MARAVILLAS DELGADO

Si éramos tan malos, ¿cómo crecemos tanto?

Por ANTÓN COSTAS

Volvamos la vista atrás. Concretamente a 2010. La economía española comenzaba a salir de la primera recesión provocada por la crisis financiera internacional de 2008. Pero, de pronto, la implosión del déficit público y la crisis de la deuda lo cambiaron todo. A esos desequilibrios, derivados de la crisis, se sumaban los que venían de la etapa de euforia: el fuerte déficit comercial y el elevado endeudamiento del sector privado.

Esos desequilibrios dieron lugar a la visión de España como "el enfermo de Europa". Desde fuera sólo se veía despilfarro, exceso de gastos, falta de espíritu de trabajo, rigideces estructurales y carencias de productividad. "Se acabó la fiesta", tituló en portada el influyente *The Economist* utilizando esa imagen de prodigalidad. Siguiendo una tendencia habitual en la profesión, los economistas españoles se sumaron a esa visión derrotista: sólo veían disfunciones. De pronto, todo parecía funcionar mal en España.

De acuerdo con ese diagnóstico, la crisis era nacional, no europea. La Comisión Europea y el BCE impusieron a los Gobiernos españoles fuertes recortes de gastos sociales (la austeridad) y la deflación de salarios. Los efectos fueron dramáticos. La economía entró en una profunda y larga recesión. El empleo se desplomó, afectando más a los hogares de menores ingresos. La desigualdad y la pobreza crecieron como en ningún otro país. Pero parecía inevitable, dada esa visión derrotista. La autoestima quedó por los suelos.

Vengamos ahora a la actualidad. Desde 2015, la economía española crece a ritmos cercanos al 3%, por encima del de las demás economías de la eurozona. La pregunta es obligada. Si éramos tan malos, ¿por qué ahora crecemos tanto?

Como nos hemos autoflagelado excesivamente, ahora no nos explicamos por qué crecemos tanto. No hay misterio. Sencillamente, no era cierto que todo hubiese sido una fiesta. Gran parte del endeudamiento empresarial fue para modernizar las empresas y financiar la internacionalización. Una buena parte del endeudamiento familiar fue a la compra de activos inmobiliarios, no a gastos suntuarios. Aunque hubo despilfarro y corrupción, las infraestructuras públicas se construyeron. Esos activos contenían una productividad durmiente bloqueada por la recesión.

Como "nunca choveu que non parara", como dicen en Galicia, tarde o temprano toda recesión toca fondo y la economía rebota. La española lo hizo en la segunda mitad de 2014. No fue el "rebote del gato muerto", inercial y de corto recorrido, sino un rebote sostenido por tres efectos.

En primer lugar, el efecto inversión. Como los precios de los activos cayeron en exceso, ahora hay oportunidades que tiran de la inversión, especialmente extranjera. En segundo lugar, el efecto riqueza de las familias. Como más del 80% de las viviendas de primera residencia son de propiedad y están deshipotecadas, a medida que los precios inmobiliarios se recuperan y el empleo aumenta, las familias se sienten más ricas y tiran del consumo. En tercer lugar, el efecto competitividad. El tejido de empresas medianas y grandes españolas es mejor de lo que se cree. El buen funcionamiento de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos no es un milagro, ni tampoco el efecto de la deflación de salarios. Es que hay cosas buenas en nuestra economía. Pero como antes perdimos la autoestima, ahora nos cuesta verlo.

HAY COSAS BUENAS EN NUESTRA ECONOMÍA, PERO PERDIMOS LA AUTOESTIMA Y AHORA NOS CUESTA VERLAS

Y ¿ahora qué? Hay que mantener el crecimiento. En parte depende de nosotros. No se trata de reformarlo todo. Reformas muy pocas y muy bien pensadas, que no produzcan más desigualdad. Lo esencial es restaurar el pegamento social dañado por los recortes del gasto social y la deflación de salarios. El contrato social. Es un factor esencial, aunque poco valorado por los economistas.

