



EDUARDO ESTRADA

¿Recuperación con deflación? No es probable

ANTÓN
COSTAS

A finales de los años setenta hubo que inventar un nuevo término para definir la situación que estaba viviendo la economía como consecuencia de los efectos de la crisis energética y de las políticas económicas para hacer frente a sus efectos negativos sobre el crecimiento y el empleo. Ese término fue *stagflation* (estancamiento).

Describía una situación nueva desde la II Guerra Mundial, caracterizada por la coincidencia simultánea de estancamiento económico, paro y elevada inflación. Hasta ese momento, la teoría económica decía que existía un menú de opciones de políticas, la llamada curva de Phillips, que permitía a los Gobiernos estimular el crecimiento y el empleo, pero, eso sí, a cambio de aceptar más inflación. Lo inesperado fue que no se logró crecer ni crear empleo, pero sí los costes de la inflación. Eso obligó a buscar nuevas políticas y nuevos enfoques teóricos.

Quizá ahora haya que inventar un nuevo término para describir la situación que estamos comenzando a vivir en las economías del euro y, en particular, en España. La coincidencia simultánea de señales claras de salida de la segunda recesión, con señales también claras de deflación o muy baja inflación. El nuevo término tendría que ser el de *expandeflación*. De creer las versiones oficiales, esta será la situación idílica de los próximos años.

¿Es posible la expansión con deflación? Posible lo es todo, hasta que caiga el cielo, pero no es probable. Con la *expandeflación* ocurrirá lo mismo que con la "austeridad expansiva" que las autoridades defendieron contra toda razón y evidencia. Es un *wishful thinking*, un deseo de la voluntad, pero no un producto de la razón económica. Veamos por qué.

De la misma manera que el fuego de

una hoguera no puede mantenerse en una atmósfera sin o con escaso oxígeno, una débil recuperación no puede arraigar en un entorno de baja inflación, y aún menos de deflación. La baja inflación acaba impidiendo el crecimiento y la creación de empleo. Especialmente cuando, además, la deuda privada es muy elevada. La experiencia japonesa de estos últimos veinte años es concluyente.

Las autoridades de Bruselas parecen creer que es posible la *expandeflación*. Curiosamente es el Fondo Monetario Internacional (FMI), para algunos algo así como el Vaticano de la ortodoxia económica más conservadora, el que viene advirtiendo de los riesgos de deflación en Europa y llamando a la acción del Banco Central Europeo (BCE). Lo ha hecho tanto en sus documentos oficiales como en las intervenciones de su directora general, la francesa Christine Lagard, y en los trabajos de su economista jefe, el

Una débil mejora no puede arraigar en un entorno de baja inflación, y aún menos de deflación

también francés Olivier Blanchard. Para los interesados en conocer los argumentos del FMI es interesante leer el capítulo tercero de su último *Informe sobre perspectivas*, donde alerta de forma convincente de los riesgos de la baja inflación.

Entonces, ¿qué habría que hacer para mantener viva y dar fuerza a esta débil llama de recuperación que estamos viendo? No basta con, como se empeña el discurso oficial, hacer reformas y esperar sus bondadosos efectos. Es más, es posible que el momento adecuado para algunas de esas reformas, especialmente aquellas que, como las de las pensiones y laborales, afectan a los planes de consu-

mo y ahorro de las personas, no sea ahora, sino cuando la recuperación esté consolidada.

El recuerdo de cómo se salió de la estancación de los años setenta arriba mencionado puede ayudarnos. En aquella ocasión, Paul Volker, a la sazón presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, señaló que costase lo que costase en términos de reducción de crecimiento y aumento del paro, cortar la inflación. Siguiendo su ejemplo, los bancos centrales de otros países se empeñaron en el mismo objetivo. Y lo lograron.

Ahora el objetivo tiene que ser el inverso: cueste lo que cueste, para no ahogar la recuperación, los bancos centrales tienen que empeñarse en crear una inflación moderada. Es lo que ha hecho de nuevo la Reserva Federal desde que su presidente, Ben Bernanke, dijese que "haría todo lo necesario, durante todo el tiempo que sea necesario, hasta que el desempleo en EE UU se situase por debajo del 7,5%". Y lo ha logrado.

