



JUANJO TORIBIO Y PEDRO VIDELA “ESPAÑA VIVE UN MOMENTO ESPLÉNDIDO, AUNQUE CON MUCHOS PEROS”

**“EL CRECIMIENTO NO ES SOLO SUSTANCIAL SINO EQUILIBRADO, PORQUE SE BASA EN LA INVERSIÓN Y LA EXPORTACIÓN”, ASEGURAN ESTOS DOS PROFESORES DEL IESE. “PERO NUESTRO NIVEL DE DEUDA NOS HACE MUY VULNERABLES A CUALQUIER SUBIDA DE TIPOS”.
POR MIGUEL ORS VILLAREJO. FOTOGRAFÍAS MÁXIMO GARCÍA**

EN EL AVIÓN QUE LO TRAÍA DE CHINA PEDRO Videla se ha enterado de la derrota del Atlético de Madrid en el derbi del Calderón y lo primero que hace nada más entrar en la cafetería del IESE es ir al encuentro de los seguidores rojiblancos y estrecharles afectuosamente la mano.

“Nos ha fallado el Cholo”, se lamenta mientras reparte condolencias. Videla no oculta su fervor por Diego Pablo Simeone, al que atribuye “un auténtico milagro”, aunque se refiere por lo visto a que un aficionado chileno como él admire a un entrenador argen- ▶

tino, no a que el Atlético vaya a ganar la Champions.

"El que se atreve hoy a hacer predicciones es que no tiene ni idea", abunda Juan José Toribio cuando se nos une, aunque se refiere por lo visto a la economía, no al fútbol. Toribio acaba de aterrizar a su vez de Londres, donde ha asistido a un congreso sobre las perspectivas del sector financiero, que ha encontrado manifiestamente oscuras. "Dios nos libre de vivir tiempos interesantes", comenta más adelante, durante la comida que celebramos con periodistas de otros medios.

Hasta Videla, que es el optimista (¿cómo si no se puede ser atlético?), adopta entonces un tono sombrío. "La salida de la crisis está siendo la más lenta de la historia de Estados Unidos", señala. "Un 14% de los americanos [43,5 millones] reciben ahora mismo ayuda para alimentos. Es un porcentaje enorme".

"¿Y por qué está siendo tan lenta la salida de la crisis?", inquiriere un colega.

"Hay varias teorías", responde. "El ex secretario del Tesoro Larry Summers dice que, a medida que los *baby boomers* se jubilan, gastan menos y esa caída de la de-

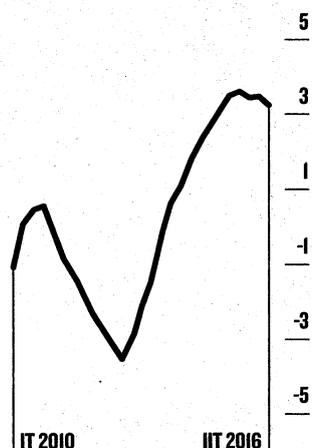
manda es estructural y no se remedia con rebajas de tipos. Una segunda explicación es la de Robert Gordon, un profesor de la Northwestern University que cree que la innovación actual, centrada en la comunicación y la tecnología de la información, no es tan fructífera como lo fueron la electricidad, el motor de combustión o el agua corriente: como escribió [el Nobel] Robert Solow, la era de los ordenadores está en todas partes, menos en las estadísticas de productividad... Por último, un tercer grupo de expertos considera que para combatir la recesión en Occidente nos he-

RADIOGRAFÍA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

UN CUADRO MÉDICO ENVIDIABLE...

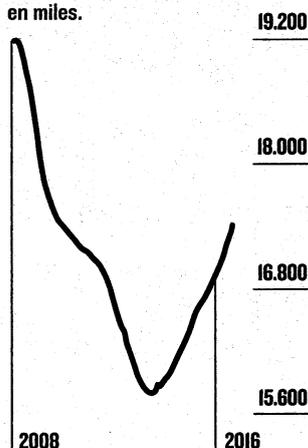
UN CRECIMIENTO VIGOROSO

Variación del PIB, en %.