Pero, en su mayor parte, la responsabilidad es europea. Se acabó el desconcierto. Ahora sabemos que la crisis de 2010 fue una crisis del euro, no una crisis española, irlandesa, griega o portuguesa. Estas economías sufrieron más porque el euro fue una camisa de fuerza. Impidió el ajuste a través del tipo de cambio, que era el camino natural, y forzó la deflación de salarios. Otros países de la eurozona sin desequilibrios financieros, como Finlandia, también experimentaron esos efectos. De hecho, la eurozona es la única región económica del mundo que en 2011 volvió a la recesión. A otros países de la UE pero no del euro les ha ido mejor. Singularmente a Reino Unido. De ahí que los partidarios del *Brexit* piensen que si les fue mejor sin el euro, a lo mejor también les va mejor sin la UE.

Necesitamos una nueva visión de las causas de los problemas de la eurozona y nuevas políticas. Pero dentro de las instituciones europeas el único que parece ser consciente es Mario Draghi, el presidente del BCE. Esta semana ha dado un paso más en su visión heterodoxa al defender la necesidad de un aumento de salarios en Europa. Pero la Comisión Europea sigue con la vieja letanía de que los problemas son nacionales. Tardarán en cambiar. Pero nosotros ahora tenemos motivos para recuperar la autoestima. No éramos antes tan malos como se dijo. De ahí que ahora crezcamos más.

Deutsche Bank, en duda

Por ÁNGEL BERGES Y FERNANDO ROJAS

El mayor banco de Alemania, y uno de los mayores de Europa por activos, ha desplazado en las últimas semanas a sus homólogos italianos y portugueses de la primera línea en cuanto a dudas sobre su equilibrio financiero y sostenibilidad de su modelo de negocio. Sus acciones acumulan un descenso del 50% en lo que va de año, y los *CoCos* (instrumentos de deuda convertibles en acciones en caso de insuficiencia de capital), de un 20%, habiéndose acelerado especialmente la caída en ambos en la última semana.

El detonante de esa aceleración fue la apertura de un expediente sancionador en Estados Unidos por malas prácticas en el aseguramiento y colocación de titulizaciones entre 2005 y 2007. La multa solicitada se eleva a 14.000 millones, cifra cuya concreción final probablemente será menor, como ocurrió con otros bancos que han pasado por un proceso similar.

Pero más allá de esa sanción, y de si finalmente es mayor o menor que los 5.000 millones que el banco provisionó en 2015 en anticipación de la misma, las dudas sobre Deutsche Bank (DB) afectan más a su modelo de negocio y estructura financiera, que lo convierten en un claro *outlier* (valor atípico), catalogado como el banco con mayor riesgo del mundo.

Con unos activos totales de 1,85 billones de euros (es decir, un 50% mayores que los del primer banco español), cuenta con unos recursos propios de primera categoría (CET1) de unos 56.000 millones (poco más de la mitad que el primer banco español), lo que representa una ratio que apenas supera el 3%. Sin embargo, su ratio de solvencia CET1 alcanza niveles en torno al 11%, como consecuencia de unos muy reducidos activos ponderados por riesgo (APR), unos 400.000 millones, es decir, poco más del 20% sobre los activos totales.

Esa ratio, conocida como densidad de los APR o perfil de riesgo, es en el caso de DB el más reducido entre los bancos sistémicos de la eurozona, y frecuentemente es utilizado como argumento crítico en cuanto a la fiabilidad de los modelos internos (IRB) para medir el verdadero perfil de riesgo de las entidades.

Sin menoscabo de esas dudas sobre los APR, lo cierto es que la estructura financiera de DB aparece como muy débil, no sólo para afrontar un escenario de sanción como el que le está amenazando, sino cualquier mínima necesidad de saneamiento sobre unos activos totales que multiplican casi por 40 a sus recursos propios de primera categoría.

A esa débil estructura financiera se une también una muy exigua capacidad de generar margen, incluso antes de considerar saneamientos, con unos gastos de explotación que absorben el 90% de los ingresos brutos. Esa reducida capacidad de generación de margen con que reponer unos recursos propios claramente infradotados es lo que provoca que la valoración del banco apenas alcance la cuarta parte de su valor contable, haciendo prácticamente imposible una apelación al mercado de valores, siendo esa la razón por la que surge el debate sobre una capitalización con fondos públicos.

Ángel Berges y Fernando Rojas son profesores de AFI-Escuela de Finanzas.