¿Y el BCE? En cierto sentido, ha estado actuando como un equilibrista sonámbulo, intentando salvar el euro, pero sin ver los peligros de deflación y estancamiento prolongado. Aunque algo parece estar cambiando. Su presidente, Mario Draghi, viene advirtiendo, eso sí, con la prudencia característica de un banquero central, de que una inflación por debajo del 1% implica riesgos elevados.

La Comisión Europea también practica ese sonambulismo. Parece no ver que el fin último de la UE no es solo lograr que la economía europea sea más flexible y competitiva, sino que lo que legitima moral y políticamente el proyecto europeo es la capacidad de las instituciones comunitarias para ofrecer oportunidades a los europeos, especialmente a los más jóvenes y necesitados.

Es necesario un cambio profundo en la gobernanza de la UE. Sin instituciones comunitarias que tengan la responsabilidad democrática de luchar contra la deflación y la falta de oportunidades nada cambiará. Pero hoy por hoy la UE es un OPNI, un objeto político no identificado, sin una gobernanza democráticamente responsable. No es ni un Estado nación, ni una unión de Estados bien ensamblada. Costará cambiar este estado de cosas, pero es urgente. Las elecciones europeas del 25 de mayo podrían ser el año cero de este cambio. Pero de esto hablaré en otra ocasión. ■

EL PUNTERO

● EL APOYO DE LOS ACCIONISTAS A ANA PATRICIA BOTÍN

La junta anual de accionistas de Coca-Cola celebrada esta semana se presentaba caliente debido al multimillonario plan de incentivos para un reducido grupo de directivos. A pesar de este entorno un tanto hostil, la propuesta de reelección de varios consejeros de la multinacional obtuvo un amplísimo respaldo. Ana Patricia Botín, consejera independiente de Coca-Cola, logró un 99% de votos favorables. Este resultado contrasta con el menor apoyo que obtuvo la directiva en la junta del Banco Santander, donde es consejera ejecutiva. Ana Patricia Botín salió reelegida, pero contó con un voto de castigo del 14,3% de los accionistas del banco. Con todo, no fue el peor resultado; este correspondió a la reelección de Vittorio Corbo (17,7% de votos en contra).



Ana Patricia Botín.

● EL PRESIDENTE DE ZELTIA DEBE GANAR MÁS, SEGÚN MERCER

El comité de retribuciones de Zeltia contrató los servicios de una consultora, Mercer, para saber si su presidente, José María Fernández Sousa-Faro, debía ganar más dinero. La respuesta fue la esperada: por supuesto. "El informe concluía que cabía incrementar tanto la parte fija de la retribución (...) como la parte variable ya que incrementar esta permite acompañar el éxito de la compañía a la retribución de su primer ejecutivo". Dicho y hecho: en 2014 la retribución anual fija será de 505.800 euros, mientras que el bonus podrá alcanzar un máximo del 120% de la nueva retribución fija si se cumplen los objetivos previstos. En 2013 Fernández Sousa-Faro recibió un sueldo de 383.000 euros y una paga variable de 125.000 euros.



José María Fernández Sousa-Faro.

● CAMBIO INMUEBLES BUENOS POR MALOS

La inversión inmobiliaria sigue ganando atractivo para los extranjeros. El año pasado el cambio de manos de edificios en España superó los 4.800 millones de euros y en el primer trimestre de 2014 se han cerrado operaciones por 1.300 millones de euros. Son los datos de CBRE, cuyo fondo de inversión también está aprovechando el momento. Llega la hora de vender activos de primera fila para exprimir ese apetito inversor foráneo y obtener buenos precios para comprar otros inmuebles, en este caso de segunda y baratos, que necesitan reformas o cambios de gestión. CBRE Global Investors pretende invertir entre 1.000 y 1.500 millones de euros en este nuevo ciclo inmobiliario que cree ha comenzado. ■