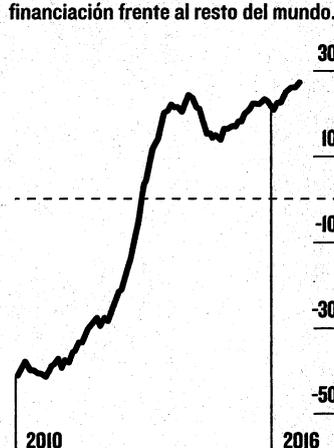
CON CREACIÓN DE EMPLEO

Afiliados a la Seguridad Social, en miles.



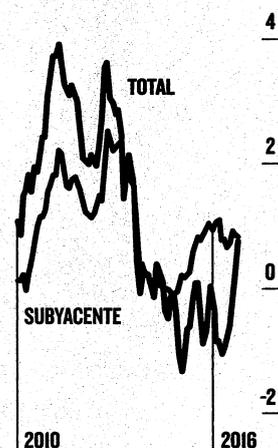
SUPERÁVIT POR CUENTA CORRIENTE

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación frente al resto del mundo.



SIN APENAS INFLACIÓN

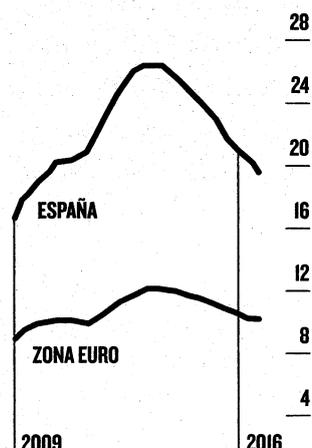
IPC total y subyacente, en %.



... AUNQUE NO EXENTO DE PROBLEMAS

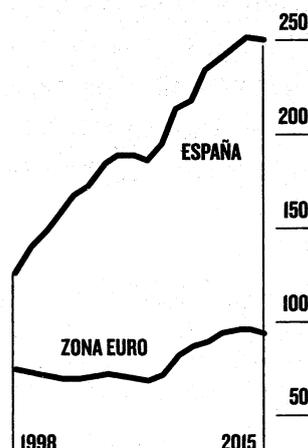
UNA TASA DE PARO EXCESIVA

Porcentaje de la población activa.



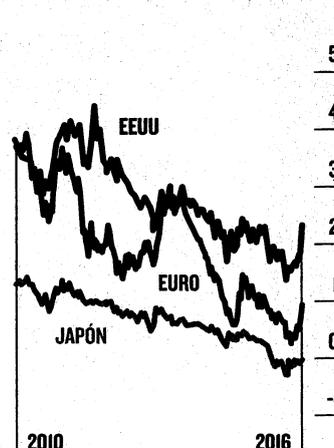
LA DEUDA FUERA DE CONTROL

Deuda pública en relación con el PIB.



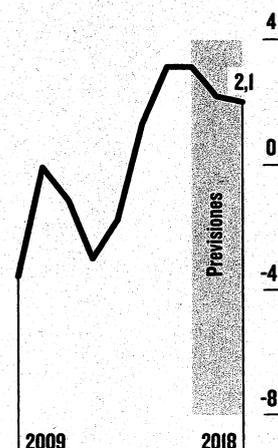
LOS TIPOS DE INTERÉS REPUNTANDO

Rentabilidad de los bonos a 10 años.



EL CRECIMIENTO PIERDE VIGOR

Variación del PIB en %.



Fuentes: Funcas, OCDE, Thomson Reuters.

mos cargado de deuda y, mientras no la limpiemos, no volveremos a consumir e invertir con la alegría de antes”.

“Mi impresión”, tercia Toribio, “es que probablemente los tres problemas se estén dando simultáneamente: el demográfico, el tecnológico y el de balance”.

