

## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 72 junio 2015

Dr. Jens Weidmann - Presidente del Banco Federal Alemán

### ¿SE ACABÓ EL AHORRAR?<sup>1</sup>

El Presidente del Bundesbank, Dr. Weidmann presenta en esta excelente conferencia que pronunció el día 28 de Abril de 2015 en el Forum Político del Ruhr un interesante análisis del papel del Ahorro en las circunstancias actuales de una Política de bajos tipos de intereses y su rol en el desarrollo societario y económico. En particular su repercusión en la Eurozona y sus consecuencias tanto en la Política Monetaria como Fiscal. Estamos ante el “¿se acabó el ahorro?”, pero más bien esta evidencia no se ratifica. Son otras las alternativas las que se deben recorrer para consolidar tanto las Reformas que garanticen el desarrollo económico, dedicando una referencia relevante sobre el papel de Alemania y sus Políticas.

#### 1.- Presentación.

Les agradezco mucho la invitación al Forum Político del Ruhr y me alegra que este Foro haya despertado un interés tan grande.

Mervyn King, el anterior Gobernador del Banco de Inglaterra, dijo en cierta ocasión al comenzar un discurso que hay pocos hombres más valientes que los que –y aún más a última hora de la tarde- escuchan la conferencia de un Banquero de un Banco Central. Y en el día de hoy yo podría añadir: tanto más cuanto esta noche se puede ver en la televisión un partido de fútbol que se anuncia muy emocionante.

El que Vds. hoy me den preferencia sobre el partido de copa del Bayer contra el Dortmund se ha de atribuir quizás al agravamiento de la crisis reciente. Los Banqueros de los Bancos Centrales se convierten, en tiempos de crisis, les guste o no, en el foco de atención.

Las referencias a los Bancos Centrales se prodigan más y más en los titulares de los diarios; después de la decisión de Política Monetaria en enero las emisoras de televisión alemanas hasta han incluido espacios especiales en sus programaciones.

Por favor, no piensen que esto me alegra. Esta evolución me preocupa pues, en último término, es también expresión de una ampliación del mandato del Banco Central, de una creciente politización de la Política Monetaria y de expectativas crecientes que amenazan con exigir demasiado a la Política Monetaria.

Esta grave mirada al trabajo de los Bancos Centrales exige que se explique aún mejor la Política Monetaria. Esto es lo que intento hacer en conferencias como la de hoy, pero también en entrevistas.

El año pasado fui entrevistado entre otros por el *Bild-Zeitung*. Lo curioso fue que las preguntas eran formuladas por niños.

Un niño de ocho años me preguntó por qué se llama “*Bundesbank*” (Banco Federal) a lo que yo le expliqué que somos el Banco de la Federación. No, replicó el joven reportero, lo que quería saber es por qué se dice “Banco Federal” y no “Mesa Federal” o “Silla Federal”.

Claro, un ochoañero con el término “*banco*” piensa primeramente en la oportunidad de sentarse y no en un instituto monetario. Los lingüistas hablan en un caso así de las diversas significaciones de la ambigüedad léxica, pero esto no se lo expliqué al joven.

Otros ejemplos de palabras con varios significados podrían ser (*Schloss*) (cerradura o castillo) o (*Steuer*) (impuesto o volante) o (*abgebrüht*) (escaldado o introducido en agua hirviendo). Son palabras que tienen varios significados y se pueden entender normalmente de manera correcta en su contexto. Y el título que ha propuesto el Foro Político del Ruhr para esta conferencia de hoy, tiene también varios significados. La expresión es “*Ausgespart?*” (¿se acabó el ahorrar?)

Hoy ciertamente no se trata ni de las cavidades en la construcción, ni de evitar aquí un tema importante. Más bien –así he entendido yo, en todo caso, el título – hay que tratar la cuestión de si el tiempo de ahorrar es pasado.

Yo asocio el título, que se formula como una interrogación, con tres temas sobre los que quisiera hablar aquí:

- 1.- La formación de ahorro privado en un contexto de bajos tipos de interés
- 2.- El abandono del celo por ahorrar de algunos Gobierno europeos
- 3.- Las exigencias de renuncia de la llamada “política del ahorro” en Alemania

#### 2.- ¿Se acabó el ahorrar? Formación de ahorro privado en un contexto de bajos tipos de interés

Actualmente se discute mucho en Alemania precisamente sobre el tema de la Política de los bajos tipos de interés. En el FAZ se podía leer hace poco “la política de los bajos intereses del BCE quita a los alemanes el placer de ahorrar”.

