cultura de la Generalitat ha caído casi un 15%, frente a un 8% del conjunto de gastos no financieros. Los dos últimos años han sido especialmente duros, un 25% de reducción en términos reales.

Simultáneamente, la cultura está experimentando cambios importantes como la extraordinaria penetración de las nuevas tecnologías y los problemas derivados de ella: los derechos de autor, las ventajas de detectar tendencias, de acceder a la creación cultural de manera rápida y barata, o una creciente globalización y cosmopolitismo con la colonización del idioma inglés por estandarte.

¿Puede ayudar el sector cultural a salir de la crisis? En su favor juega el posible cambio de prioridades del gasto de las familias por la propia crisis al reducir inversiones más costosas (casa, coche, etcétera); también que los ahorros familiares y empresariales han dejado de buscar el sector inmobiliario y se pueden redirigir a sectores de futuro (el consumo cultural se incrementa con la renta per cápita). Y un euro invertido en cultura genera más y mejores puestos de trabajo que en otros sectores. Las artes escénicas, de mayor proximidad espectador-artista, han soportado mejor la crisis que algunas de las distribuidas mediante soporte.

En contra, no se entiende la subida del IVA, que enlazando con el argumento anterior supone un impuesto adicional al trabajo. Además, la caída de las subvenciones públicas dispara un multiplicador negativo que puede generar desahorro y no ahorro público. Y la crisis de las cajas de ahorro se está llevando por delante sus obras sociales y culturales.

Sector público y privado deben colaborar de manera distinta. El sector público puede aportar sin tener que sacar más fondos de donde no hay, poniendo a disposición de los emprendedores privados todas sus infraestructuras, de manera transparente y competitiva. Puede identificar y priorizar iniciativas de

colaboración público-privada y facilitar un mejor ecosistema para el acceso a nuevas formas de financiación privadas o a fondos europeos. Puede coordinar al sector cultural con otros programas de gasto público como el educativo, los medios de comunicación públicos, el turismo o la promoción exterior de las empresas. Puede aportar conocimiento y experiencia a los patrocinadores privados sobre los procedimientos de subvención. Y debe focalizar su apoyo hacia las expresiones culturales que el mercado no puede rentabilizar. Debe ser más eficiente, eliminando duplicidades que generen costes de gestión superfluos. Y puede, por fin, tener una nueva ley de mecenazgo que atraiga más fondos a este tipo de actividades.

¿Cambiará el mayor peso del patrocinio privado el tipo de actividades culturales que se llevarán a cabo? Es posible que el acceso a la financiación privada sea cada vez más democrático, mediante el microfundin y el crowdfunding, facilitando a la vez que llegar a la cultura sea más asequible. Patrocinio privado y público tienen en común el concepto de altruismo y por tanto no debería haber muchas diferencias cualitativas en el tipo de actividades, más allá de que el sector público dispone de capacidad normativa para defender la excepción cultural. Pero ambos deben dejar al mercado lo que el mercado puede rentabilizar y centrarse en aquellos sectores más minoritarios o de difícil monetización y garantizar la diversidad y pluralidad de la oferta cultural, así como la equidad en el acceso social y geográfico a la misma.

Los intereses de los patrocinadores privados empresariales pueden estar sesgados hacia acciones más proclives a una recuperación de la inversión en términos de reputación, visibilidad pública o como herramienta de segmentación de mercados. Entonces, al sector público le corresponde ejercer una monitorización del conjunto de actividades culturales para detectar aquellas áreas que quedan más desvalidas del apoyo privado e incentivar los flujos privados o co-invertir hacia ellas.

Un área de trabajo sería identificar aquellos sectores económicos que se benefician privadamente de una mayor actividad cultural del país, como el sector turístico (les trae clientela fuera de temporada y de mayor poder adquisitivo), y hacerles reflexionar sobre la importancia de que den un mayor apoyo a la cultura. Podría ser una inversión más rentable que subvencionar líneas aéreas low cost que nos traen turismo de otro tipo.

El edificio de la unión monetaria

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Public-Private Sector Research Center del IESE.

Este artículo fue publicado el 25 de agosto de 2013 en *La Vanguardia*.

Imagínense un edificio muy alto que tenga su centro de gravedad muy elevado. Puede ser un edificio imponente pero será inestable. Un movimiento o una perturbación pueden desestabilizarlo. Esta analogía mecánica representa el estado de la unión monetaria europea (UME). Sus fallos estructurales eran conocidos y fueron debatidos a finales de los años ochenta y principios de los noventa cuando se preparaba el tratado de Maastricht. A saber, no hay una unión fiscal, el presupuesto de la Unión Europea (UE) es muy bajo y está estancado en el 1% del PIB, no hay impuestos federales y no se establecieron las instituciones necesarias para preservar la estabilidad financiera. Además, la movilidad laboral está muy limitada por barreras culturales y lingüísticas. El contraste con Estados Unidos en todos estos elementos no puede ser mayor.