“Hasta ahora”, prosigue Videla, “los bancos centrales nos habían ido llevando de burbuja en burbuja”, pero este progreso artificial no puede estirarse indefinidamente ni resolver el problema de fondo. “No queremos darnos cuenta de que una porción de la población occidental carece de cualificación para competir en la economía global, a no ser que equipare sus salarios a los de Kuala Lumpur, y eso no es políticamente viable”. Para que la recuperación cobre vigor hay que deshacerse de esos empleos ineficientes y “ya decía [Joseph] Schumpeter que la destrucción creadora funciona con dificultades en las sociedades democráticas”.

“La vida nunca ha sido fácil”, comenta con resignación Toribio.

“Todos queremos progreso, pero nadie quiere cambios”, remacha Videla.

LA PARADOJA ES QUE EL CUADRO QUE PRESENTA España no puede ser más favorable. “Este año”, dice Toribio, “vamos a crecer el 3% y para el que viene hay presupuestado un aumento del 2,5%, pero llegaremos al 3% probablemente. Se trata de un avance no solo sustancial sino equilibrado, porque se basa tanto en el consumo como en

la inversión y la exportación. Vamos a cerrar 2016 con superávit en la balanza de pagos, sin inflación y con una generación de empleo similar al incremento del PIB. Esto no nos había pasado nunca, España vive un momento espléndido... aunque con muchos peros”.

P. Vamos con esos peros.

J.J.T. En primer lugar, partimos de una tasa de empleo muy baja y de un nivel de paro muy alto, y esto no es socialmente satisfactorio. El Gobierno tiene además que cumplir unos objetivos de déficit exigentes. Debíamos haber acabado 2016 en el 2,8% del PIB, pero vamos a hacerlo en el 4,6% y Bruselas nos exige llegar hasta el 3,1% en 2017. Eso son unos 15.000 millones. A ver cómo nos las arreglamos... Otro frente abierto son las reformas estructurales. Lo ideal sería seguir adelante con ellas, pero tal y como está el panorama político, me conformo con que no haya marcha atrás. Y luego están las dudas sobre la continuidad del euro.

P.V. Los economistas estamos felices con la moneda única, porque limita el poder de los políticos, pero muchos líderes se están rebelando contra esta restricción.

J.J.T. No son los líderes, son los votantes. El euro no suscita tanta simpatía como antes.

P.V. Hemos adoptado la costumbre de atribuirle todos los destrozos. En Italia la productividad lleva lustros estancada y la Liga Norte dice que es culpa de la moneda única, aunque no tiene nada que ver. Gre-

cia ha sufrido una caída del PIB del 27%, superior a la de la Gran Depresión y similar a la que siguió al colapso de la Unión Soviética y, cuando ha querido aliviar el sufrimiento de la sociedad, se ha encontrado atada de pies y manos: no puede devaluar, no puede gastar...

P. No le queda otro remedio que mejorar su productividad...

P.V....que es un modo elegante de decirle a la gente que debe cobrar menos por el mismo trabajo o trabajar más por el mismo salario. Ningún partido quiere abanderar ese programa.

P. ¿Y qué sucederá si no se hace nada?

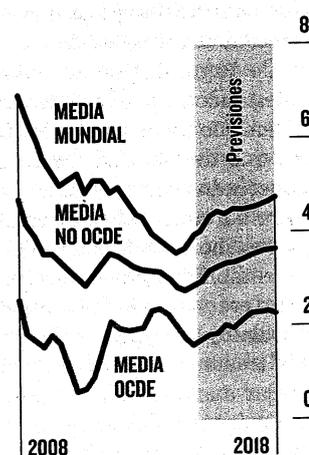
P.V. Si queremos compartir moneda, necesitamos mercados flexibles. La reunificación alemana estaba muy mal diseñada, pero tenía al menos detrás una fuerte voluntad. La arquitectura del euro es igual de deficiente y no veo detrás la misma voluntad. El editorialista del *Financial Times* Martin Wolfe me decía el otro día: “Pedro, mis hijos ya no creen en este sistema”.