La realidad es que el Consejo del BCE ha reducido casi a cero los intereses básicos y esto tiene también consecuencias para el tipo de interés de los depósitos de ahorro. Los depósitos bancarios a corto plazo de las economías domésticas tienen un rendimiento claramente inferior al uno por ciento. De vez en cuando la prensa informa incluso de intereses negativos de los depósitos. Pero también las imposiciones a largo plazo tienen intereses cada vez más bajos, a lo que contribuye junto una evolución económica poco dinámica en la Zona Euro, también la Política Monetaria:

Con el anuncio de mantener bajos los intereses del Banco Central “durante un largo período de tiempo” (“*Forward Guidance*”) y con la compra ilimitada de emisiones estatales también presionan constantemente a la Política Monetaria los intereses a largo plazo a la baja. La llamada curva de la estructura del tipo de interés es cada vez más plana.

En este sentido se puede entender que los ahorradores se quejen de la Política Monetaria Europea. Pero, ¿y cuándo son propiamente dicho muy bajos los

<sup>1</sup> El título original es *Ausgespart?*

## **IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 72 junio 2015**

tipos de interés? Y ¿qué forma de medir se debe aplicar aquí a la Política Monetaria?

La finalidad de la Política Monetaria consiste en cuidar que los precios se mantengan estables. De esta finalidad se desprende el tipo de interés apropiado del Banco Central. O por citar al anterior Presidente del BCE Jean-Claude Trichet “El mandato del BCE no consiste en perseguir un tipo de interés que agrade a todos. El mandato consiste en conseguir la estabilidad de los precios”.

Según la definición del Consejo del BCE se considera estabilidad de precios cuando la tasa de inflación en la Eurozona, en promedio, se encuentre por debajo, pero cerca, del 2%. Este 2% no implica incondicionalmente una deducción precisa, pero ofrece un distanciamiento seguro del nivel cero, lo cual, por diversas razones, tiene mucho sentido.

También el Banco Federal Alemán, partía de “una subida normativa de precios del 2%” para fijar el “Volumen Monetario”, que, por lo demás, se tenía que “considerar como la tasa máxima de inflación tolerable a medio plazo”. Actualmente, sin embargo, la tasa de inflación está alrededor del 0% y, últimamente se han registrado incluso leves retrocesos en el nivel de precios.

Para reconducir a medio plazo el encarecimiento en el sentido del objetivo propuesto el Consejo del BCE ha adoptado en los últimos 12 meses una serie de medidas para relajar la Política Monetaria. Puesto que el instrumento convencional del Banco Central, o sea, el tipo de interés básico, ya había sido agotado ampliamente –se encontraba ya cerca del límite cero–pero, la tasa de inflación en caída incrementaba los intereses reales, por lo que se adoptaron medidas adicionales.

Se ofrecieron y ofrecen a los Bancos créditos a muy largo plazo en condiciones extraordinariamente ventajosas y se aprobaron varios Programas para la compra de valores –y, entre ellos también, un Programa para la compra de emisiones de deuda estatales.

Con respecto a este Programa he sido y soy claramente escéptico. Por una parte dudo de la necesidad de tal Programa. Y, por otra parte, veo que hay considerables riesgos en las compras de emisiones estatales.

En la actualidad la inflación está ciertamente muy alejada de nuestro límite de estabilidad. Dado que esto se ha de atribuir, en buena parte, a la fuerte caída del precio del petróleo, la actual inflación *cero* es, con toda probabilidad, solamente un fenómeno pasajero.

A medio plazo se producirá de nuevo el encarecimiento, ya sea con o sin compra de emisiones de deuda estatales. Pues la evolución del precio del petróleo actúa como un pequeño programa coyuntural. El poder de compra de los consumidores se fortalece, pero también las empresas podrán producir condiciones con menos costes.

Posiblemente se consiga con mayor rapidez el objetivo con las compras de emisiones estatales. Pero la cuestión es si el ahorro de tiempo justifica la asunción de los riesgos que conllevan tales compras. En definitiva, un Programa así conduce a una mayor interrelación entre la Política Monetaria y la Política Fiscal. Los Bancos Centrales se convierten en los mayores acreedores de los Estados.

Si los Estados se acostumbran a la larga a óptimas condiciones de financiación y desaparece para una parte del endeudamiento la diferenciación entre los tipos de interés en función del riesgo, esto puede debilitar el celo por la Consolidación y las Reformas. Pero tales Reformas son necesarias para superar las verdaderas causas específicas de la crisis en la Eurozona, como

son el elevado nivel de los Déficits Presupuestarios, la reducida Competitividad y el débil crecimiento económico en muchos Estados Miembros.

Y si se abandonan las Reformas necesarias resultará más difícil para la Política Monetaria cumplir su mandato legal de garantizar la estabilidad de precios en la Zona Euro. Esta es también la razón por la que el Consejo del BCE insiste, unánime, en que los Estados Miembros no abandonen las Reformas.