La disciplina fiscal debería haber estado garantizada por los límites establecidos al déficit y la deuda pública, junto con una cláusula de no rescate para los países que tuvieran problemas presupuestarios. Se esperaba que en este contexto los gobiernos serían responsables fiscalmente y los agentes sociales interiorizarían las implicaciones de pertenecer a una unión monetaria, en donde no se puede devaluar para recuperar la competitividad perdida. Esto requería profundas reformas en los países participantes para que sus economías fueran más flexibles y capaces de controlar desequilibrios. Durante un largo periodo hasta la crisis, los tipos de interés que los inversores requerían para financiar la deuda soberana de los países miembros, tan diferentes como Grecia y Alemania, convergieron. Al mismo tiempo, el crédito y los capitales fluyeron de norte a sur. El pacto para limitar los déficits públicos fue dinamitado por Francia y Alemania en el 2003, y el mismo presidente de la Comisión Europea, Romano Prodi, lo llegó a denominar “estúpido”. La magia del círculo virtuoso resultó ser un espejismo. Países como Alemania hicieron los deberes impulsando reformas para ganar competitividad, pero otros, no. España o Irlanda se aprovecharon de las extraordinarias condiciones crediticias, y de una política monetaria laxa desde su perspectiva, para hinchar inmensas burbujas inmobiliarias en lugar de invertir en capital humano y tecnológico para fortalecer su competitividad y reformar sus economías. La acumulación de deuda externa privada resultó ser el talón de Aquiles de esas economías cuando la afluencia de capitales se paró en seco debido a la crisis. El resultado fue una crisis de la deuda soberana y problemas generalizados en el sector bancario europeo. Grecia se comportó de manera irresponsable en el terreno fiscal y fue el primer miembro en ser ayudado en contradicción con la cláusula de no rescate. A partir de aquí se abrió un proceso tortuoso de rescates a otros países europeos.

¿Cómo se explica este diseño defectuoso de las instituciones de la UME?

La primera razón tradicionalmente aducida es que el proyecto de la moneda única ha sido un proyecto eminentemente político más que económico. Correspondería a la estrategia de algunos líderes europeos como Jacques Delors de impulsar la integración económica para forzar la unión política. Recordemos que en 1951 se constituye la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, con Francia, Alemania Occi-

dental, Italia y los países del Benelux. Robert Schuman, a la sazón ministro de Asuntos Exteriores francés, declaró que se trataba de que la guerra fuese “materialmente imposible”. El mercado común, la UE y la UME son herederos de este deseo de evitar la guerra entre Francia y Alemania. Hay que destacar al mismo tiempo que el origen político del euro es también esencial para entender su capacidad de resistencia teniendo en cuenta que se instauró sin la arquitectura institucional adecuada.

El proyecto de la moneda única tuvo también un componente económico muy importante para evitar los desequilibrios en los tipos de cambio y consolidar el mercado único en la UE. Sin embargo, se pensó equivocadamente, con el apoyo intelectual de un sector de economistas, que no podía haber problemas de balanza de pagos en una unión monetaria, tal como no existen en Estados Unidos. Se olvidó que en la UE no hay ni unión fiscal ni política. La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto los problemas de financiación de la balanza de pagos de los países periféricos, que han sido solventados con créditos del Banco Central Europeo (BCE). El mercado, con la anuencia del BCE, falló en disciplinar a los países al otorgar financiación barata indiscriminadamente. Finalmente, por razones políticas, se siguió el modelo del Bundesbank para el BCE, sin responsabilidad como prestamista en última instancia y supervisor del sistema financiero europeo.

Alguno de los errores de diseño, en relación con la supervisión financiera en particular, se está corrigiendo ahora, pero todavía faltan reformas fundamentales que bajen el centro de gravedad del imponente pero inestable edificio de la UME. En un próximo artículo las analizaremos, junto con las lecciones que extraer del proceso de formación de los Estados Unidos de América.



Av. Pearson, 21
08034 Barcelona
Tel.: +34 93 253 42 00

Camino del Cerro del Águila, 3
28023 Madrid
Tel.: +34 91 211 30 00

165 W. 57th Street
New York, NY 10019-2201
USA
Tel.: +1 646 346 8850

**DEVELOPING LEADERS
YOU CAN TRUST**
www.iese.edu