J.J.T. Pero tampoco nos queda otra opción. El euro no es un invento de cuatro burócratas. Cuando [en 1971] se hundió Bretton Woods no había modo de avanzar en la construcción del mercado único y se fueron arbitrando distintos arreglos: la serpiente monetaria, el Sistema Monetario Europeo y, finalmente, el euro. Sin él no hay Unión.

P.V. Por supuesto, pero si renuncias a la política monetaria, tendrás que ▶

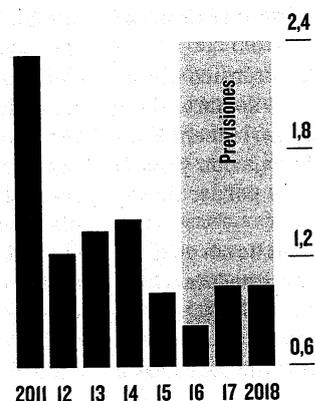
RADIOGRAFÍA DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

LA RECUPERACIÓN ES UN HECHO
Variación del PIB mundial, en %.



Fuente: OECD Economic Outlook.

PERO EL COMERCIO INTERNACIONAL ESTÁ EN MÍNIMOS Crecimiento del comercio mundial en relación con el aumento de la economía mundial.



Y EL CRECIMIENTO ES MUCHO MENOS VIGOROSO QUE EN EPISODIOS PREVIOS Evolución de la inversión y el consumo. Pico antes de la recesión=100.

Años tras el pico de consumo	Consumo (Media)	Consumo (Desde 2000)	Inversión (Media)	Inversión (Desde 2000)
t	100	100	100	100
t+10	130	110	120	105

habilitar algún mecanismo alternativo. Juanjo [me dice señalando a Toribio] tuvo la fortuna de estudiar en la Universidad de Chicago y allí, en la cuarta planta, cuando salías del ascensor, te encontrabas con dos despachos: el de Milton Friedman y el de Robert Mundell. Y Friedman decía siempre: "No le hagan ni caso al señor de la puerta de al lado. El dinero es una variable nominal, en el largo plazo no importa, no te hace más rico ni más feliz. Pero es relevante en los ajustes". Cuando en España había pesetas y Alemania reducía su demanda de artículos españoles, la moneda automáticamente se depreciaba, lo que volvía a hacer atractivos nuestros artículos para los alemanes. Pero cuando ahora reducen su demanda, no se produce esa depreciación y, si queremos convencerles de que nos sigan comprando, debemos bajar nuestros costes. Y en una economía de servicios y turismo esos costes son esencialmente laborales. Por eso decía Friedman: "No escuchan a ese señor".

J.J.T. En Chile el problema que tuvieron es que primero fue Friedman y les puso la casa en orden y luego apareció Mundell y los convenció para que organizaran un *currency board* [una institución que velaba por el mantenimiento de la paridad con el dólar] y llegó la década perdida.

P. El euro ha sido entonces un error...

J.J.T. No, siempre que haya flexibilidad de precios y de salarios y se establezcan transferencias para las regiones deprimidas. Eso no es lo que sucede ahora. Así y todo, el euro ha tenido enormes ventajas. Ha facilitado el comercio, ha atraído grandes flujos de capitales y, sobre todo, ha acabado con la inflación. De eso ya no nos acordamos.

P.V. El BCE ha arrebatado a las autoridades la posibilidad de gravarnos con el más regresivo de todos los impuestos, porque la inflación perjudica particularmente a los más humildes y a los más débiles.

P. Pero era tan sencillo, ¿no? Cada vez que había que financiar un imprevisto, bastaba con darle a la máquina de imprimir billetes.

P.V. O con devaluar. Hoy no existe esa posibilidad y por eso el señor [Cristóbal] Montoro es tan impopular, porque debe explicar claramente cómo pretende alcanzar sus objetivos. Y si no le basta con el IVA, debe subir sociedades o el IRPF...

Antes el ministro de Hacienda no necesitaba hacer explícito cómo pensaba cuadrar las cuentas.