Pero volviendo a nuestro tema: Los intereses bajos no deben contemplarse sólo desde el punto de vista de los ahorradores. Hay también beneficiarios de los tipos de interés bajos y, por lo menos indirectamente, esto favorece a muchos ahorradores:

- El Estado se endeuda en unas condiciones favorables como nunca antes. Para nosotros, los contribuyentes, significa tendencialmente una reducción de los gastos por los intereses del Estado
- Los empresarios se pueden financiar mejor. Esto asegura y crea puestos de trabajo.
- Y el que necesite ahora un crédito para la construcción o para una refinanciación se beneficiará también de los bajos intereses.

Hay que tener, además, en cuenta que el Consejo del BCE lleva a cabo una Política Monetaria para todo el espacio del Euro y no sólo para países concretos. Si la Política Monetaria se orienta hacia los medios, siempre habrá países para los que será muy restrictiva y países para los que será demasiado expansiva. Por eso el Consejo del BCE no se debe plantear el tipo de interés que conviene a Alemania.

Por lo demás hace 10 años que tuvo lugar en Alemania un debate sobre el tipo de interés de signo contrario. Se quejó en aquel entonces el Ministro Federal de Economía *Wolfgang Clement* de que el tipo de interés del BCE era muy elevado para Alemania. “De facto aquí en Alemania hacemos un sacrificio para la estabilidad, somos la víctima de la estabilidad” sonaba la queja.

No se puede negar que los bajos tipos de interés disminuyen el estímulo al ahorro –y esto es también lo que pretende una Política Monetaria ultraexpansiva. Se debe gastar dinero para estimular la economía. Que este impulso ciertamente no sea necesario en Alemania, no debe impedir que la Política Monetaria cumpla su mandato.

Pero, al mismo tiempo, no debe abusarse de la Política Monetaria para ocultar los problemas de solvencia de los Estados o de los Bancos. El “*test de tornasol*” para la Política Monetaria tendrá lugar cuando las perspectivas de los precios se acerquen a una normalización de los tipos de interés. Entonces el Consejo del BCE no deberá omitir una actuación decidida por las posibles repercusiones de una Política Monetaria más restrictiva sobre los Presupuestos Públicos o la Estabilidad Financiera.

Señoras y Señores

Ante el horizonte de una sociedad envejecida el ahorro es, sin duda, un importante elemento de la garantía para el futuro.

Por lo demás es interesante comprobar que la tendencia al ahorro, hasta ahora, no ha descendido: Y volviendo de nuevo a la cita del FAZ: la política de los bajos tipos de interés priva a los alemanes del placer del ahorro. Pero a pesar de todos los alemanes ahorran.

Por lo que se ve la formación del ahorro reacciona –solo en reducida medida a la evolución de los tipos de interés.– La tasa de ahorro de los hogares en Alemania, es decir, la parte de la renta disponible que se ahorra, ha permanecido en los últimos años casi constantes. Se mueve entre el 9% y el 10%.

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 72 junio 2015**

Si se pone la atención en los tipos reales de interés, es decir, las tasas de interés corregidas con la inflación, tampoco son extraordinariamente bajas en los depósitos de ahorro como harían sospechar los valores nominales. Como muestra el análisis de las cinco últimas décadas, los tipos de interés reales de los depósitos de ahorro en Alemania- se movían a lo largo de muchos años, sobre todo, en los años 70 y también en la primera mitad de los 90, en un nivel negativo.

Si el tipo de interés real es negativo, la inflación se come, en cierta manera, el rendimiento del interés. Así en 1974 se cobraba por los depósitos de ahorro un respetable 5 ½ % de interés. Pero como por su parte la devaluación monetaria estaba por encima del 7%, el ahorro perdía, aun así, poder de compra.

Ahora, por el contrario, la carestía es tan baja que el interés real, a pesar del bajo tipo de interés nominal, es ligeramente superior al cero.

Aunque de ello resulte poco consuelo, se debe a un fenómeno que los economistas califican de “*ilusión monetaria*” y que explicado brevemente significa que las personas piensan antes en magnitudes nominales que en reales. Esto se puede hasta demostrar neurológicamente.

El economista experimental de Bonn *Armin Falk* ha considerado 24 casos probatorios en un tomógrafo de resonancia magnética y estas personas –por supuesto voluntarios- fueron analizadas con un scanner cerebral. Los sujetos debían solucionar un problema por el cual recibirían una compensación que les permitiría comprar alguna cosa.

Lo desconcertante fue que cuando se duplicaban la compensación y los precios de los productos que podían comprarse, subía la circulación de la sangre en una determinada área del cerebro (Himareal). Y esta área cerebral (Himareal) es responsable de nuestro humor. Brevemente: los sujetos tenían mejor humor con una compensación nominalmente superior, aunque, la compensación real era constante.

