

Opinión

Mi carta a los Reyes Magos



Joaquín Maudos

Ahora que se acerca la Navidad y es periodo de buenos deseos, voy a escribir mi carta a los Reyes Magos. No voy a pedir nada personal para mí, sino para la economía española, pensando sobre todo en las generaciones futuras. Los problemas estructurales son muchos, por lo que me tengo que conformar con pedir unos pocos regalos. Soy consciente de que son caros de conseguir, pero que beneficiarían a miles de españoles.

Un indicador que muestra de forma sintética los problemas de competitividad de nuestra economía es la deuda externa neta acumulada y que da lugar a una enorme y negativa posición neta de inversión internacional de 978.000 millones de euros, equivalentes al 82% del PIB. Es una pesada carga que hipoteca a las generaciones presentes y futuras y que implica que cada español deba al resto del mundo 20.960 euros. Son necesarios muchos de años de superávit externos para que podamos reducir esa deuda neta por debajo del 35% del PIB, que es el nivel a partir del cual se considera que hay un desequilibrio macroeconómico. Para conseguir esos superávits hay que ganar competitividad frente a nuestros competidores, lo que exige incrementar la productividad.

La llamada PTF (productividad total de los factores) solo ha crecido un 4% desde 1995, frente a un 11% en la eurozona. Los economistas sabe-

mos muy bien lo que hay detrás de la PTF: esfuerzo inversor en I+D+i, inversión en capital humano, mejora de las infraestructuras, etc. Y en estas fuentes del crecimiento de la productividad, salimos muy mal parados en comparación con las economías desarrolladas: nuestra ratio I+D/PIB es un 45% inferior a la de la eurozona (1,20% vs. 2,17%); el gasto público en educación por habitante es un 29% inferior; y el capital público por habitante un 5,2% inferior. Mi deseo es por tanto que protejamos el esfuerzo innovador y el gasto en educación de los vaivenes del ciclo económico si no queremos seguir siendo un 14% más pobres que nuestros socios comunitarios (en 2005 éramos "solo" un 7,6% más pobres).

Además de que la deuda neta con el resto del mundo es elevada, también es elevado el endeudamiento total. El sector privado ha hecho sus

deberes corrigiendo los excesos del pasado (la ratio deuda/PIB ha caído 66 puntos desde 2010), pero las Administraciones Públicas siguen acumulando deuda hasta llegar al 98,3% (25.158 euros por habitante). Desgraciadamente se han desaprovechado los años recientes de recuperación para realizar un mayor esfuerzo en la reducción del déficit. Mi deseo es que la necesaria reforma fiscal se ponga en marcha para aumentar el peso de los ingresos públicos en el PIB, ya que es incompatible con el deseado estado del bienestar.

Íntimamente relacionado con los problemas de sostenibilidad del endeudamiento público es nuestro sistema público de pensiones sobre el que hay consenso de que tiene graves problemas de viabilidad, pero que sin embargo, se toman medidas que van en la dirección equivocada (como congelar la aplicación del

factor de sostenibilidad). Con un déficit anual de 17.000 millones de euros, y tras haber utilizado de la hucha de las pensiones 55.000 millones de euros desde 2012, el fondo de reserva ha caído a 8.095 millones. Vivimos más (magnífica noticia), la tasa de nacimiento está en mínimos (pésima noticia), por lo que hay que elevar la edad de jubilación y reducir la tasa de sustitución (la más altas de la UE). Mi petición se dirige a los políticos para que no se salten a la torera las recomendaciones del Pacto de Toledo, como se ha hecho recientemente haciendo el sistema aún más inviable.

Otro de los graves problemas que tenemos es la elevada tasa de paro estructural, la que los economistas denominamos NAIRU (siglas en inglés de tasa de paro no aceleradora de inflación). El Banco de España le estimó en un valor cercano al 16% en

2016. Ahora mismo la tasa de paro es del 14,55%, por lo que según esa estimación, estamos ya en una tasa "natural" (lamentable que sea natural semejante tasa) de equilibrio de largo plazo. Para reducir esa tasa, hay que ir más allá en la reforma laboral, reduciendo la elevada temporalidad del empleo (y las diferencias en costes de despido entre la dualidad fijo-temporal) y apostando más decididamente por políticas activas de empleo. También hay que incentivar la movilidad geográfica de los trabajadores que ayudaría a reducir las enormes diferencias en tasas de paro por regiones (7,2% en Balears vs. 22,9% en Andalucía).

No quiero abusar de los regalos, pero no quiero olvidarme de uno muy importante que es reducir la desigualdad. La desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza ha aumentado en los últimos años, lo que implica que la crisis se ha cebado con unos más que con otros. La tasa de riesgo de pobreza es 4,5 puntos superior a la de la eurozona. El principal determinante de la desigualdad es el desempleo, lo que refuerza la necesidad de reducir la tasa de paro. Es importante que todo el mundo tenga las mismas oportunidades para acceder al empleo, y ahí el sistema educativo tiene un gran papel que cumplir. Por tanto, acoto mi petición a que nadie se quede fuera del sistema educativo por no tener ingresos y secundo la petición de la AIREF de que se diseñen políticas presupuestarias que contribuyan a una mejor redistribución de la renta.