P. Y ya que estamos con Montoro, ¿cómo ven el ajuste presupuestario?

J.J.T. Mal, porque está aumentando ingresos, no recortando gastos.

P. En relación con el PIB España tiene un gasto público inferior a la media de la zona euro [43,9% frente a 49%].

J.J.T. Seguro, pero no sé si Europa es la referencia adecuada. Este año va a crecer el 1,7% y el que viene el 1,9%. Está prácticamente estancada, y una de las razones es su altísima fiscalidad. Debería ser Europa la que convergiera hacia nosotros, no al revés... Pero estábamos hablando del ajuste y de que el Gobierno pretende acometerlo subiendo los impuestos. ¿Y cuál de ellos ha elegido? ¡Sociedades! ¿Cómo es posible? ¿Es que nadie se ha dado cuenta de por qué crecen tanto Irlanda y Dinamarca? En el Foro de Davos realizan todos los años una encuesta entre los asistentes y, cuando se les pregunta cuál piensa usted que es la mayor pega para hacer negocios en España, no responden: la ley concursal, los horarios comerciales o la indefensión del accionista minoritario. No. Se quejan de que los impuestos son altos.

P.V. Resulta paradójico, porque al mismo tiempo la Hacienda española es de las que menos recauda de la UE [el 34,6% del PIB frente a una media del 40%]. Muchos políticos deducen de ello que hay que subir aún más los tipos marginales máximos, pero ya se encuentran entre los más elevados [somos los terceros en el IRPF y los sextos en Sociedades]. El problema es justamente ese: que son tan altos que desincentivan la inversión y estimulan la evasión.

P. Las cotizaciones sociales son muy altas también.

J.J.T. Lo que supone un auténtico disparate en un país con un 18% de paro. No se le ocurre más que al que asó la manteca... Tendría mucho sentido bajarlas y subir dos puntos el IVA para no perder recaudación.

P. Es lo que muchos expertos llevan diciendo que hay que hacer desde que estalló la crisis.

J.J.T. Pero nadie lo hace.

P. Luis Garicano [el responsable económico de Ciudadanos] quiere acabar con las deducciones de Sociedades.

J.J.T. Ahí creo que coincidimos todos.

P. Pero eso se traduciría en una subida efectiva del impuesto.

J.J.T. No, si al mismo tiempo se baja el tipo máximo.

P.V. Las exenciones perjudican a las pymes, que no disponen de departamentos jurídicos para aprovecharse de ellas. Únicamente sirven para que las empresas grandes contraten abogados hábiles y se apropien de un trozo mayor de la riqueza nacional, pero sin que la tarta total aumente. Son un derroche de tiempo y dinero.

AUNQUE LA FALTA DE UN GOBIERNO RESPALDADO

por una mayoría sólida es una fuente importante de inquietud, las peores incertidumbres para la economía española proceden del exterior. "Tenemos una deuda sustancial", dice Videla, "y si tomas cualquier otro nivel de tipos que no sea el que artificialmente ha establecido Mario Draghi, es difícil ver cómo va a pagarse. Y los tipos tienen que subir en algún momento".

"La presión de los sindicatos alemanes es tremenda", tercia Toribio. "Tienen sus pensiones metidas en renta fija y ven cómo los tipos negativos se las comen".

"Y no son solo los sindicatos alemanes", abunda Videla. "Toda Europa central y del norte se queja de que este señor está quemando sus ahorros".

P. O sea, que los tipos van a subir sí o sí.

J.J.T. En el otro lado del Atlántico, la Reserva Federal tenía programado hacerlo antes de fin de año. No sé si lo hará finalmente en diciembre, pero si no, será en marzo. Donald Trump está además de acuerdo, igual que los republicanos, que dominan las dos cámaras.

P. Nadie sabe exactamente el impacto que va a tener esa decisión en los países emergentes, pero todos coinciden en que no va a ser agradable.