Si esto es así, no es nada extraño que los intereses nominales bajos generen mal humor. Independientemente de ello se realizan continuamente cálculos sobre cuánto dinero se ha hecho perder a los ahorradores alemanes con la política de los intereses bajos. Y según qué tipo de interés se tome como hipotética medida de comparación resultan sumas muy diferentes.

El hecho es que tales cálculos llevan a equívocos, porque no toman en consideración que la situación económica sería peor sin la Política de los tipos de interés bajos. Por lo demás, esos cálculos ocultan también que de una Política Monetaria ultraexpansiva pueden surgir riesgos y efectos colaterales y no, en último lugar, para la estabilidad financiera.

Y es también un hecho que estas pérdidas tan estrechamente definidas serían menores si los ahorradores alemanes utilizaran un espectro más amplio en las posibilidades de la imposición.

La política de los tipos de interés bajos, tan necesaria como puede ser en la actualidad, no debería alargarse más de lo necesario. Pero esto solamente se podrá asegurar si la Política Monetaria, entretanto, no se deja arrastrar por la Política.

**3.- ¿Se acabó el ahorrar? Debilitamiento de la preocupación por la Consolidación y por las Reformas del afán de Consolidación y Reforma.**

Como responsables de la Política Monetaria estamos comprometidos con la estabilidad de precios. Pero existe siempre el peligro de que otros sectores políticos eviten medidas incómodas y que consideren que ya lo arreglará la política monetaria y se decidan corregir la política monetaria.

En este caso debemos estar atentos para no vernos obligados a desempeñar un papel de defensa central. Porque entonces, por una parte, podrían omitirse algunas reformas importantes y, por otra parte, la estabilidad de precios podría verse sometida en adelante a una excesiva presión.

La crisis, y la fuerte subida en el endeudamiento estatal que ha traído consigo, han llevado a muchos Estados Miembros, entre otros aspectos, a reducir el Déficit Presupuestario en los últimos años. Por su parte, el Sistema del Euro ha contribuido con sus medidas frente a la crisis, la política de los tipos de interés bajos y la adquisición de deuda, a reducir los costes de financiación de los Estados a niveles históricamente bajos.

Pero siempre debemos tener presente que la Política Monetaria ultraexpansiva tiene también riesgos y efectos colaterales. Entre otras cosas se debilitará mucho la disciplina de la Política Fiscal ejercida por los mercados financieros. Los Presupuestos serán fuertemente exonerados por la caída de los costes del tipo de interés.

En consecuencia no es nada extraño que se haya debilitado el afán de consolidación y reforma en algunas capitales europeas desde que la crisis de deuda soberana alcanzara su clímax. Eso hace que se plantee, por segunda vez, la cuestión ¿se acabó el ahorrar? –esta vez referido a los Gobiernos de los Países con necesidad de ajustes.

La Crisis en la Eurozona es un coctel de diferentes Crisis. No es sólo una Crisis del endeudamiento estatal, sino que es también una Crisis Bancaria, así como una crisis de la Balanza de Pagos. Las causas profundas están en desarrollos erróneos que, en parte, comenzaron mucho antes que la crisis: piensen Vds. en el sobredimensionado del aparato Estatal de Grecia, en la exagerada construcción, la excesiva concesión de créditos y las pérdidas de competitividad de los precios en Irlanda y España, en el elevado déficit de la Balanza por Cuenta Corriente en Portugal, en el débil crecimiento de la productividad en Italia y en la generalizada laxa regularización bancaria etc.

La Crisis explotó cuando en los mercados financieros crecieron las dudas sobre las perspectivas de toda la economía en su conjunto y sobre la sostenibilidad de las Finanzas Públicas en esos Países. O dicho de otra forma: cuando los depositantes aumentaron su angustia sobre si el dinero que habían prestado a esos Países se recuperaría en todo su volumen.

En consecuencia aumentó la prima de riesgo de la deuda pública de esos Países a un nivel tan alto que apenas se podían financiar en el mercado de capital.

En esta situación solicitaron ayuda de los Estados Miembros de la Eurozona, de la UE y del FMI con ayudas fiscales para cubrir las necesidades financieras de los Países afectados y el Eurosistema compró Emisiones de deuda pública de estos Estados. En total 5 países recibieron ayuda crediticia que fue concedida con condiciones: Grecia fue el primero hace exactamente 5 años, le siguieron Irlanda, Portugal, España y Chipre.

Las condiciones que se negociaron con los Países referidos tenían y tienen por objeto medidas de Consolidación y Reformas que deberían contribuir a que estos Países recuperaran un crecimiento sostenible y unas Finanzas Públicas sólidas.