Catedrático en la Universidad de Valencia, director adjunto de Ivie y colaborador en Cunef



Empezamos 2019 en mínimos



Nicolás Fernández Picón

En su reunión de esta semana, la Reserva Federal estadounidense aumentó, como se esperaba, los tipos de interés en 25 puntos básicos, hasta la horquilla 2,25%-2,50%, justificando el movimiento en el sólido escenario macro. Por otro lado, queriendo dar un mensaje menos agresivo y más pausado en la senda de tipos a futuro (*dovish*), la Fed rebajó su previsión de subidas hasta dos veces en 2019 (frente a tres anterior) y una vez en 2020 (frente a dos veces anterior), así como el tipo de interés neutral de largo plazo hasta el 2,8% desde el 3,0% anterior. A pesar de ello, y de la revisión a la baja en el PIB de 2019, el mercado considera que la Fed sigue siendo muy optimista con el escenario macro en general.

En este sentido, la Fed sigue viendo los riesgos de crecimiento e infla-

ción muy equilibrados, y aunque reconoció menor dinamismo de la inversión, destacó la solidez de la actividad económica apoyada en la fortaleza del mercado laboral y el consumo. Las nuevas previsiones de la entidad revisan testimonialmente a la baja el PIB del cuarto trimestre del 2019, dejándolo relativamente intacto para el período 2020-2021 y revisando al alza el crecimiento a largo plazo hasta el 1,9% desde el 1,8% anterior. Por otro lado, la estimación de inflación de 2019 se revisó a la baja hasta el 1,9% desde el 2% anterior. El objetivo de la institución a largo plazo sigue sin cambios en el 2%.

Las subidas de tipos anticipadas por la Fed de cara a 2019, a pesar de la rebaja en sus previsiones, junto con la reducción del tipo neutral a largo plazo, propiciarán una huida de los activos de riesgo y un fuerte aplanamiento de la pendiente de la deuda a 10-2 años (diferencial entre ambos) hasta los 10 puntos básicos. En este sentido, es previsible que la pendiente de tipos prosiga aplanándose en los próximos meses hasta in-

vertirse en 2019. Esto implicaría que entraríamos en niveles negativos, lo que no es otra cosa que el reflejo de las dudas sobre el crecimiento para 2019 y 2020. El mercado continúa sin creerse las previsiones de la Fed y los futuros de los Fed Fund (el mercado) ya casi no descuentan subidas para 2019 y empiezan a descontar recortes para 2020 frente a las indicaciones de la entidad, comentadas antes, de hasta tres subidas en dicho período. El bono a 10 años estadounidense, en el 2,76%, se sitúa ya por debajo del tipo neutral a largo plazo de la Fed comentado y no existen argumentos a corto plazo para que abandone dicho nivel.

En este contexto, las dudas siguen instaladas en el mercado. Tampoco parece que pueda haber muchos cambios a mejor después de la tregua en la guerra comercial entre Es-

Las dudas siguen instaladas en el mercado pese a la tregua entre EEUU y China

tados Unidos y China, de la que el mercado no se fía, y sobre lo que sigue pendiente del posible encuentro entre ambos países a nivel ministerial para tratar el comercio bilateral con el fin de llegar a un acuerdo antes de marzo. La reunión de la OPEP, con el acuerdo de recortar producción, tampoco ha servido para estabilizar los precios del petróleo. Y la revisión del objetivo de déficit de Italia, que al menos ha servido para frenar la posible sanción de la UE, apenas se ha descontado positivamente por el resto de dudas. En este contexto, a la espera de los próximos datos macro y de la celebración en Reino Unido de la votación del acuerdo para el Brexit alcanzado por May con la UE el 14 de enero, los índices bursátiles están ya descontando escenarios muy negativos.

Posiciones defensivas

Tras las fuertes y rápidas caídas, y a pesar de las dudas sobre el crecimiento y los bancos centrales, sería razonable ver un rebote que, de darse, aprovecharíamos para seguir in-

crementando las posiciones defensivas. La cuestión no es si hay que comprar o no, sino que comprar.

Seguimos neutrales entre emergentes y desarrollados. Entre estos, mantenemos Japón y Suiza en sobreponderar, al tiempo que EEUU sigue en neutral, como el Ibex 35 y el CAC francés dentro de Europa. Por estilos, mantenemos nuestra preferencia por defensivos como telecom, *utilities* y farma (con valores como Iberdrola, Essilor o Telefónica) y cíclicos muy castigados (como ACS, Daimler, CaixaBank) y valores demasiado castigados por las dudas comerciales y de consumo (LVMH, Inditex). También para crédito mantenemos el sesgo defensivo en 2019, con estrategias de duración corta en Europa y algo más larga en Estados Unidos. Reduciríamos peso en activos de renta fija tradicionales (soberano y crédito) e incrementaríamos en activos alternativos, tramos cortos, flotantes y deuda junior financiera con *call* cercana.

Director de análisis en Banco Sabadell