P.V. El Banco de Pagos Internacionales lleva tiempo alertando de que la deuda en dólares del sistema no financiero asciende a 10 billones y que, de ese total, unos 3,5 pertenecen a mercados emergentes. En la época del dinero barato, muchos inversores se llevaron sus ahorros a Brasil o la India, porque la rentabilidad que se les ofrecía en Occidente era nula o incluso negativa, pero en cuanto los tipos se den la vuelta querrán traerse de nuevo sus fondos y van a dejar una situación complicada detrás. Janet Yellen es muy consciente de ello. En sus discursos emplea a menudo expresiones como *global, China,*

deuda en dólares... Entiende que la Fed es el banco central del planeta, pero Trump no comparte esa percepción. Él es un empresario inmobiliario y eso se nota en su programa: va a construir un muro, va a mejorar las infraestructuras... Tiene un martillo y todo lo ve con forma de clavo. Tras su elección, el bono a 10 años saltó del 1,2% al 2,02%. La curva de tipos se está empujando y la Fed no va a tener más remedio que seguir al mercado.

J.J.T. Trump no siempre dice disparates, pero en algunos ámbitos va muy mal encaminado. Por ejemplo, no estoy nada de acuerdo con el proteccionismo.

P. ¿Puede hacer efectivas todas sus amenazas?

P.V. El Pacto Transatlántico con Europa y el Transpacífico ya están muertos, pero tirar abajo el Nafta [el Tratado de Libre Comercio de América del Norte] le va a costar más, porque la industria del motor se le echará encima.

J.J.T. El perjuicio al libre comercio trasciende además la mera cancelación de acuerdos, porque genera una cultura aislacionista que al final lo penetra todo. Pasó algo parecido con Barack Obama y las transferencias sociales.

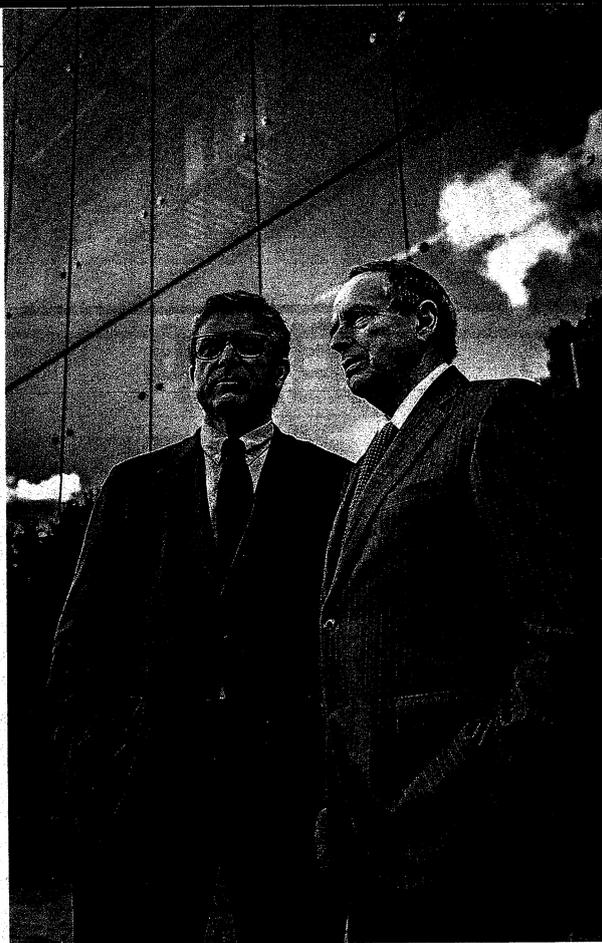
P.V. Lo que por el contrario sí me parece un acierto es el plan de infraestructuras. Estados Unidos necesita mejorar su red de autopistas y sus puentes.

J.J.T. A mí también me gusta la rebaja tributaria que ha prometido.