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 72 junio 2015**

Sin los Programas de ajuste y sin las ayudas financieras a ellos vinculadas los Países en crisis hubieran tenido que realizar un proceso de ajuste mucho más rápido y duro. Se ganó pues tiempo para esos Países una vez que los mercados financieros habían perdido la confianza en ellos. Esto lo deberían tener presente los que piensan que las condiciones acordadas en los Programas son denigrantes como un “dictado alemán de ahorro”, o como una “política de austeridad”

Los Países en crisis debían reducir rápidamente sus déficits presupuestarios extraordinariamente elevados y estructurales, es decir, descontados los déficits coyunturales. Lo que han hecho de un modo notable: Portugal y España han mejorado desde el año 2009 cerca de 7 puntos porcentuales sus saldos presupuestarios estructurales y Grecia hasta 16 puntos porcentuales. Se trata de esfuerzos de consolidación notables que merecen respeto.

En Grecia, por lo demás, la situación sigue siendo precaria. La cuota de endeudamiento griega, es decir, la relación de la Deuda Pública con el Producto Interior Bruto (PIB), era ya alta antes de la crisis y, entretanto, ha subido a más del 170%. La quita de la deuda frente a acreedores privados en el año 2012 solo interrumpió brevemente la tendencia alcista.

Lo decisivo en Grecia es que se trabaje con una Administración funcional que, en perspectiva, la economía y las finanzas estatales tomen un rumbo sostenible y, sobre todo, que se cree confianza en que las Reformas siguen un curso fiable.

El nuevo Gobierno griego ha destruido una vez más las primeras esperanzas. El PIB griego había crecido en el último año, por primera vez, desde el comienzo de la Crisis y también, para este año, los pronósticos de instituciones internacionales habían sido favorables. Es, sin embargo, cada vez más evidente que la evolución económica está siendo claramente peor de lo pronosticado.

Ahora también afirman no pocos aquí que la política de ahorro es responsable de la miseria económica del País. En este sentido se defiende la tesis de que la Política de Austeridad es la causa principal del derrumbe económico. Si la consolidación se hubiera retrasado a mejores tiempos se podría haber evitado el hundimiento económico.

Tampoco yo discutiría que algunas cosas en Grecia no se podrían haber hecho mejor. Pero esto no afecta a la rápida reducción del Déficit Público, sino más bien a las demasiado vacilantes Reformas Estructurales en diferentes sectores. En la recaudación de los impuestos, en la lucha contra la corrupción y en el plan de mejora del trabajo de la Administración Pública, deberían haber sido posibles en cinco años progresos bastante más notables.

No veo ninguna alternativa prometedora de éxito para la simultánea y rápida mejora de las condiciones del entorno económico y fiscal.

Grecia tiene un déficit de la Balanza de Cuenta Corriente de un 14% del PIB, lo cual significa que el consumo y el Estado se financiaron, en gran parte, con cargo al exterior. Continuar con una política de endeudamiento en estas condiciones hubiera sido simplemente negligente, ya porque la pérdida de confianza de los mercados financieros era innegable y los socios europeos hubieran debido financiar el agujero presupuestario.

Tampoco puedo imaginar que esto hubiese acelerado las Reformas necesarias en otros ámbitos –más bien hubiera ocurrido lo contrario.

Tampoco hubiera sido posible explicar la concesión de ayudas crediticias a los contribuyentes de los países que prestan su ayuda y que, en parte, también soportan cargas significativas y, en parte, disponen de rentas *per capita*

claramente inferiores–con la vaga expectativa de consolidación en algún momento futuro.

En otros países en crisis se muestra que las medidas de ahorro y reforma valen la pena. Así afirma el Ministro español de Hacienda, Cristóbal Montoro: “España es un ejemplo de que la Política de Austeridad funciona”

La economía española ha dejado atrás la recesión hace tiempo y, según los pronósticos crecerá con fuerza. Incluso el desalentador nivel de paro se va reduciendo poco a poco.

El debilitamiento de la voluntad de ahorrar no sólo se puede apreciar en Grecia.

En el punto más alto de la crisis de la deuda soberana los Estados Miembros prometieron solemnemente alto y claro querer recuperar unas sólidas finanzas públicas y esto ciertamente era acertado porque unas sólidas finanzas estatales son un Presupuesto fundamental central para la estabilidad de la moneda común.

Sólidas finanzas estatales tampoco se contraponen al crecimiento. Al contrario: de una montaña de deuda no puede surgir un crecimiento sostenible.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento se modificó. Adicionalmente se cerró el Pacto Fiscal de los Estados del Euro. Sin embargo, como ya dijo la leyenda de la Cuenca del Ruhr Adi Preissler: “Gris es toda teoría –lo decisivo es lo que pasa en el campo”.

Las reglas no ayudan si no existe la voluntad de aplicarlas estrictamente.

Sin embargo, las modificaciones en las reglas se basaban, en parte, en principios ciertamente buenos. Pero con los cambios realizados las Reglas no resultaron más vinculantes, pero sí, bastante más complejas.

Han surgido amplios espacios para la interpretación y para la ponderación de forma que entretanto apenas se puede juzgar si las reglas se están cumpliendo.

Quizás todavía se acuerde alguien de la antigua afirmación de que, en el futuro, el proceso sancionador se impondría de un modo “casi automático”, cuando se produjera un déficit excesivo. En los tiempos más recientes se insiste, por el contrario, casi exclusivamente, en la “flexibilidad” del nuevo Pacto. Y, entretanto, apenas se oye hablar del Pacto Fiscal, anteriormente celebrado como hito.

Considero, particularmente, como claramente problemático en relación con el efecto vinculante de las reglas el trato dado a los déficits del presupuesto francés.

Francia incumple el límite del 3% desde el año 2008 y ha sobrepasado los límites en 11 de los 16 años que han transcurrido desde el comienzo de la Unión Monetaria. Y, sin embargo, no han faltado nunca los anuncios de que se iba a reducir el déficit.

Pero su reducción siempre se ha ido retrasando. Y la Comisión, que es la responsable de la puesta en aplicación de las Reglas, siempre ha hecho concesiones a Francia. Entretanto el plazo para corregir y reducir el déficit excesivo se ha prolongado por tercera vez –ahora hasta el año 2017.

A la vista de este panorama puedo entender muy bien que el economista de Mannheim Clemens Fues recuerde un chiste de Mark Twain: “no dejes para mañana lo que también puedes dejar para pasado mañana”

Señoras y señores



## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 72 junio 2015

Hasta ahora se nos atribuye a los alemanes una relación tensa con el tema de la Deuda. A los comentaristas extranjeros como el inversor estadounidense de los EE.UU. George Soros, el premio nobel Paul Krugman o el que fuera Primer Ministro italiano Mario Monti les gusta remitirse en este contexto a una particularidad del idioma alemán:

La palabra “*Schuld*” (deuda) tiene en alemán, como también en neerlandés, varios significados, lo que no ocurre en los idiomas inglés y francés –un ejemplo, más de homonimia del múltiple significado de algunas palabras.

Este término se aplica tanto para la obligación financiera como también para la culpa moral y jurídica, y los referidos comentaristas concluyen, por ello, que nosotros los alemanes equiparamos deudores con culpables.

Considero esta tesis, ¡con perdón!, un perfecto sin sentido.

Aquí no se trata de un “reproche moral”, sino de los riesgos que conllevan las Finanzas Públicas no sólidas para el Euro. Una Unión Monetaria, con una Política Monetaria Común y 19 Políticas Fiscales Nacionales, sólo puede ser una Unión con Estabilidad, si los Estados Miembros operan con solidez Presupuestaria. Esto lo sabían ya los padres fundadores de la Unión Monetaria y la crisis nos lo ha presentado de nuevo claramente ante los ojos.

Por esta razón considero elemental la puesta en práctica de las Reglas Fiscales. Francia, como la economía más grande, en segundo lugar de la Eurozona, también tiene que cumplir aquí un importante papel de ejemplaridad.

#### 4.- ¿Se acabó el ahorrar? ¿Debería Alemania ahorrar menos?

Con relación al tema de la ejemplaridad –y con ello llego a la tercera y última parte de mi conferencia- muchos piensan también en Alemania.

En la actualidad y, a diferencia de lo que sucedió en los años 2002 a 2005. Alemania es ciertamente ejemplar en la observación de las reglas fiscales. El presupuesto estatal tiene un superávit estructural y, aunque la cuota de endeudamiento es todavía elevada, tiende a disminuir con rapidez. Y de esta manera asume Alemania para la Eurozona, en cierta manera, un papel clave del anclaje para la confianza, en lo que se refiere a las finanzas públicas.

Algunos comentaristas definen la responsabilidad de Alemania en relación a la Zona Euro de otra manera. Alemania sería un País “con un espacio de juego fiscal”, que debería utilizarse para el bien de todo el espacio monetario, en cuanto que el Estado Alemán se puede endeudar casi a un coste cero. Alemania estaría invirtiendo demasiado poco y exportando demasiado.

El FMI dice, por ejemplo, en su más reciente Informe sobre la economía mundial, en relación con la Eurozona: “Países con un espacio de juego financiero, especialmente Alemania, pueden hacer más para estimular el crecimiento, sobre todo, con inversiones públicas muy necesarias”.

Tales exigencias desconocen, sin embargo, que la política fiscal en la Zona Euro no se hizo comunitaria. En un mundo de diferentes políticas fiscales ampliamente independientes y realizadas bajo la responsabilidad propia, no tiene ningún sentido exigir de un país que se endeude para repartir dinero, solamente para que otros se puedan beneficiar un poco.