P.V. Hay cierto parecido entre Trump y Ronald Reagan. Ambos plantean, por un lado, una expansión fiscal, que en los 80 consistió en el programa de defensa de la Guerra de las Galaxias y que ahora va a centrarse en la obra civil, y por otro lado, una reducción del impuesto de Sociedades, que es hoy el más alto del mundo después del francés y explica por qué Burger King se ha hecho canadiense y las farmacéuticas irlandesas.

P. Estímulo fiscal y rebaja de impuestos, o sea, más gasto y menos ingresos. ¿Saldrán los números?

P.V. El primer mandato de Reagan se cerró con el mayor aumento de deuda de la historia de Estados Unidos en tiempos de paz. Para financiarla, hubo que subir los tipos, el dólar se disparó... Si esto se repi-



tierra, el BCE se vería obligado a endurecer su política monetaria y España sufriría.

LA LLEGADA DE TRUMP NO AGOTA EL INVENTARIO DE RIESGOS. Sin salir de Europa, tenemos el brexit. "Va a ser un proceso lento", sostiene Toribio. "La premier Theresa May ha anunciado que invocará el artículo 50 del Tratado de Lisboa en marzo, pero el diálogo serio no empezará hasta que se celebren las elecciones alemanas, a finales del verano que viene".

"Para Londres hay una línea roja", señala Videla: "el movimiento de personas. Entre abril de 2014 y marzo de 2015, el Reino Unido recibió 330.000 inmigrantes. Eso es una ciudad como Newcastle todos los años. Es una ingenuidad pretender que la gente cuyos salarios se ven deprimidos por esta competencia entienda las bondades del libre mercado. Hay que encontrar algún arreglo".

P. ¿Se cambiará algo para que todo siga igual?

J.J.T. Pueden pasar muchas cosas, pero, si somos sensatos, lo normal es que la relación se toque lo menos posible. Se mantendrá la unión aduanera, Europa pedirá a Londres que siga contribuyendo al presupuesto de la UE, como hacen Suiza y Noruega, y poco más.

P.V. Los alemanes tienen un superávit comercial enorme con el Reino Unido y estarán interesados en no perder esa clientela: esa es la gran baza de Londres. El punto débil es que quiere mantener el centro financiero de la City. A partir de ahí, todo va a negociarse.

P. Fuera del Viejo Continente hay otros frentes abiertos. China, por ejemplo. ¿Qué está pasando allí?

P.V. Hace tres años Pekín parecía dispuesto a acabar con el crecimiento basado en la inversión. Era insostenible, decía, y empezó a enviar señales claras de que iban en serio. Recuerdo que yo daba clases allí y, de la noche a la mañana, me desapareció un tercio de los alumnos. Les dije: "¿Tan mal lo estoy haciendo?", pero me explicaron que eran funcionarios y que se habían acabado sus privilegios: los Audi, las casas, los másteres. A partir de ahora todos los chinos iban a ser iguales... Esta caída

del gasto público se trasladó, sin embargo, a la economía general con más intensidad de lo previsto. La construcción se hundió, lo mismo que el gasto de los hogares. El Gobierno se asustó, recogió velas y ahora el crédito crece a tasas del 80%, los pisos han vuelto a dispararse y la inversión, que se había desplomado al 10% del PIB, ha remontado hasta el 25%.

J.J.T. Pero eso no puede durar, tienen un exceso de capacidad instalada.

P.V. Y la situación de los bancos es muy delicada. La tasa de préstamos dudosos [aquellos cuya devolución sufre retrasos de 90 días o más] es del 40%, igual que en Italia... El Partido Comunista es consciente de que los avances de dos dígitos son cosa del pasado y no habla de crecimiento, sino de crecimiento sostenible. Quiere estabilizarlo en el 5%.

P. Es el famoso aterrizaje suave, que nunca es suave...

P.V. Han modificado algo la composición de su economía. Los servicios ya aportan el 50% del PIB. Pero el resto del ajuste no sabemos cómo va a ir. Hasta ahora pensábamos que lo controlaban todo e iban a evitar una caída brusca. Pero hace dos veranos fueron incapaces de levantar la bolsa y han surgido dudas.