La economía alemana se encuentra en una buena situación. Alemania no necesita un programa coyuntural. Tanto más que el bajo precio del petróleo y la ultraexpansiva política monetaria contribuyen a que la economía vaya sobre ruedas.

Esto, por lo demás, ayuda mejor al lanzamiento de la moderada dinámica económica de los otros Estados del Euro que un programa de inversiones financiado con créditos en Alemania, idea que no solo tiene en mente el FMI. Además las prestaciones previas que pueden aportar las inversiones públicas en infraestructuras de otros países del euro son muy reducidas, así como lo serán también los esperados efectos de irradiación.

En vez de eso debería continuarse con la sólida Política Financiera, aunque sólo sea a la vista de las cargas demográficas que van a afectar a Alemania. A veces el debate sobre la orientación de las Finanzas Públicas y las cargas que pueden suponer para el futuro, me recuerdan al cómico *Groucho Marx* cuando en tono bromista preguntó: “¿Por qué me debo preocupar de las generaciones venideras? Que, sin embargo, no han hecho nada por mí”

Con los ingresos tributarios, claramente en aumento, se consiguen también espacios de juego para más inversiones estatales. Esto ocurre, sobre todo, si se utilizan de un modo consecuente las reservas de eficiencia existentes –yo solo quiero recordar ejemplos negativos como el aeropuerto de Berlín, la filarmónica del Elba o diversos aeropuertos regionales.

No niego que inversiones públicas complementarias tengan posiblemente mucho sentido en algunos sitios. Por lo demás, no comparto la tesis de la desastrosa infraestructura en Alemania. En contra de la imagen muy extendida del País de las calles y puentes estropeados, comparaciones internacionales muestran que Alemania, en su conjunto, tiene una buena infraestructura de transporte. En el Informe de Competitividad Global del Forum Económico Mundial, Alemania está en el séptimo lugar entre 144 países.

Lo que se requiere es tener una idea clara de las necesidades. Las inversiones públicas deben ser “rentables” de modo que en el futuro posibiliten un mayor crecimiento económico y con ello una renta más alta. Y no toda inversión pública encaja *per se* en esa categoría.

Señoras y señores para muchos los elevados superávits de la Balanza por Cuenta Corriente alemana también son una piedra en el zapato.

Ben Bernanke, mi anterior colega en el cargo del Banco Central Americano, que últimamente se ha convertido también en Blogger, escribe, por ejemplo: “El hecho de que Alemania venda mucho más de lo que compra, priva de demanda a sus vecinos (y al resto del mundo), lo cual reduce el rendimiento económico y el empleo fuera de Alemania”.

Lo correcto es: Un superávit de la Balanza por Cuenta Corriente significa que un país exporta más de lo que importa. Al mismo tiempo implica que el país ahorra más que invierte. Esto –por el contrario- significa que otro País puede invertir más que lo que ahorra.

Esto puede ser una buena cosa, sobre todo, si esos países tienen una evolución demográfica diferente o un estado de desarrollo económico muy distinto. Si el superávit de ahorro alemán fluye en forma de inversiones rentables en el extranjero, surgen allí las posibilidades de crecimiento y puestos de trabajo –y de ello se benefician todos, también los inversores.

Pero lo problemático sería que el saldo de la Balanza por Cuenta Corriente reflejara una evolución económica estructural errónea, como ocurría antes de la crisis, en muchos países de la Zona Euro.

En este caso los déficits permanentes de la Balanza por Cuenta Corriente son más peligrosos que los superávits, porque exigen que se hagan importaciones sostenidas de capital. Si la afluencia de capital encuentra dificultades, como se ha vivido en los Países en Crisis, se producen ciertamente problemas generalizados en una Unión Monetaria. Al contrario de lo que ocurría antes,

## IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá, Nr. 72 junio 2015

el país afectado no puede devaluar su propia moneda para recuperar así su competitividad.

Por eso es bueno que los Países en Crisis hayan encontrado la forma de combatir los déficits de su Balanza por Cuenta Corriente por otras vías. De forma ejemplar los superávits alemanes han descendido claramente en relación al resto de la Unión Monetaria y, sobre todo, en relación a los países en crisis.

Que el superávit de la Balanza por Cuenta Corriente alemana haya aumentado nuevamente en los últimos tiempos, –con un 7,5% del PIB alcanzó en el último año un nuevo record- se explica por el aumento del superávit frente al resto del mundo. A ello han contribuido, sobre todo, el que las importaciones de petróleo son más baratas.

Naturalmente que Alemania posee también una fuerza exportadora desarrollada. Las empresas alemanas están posicionadas de modo sobresaliente en los mercados internacionales. Pero esta potencia exportadora no constituye un obstáculo para la recuperación económica de la Eurozona en su conjunto, toda vez que las exportaciones alemanas apenas suponen una décima parte de las importaciones de la Eurozona.

Pero además los éxitos exportadores de Alemania son el resultado de procesos del mercado y no de intervenciones estatales, estímulos falsos o distorsiones del mercado.

También Ben Bernanke subraya, en la referencia de su blog, que la fortaleza exportadora de Alemania se debe a que fabrica buenos productos que son demandados en el extranjero. Y no se debe pensar solamente en Mercedes, BMW, SAP o Siemens, Alemania es también el país de los *"Hidden champions"*, de las empresas pequeñas y medianas, que lejos del conocimiento público han conseguido ser líderes en su sector en el mercado mundial. También en la Cuenca del Ruhr hay toda una serie de tales empresas.

A la larga, naturalmente, no tiene mucho sentido que produzcamos más de lo que consumimos. Pero en base al previsible cambio demográfico tiene en la actualidad mucho sentido hacer ahorros en el exterior. Cuando avance el envejecimiento de la población consumiremos más, esto significa que al ahorro actual corresponderá en un futuro un desahorro.

Los años 90, con la carga económica consecuencia de la reunificación alemana, han demostrado con claridad, cómo puede cambiar con rapidez la Balanza por Cuenta Corriente hacia el déficit.

Por razón del envejecimiento, los superávits de la Balanza por Cuenta Corriente son, por el momento, adecuados para Alemania. Pero esto, no dice nada sobre el "adecuado nivel" del superávit de la Balanza por Cuenta Corriente alemana y, en perspectiva, espero que se produzca un retroceso a la vista de los procesos reguladores del mercado.

Por lo menos queda claro que la respuesta correcta no se encuentra en una reducción del superávit a través del empeoramiento de la competitividad de las empresas alemanas perseguido específicamente por la política económica o por llamativas medidas fiscales de corta duración financiadas con créditos.

Pero en parte, las recomendaciones a Alemania para reducir el saldo de la Balanza por Cuenta Corriente también apuestan por situar el crecimiento

económico sobre una base más amplia para mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo mediante un clima favorable a la inversión, y crear estímulos para la actividad de la economía privada en el país.

Esto, Señoras y Señores, tiene en todo caso mucho sentido, aquí existe también una necesidad de actuar. Por lo demás sería éste un tema para otra conferencia, ya que algunas decisiones económicas de la Gran Coalición no fueron precisamente ejemplares en este sentido. Más bien al contrario: se ha dado marcha atrás en Reformas del pasado que tenían pleno sentido.

### 5.- Conclusión

Aquí y ahora quisiera concluir. En la discusión que sigue tienen Vds. la oportunidad de hacer preguntas.

Quizás se pregunten también porqué se dice Banco Federal y no "Silla Federal" o "Mesa Federal". La cuestión no deja de ser interesante.

La palabra "Banco" proviene, como muchos conceptos bancarios, del italiano. "Banco" se refería originariamente a la mesa que utilizaban los cambistas para realizar sus negocios. Por supuesto, que el moderno negocio bancario poco tiene que ver con los negocios de los cambistas medievales.

Pero no quisiera terminar mi conferencia con una aclaración de conceptos, sino insistir, una vez más, en lo que desde el punto de vista del Bundesbank se ha de tener en cuenta para superar de forma duradera la Crisis en la Zona Euro:

1. Una Unión Monetaria de Estados Soberanos funciona solamente mediante Reglas. Las Reglas deben ser claras y, sobre todo, se han de cumplir por todos.
2. En lo que los Estados Miembros de la Unión Monetaria no estén dispuestos a transferir derechos de su soberanía a un nivel comunitario, ha de tener vigencia el principio fundamental de la asunción de la propia responsabilidad nacional.  
Y esto significa que los Estados Miembros han de asumir las consecuencias de su Política. El control y la responsabilidad deben ir de la mano. Como consecuencia última esto exige que se pueda producir una insolvencia estatal sin que el sistema financiero se colapse.
3. La Política Monetaria no debe verse sobrecargada. De lo contrario se pone en peligro su capacidad de garantizar a la larga la estabilidad de precios. Con los mecanismos de la Política Monetaria no se puede superar la crisis. La responsabilidad para ello recae, en último término, sobre los políticos electos.

Muchas gracias y les agradezco su atención

**Dr. Jens Weidmann**



Desde Mayo 2011 es Presidente del Bundesbank, Miembro del Governing Council del ECB y Governor del FMI, Miembro del Consejo del FSB, y del ESRB. De 2006 al 2011 fue responsable del Departamento de Política Económica y Fiscal de la Cancillería Alemana. Realizó sus estudios y se Doctoró en la Universidad de Bonn y fue Miembro de la Comisión de Expertos como Secretario General.