

La empresa en la zona euro: situación actual y perspectivas. Una aproximación macroeconómica

Joaquín López Pascual*

Joaquín Zamorano Valiña**

1. Introducción

El comportamiento de las empresas de la zona euro a lo largo de los últimos años ha estado condicionado por dos factores básicos. El primero de ellos es el proceso de heterogeneidad que se ha generado de forma espontánea y no esperada desde el inicio en la zona euro. Este proceso ha supuesto, *de facto*, una división no operativa de la zona euro de forma tal que sus consecuencias no solo condicionan las estrategias empresariales sino llegan incluso a cuestionar la viabilidad de la propia zona euro. El segundo, más cercano en el tiempo, es, naturalmente, la propia crisis económica y financiera, con las limitaciones que de todo tipo impone. Este trabajo se referirá, principalmente, a analizar las consecuencias de la heterogeneidad.

2. Cómo aparece la heterogeneidad en una unión monetaria

Cuando determinados países europeos decidieron constituir una unión monetaria, con la previa exigencia de unos criterios de convergencia relativamente laxos, estaban lejos de pensar en las disparidades industriales que se iban a generar diez años después. Las causas de esta heterogeneidad se encuentran en dos mecanismos básicos inherentes a una unión monetaria como la zona euro:

- 1) El primero es un mecanismo de naturaleza macroeconómica derivado de lo inadecuado que

resulta una política monetaria común para la totalidad de la zona, y

- 2) El segundo es un mecanismo microeconómico, que facilita la especialización productiva ante la desaparición del riesgo de cambio.

Respecto al mecanismo macroeconómico, la clave es una política monetaria común que hace que sus efectos sean muy diferentes según las características de los países: aquellos con economías más pujantes, con tipos de interés más reducidos respecto a su tasa de crecimiento económico, podrán afirmar que disponen de una política monetaria expansiva, que estimulará aún más su actividad económica. Por el contrario, en aquellos países con economías más débiles y, por tanto, con niveles de sus tipos de interés por encima de su tasa de crecimiento económico, el carácter de la política monetaria será claramente restrictivo, y no verán estímulo alguno en sus niveles de producción y empleo. Ejemplo paradigmático del primer caso es Alemania y del segundo, España.

En lo que respecta al mecanismo microeconómico, se debe, básicamente, a que la desaparición del riesgo de tipo de cambio hace posible explotar las ventajas comparativas existentes y las dotaciones de factores disponibles, lo que lleva a la especialización productiva de los diferentes países. Así, en el caso de la zona euro, determinados países como Alemania, Finlandia, Italia, han mantenido unos sectores industriales muy desarrollados, mientras que otros países, como España, Francia, Grecia, Portugal, han experimentado un proceso de desindustrialización acusado.

Las consecuencias de esta heterogeneidad son claras. Los países desindustrializados se adentraron en déficit

* Universidad Rey Juan Carlos.

** CUNEF.

exteriores crónicos debido a su débil capacidad exportadora, presentaron una creación de puestos de trabajo en general de poca especialización, unas perspectivas de crecimiento reducido del *output* potencial, una gran actividad económica del Estado, mayores necesidades de financiación y menor credibilidad en los mercados de bonos. Estos saldos exteriores deficitarios propician, a su vez, un riesgo de crisis financiera cuando su deuda exterior alcanza niveles muy elevados. Puede decirse que estos países sufrieron una variante de la conocida enfermedad holandesa, en el sentido de que obtuvieron rentas adicionales, no por la aparición y disfrute de recursos naturales, sino por los fondos transferidos en las primeras etapas. Pero las consecuencias son las mismas: en ambos casos, se produjo un incremento de la demanda de servicios, con la consiguiente expansión de su oferta a expensas de la industria.

Por el contrario, los países especializados en la industria asistieron a la creación de puestos de trabajo cualificados, presentaron un mayor crecimiento del *output* potencial, necesitaron un menor intervencionismo del Estado en el terreno económico, mostrando unas menores necesidades de financiación y, como consecuencia, una mayor solvencia fiscal. En definitiva, el proceso de heterogeneidad ha llevado a una división ineficiente dentro de la zona euro y ha propiciado la actual crisis de deuda soberana.

Y lo que es más importante, todo apunta a que la heterogeneidad de la zona euro continuará aumentando ante el resurgimiento de la prima de riesgo y la adopción de la llamada regla de oro en términos presupuestarios. En efecto, aquellos países de la zona euro con un escaso crecimiento económico se verán castigados no solo por unos tipos de interés que, aunque reducidos, sus niveles son superiores a la tasa de crecimiento de su actividad económica, sino también porque su prima de riesgo se situará en niveles muy elevados ante la posibilidad de no poder reducir el déficit público (prima de riesgo por *default*) y/o por la posibilidad de abandonar la zona euro (prima por riesgo cambiario), contribuyendo aún más a un menor crecimiento económico. Respecto a la regla de oro, que implica un déficit estructural cercano a cero, hace que se utilice como referencia el déficit público corregido por las posiciones cíclicas. A este respecto cabe señalar que la heterogeneidad no es solo de carácter cíclico, sino, sobre todo, estructural: los países presentan muy diferentes tasas de crecimiento potencial, así como distintos requerimientos de inversión pública. En definitiva, la regla de oro supondrá limitar de forma importante la lucha contra esta heterogeneidad mediante el uso de las políticas fiscales.

Aceptada la heterogeneidad existente y su más que posible continuidad, la operatividad de las empresas de la zona euro viene y vendrá determinada por las estrategias gubernamentales que se contemplen para la reducción de esa heterogeneidad.

3 Las opciones disponibles

Está claro que los países desindustrializados necesitan un cambio en el patrón de su crecimiento. Del existente en estos últimos años, basado en sectores protegidos de la competencia (sobre todo, la construcción) es necesario pasar a otro modelo de crecimiento conducido por sectores expuestos a la competencia exterior (industria, en el sentido amplio, servicios exportables, consultorías, ingeniería, educación y turismo).

Facilitar el cambio en el patrón de crecimiento y al tiempo propiciar la convergencia son dos de los objetivos más importantes de la política económica de la zona y en donde el papel de la empresa es fundamental. En este sentido, la zona euro trabaja con dos opciones muy diferentes, que implican, a su vez, dos comportamientos muy distintos de las empresas en el futuro:

La llamada visión francesa, que consiste en la aplicación de mecanismos de solidaridad como, por ejemplo, los elementos de federalismo, inversiones europeas o incentivos fiscales para fomentar la inversión en esos países más desindustrializados. Esta opción apuesta porque sean las inversiones europeas y los incentivos fiscales financiados por Europa los que ayuden a estos países a crear nuevos puestos de trabajo, sobre todo en sectores orientados a la exportación, y que sean de una elevada cualificación profesional. La idea básica es que esos países nunca serán capaces por sí mismos de reconstruir sus economías y hacer desaparecer los efectos del pinchazo de la burbuja inmobiliaria y/o del excesivo endeudamiento del sector privado. Y dado el pequeño tamaño de su sector industrial, tampoco serán capaces de eliminar su déficit exterior y parar el crecimiento de su deuda exterior. Como consecuencia, proclaman la necesidad de la solidaridad y el federalismo para lograr que estos países mejoren.

La visión alemana proclama, por el contrario, la necesidad de que sea cada país el que realice por sí mismo el esfuerzo de convergencia, restaurando su economía, su industria, su presupuesto fiscal y sus cuentas exteriores. Con esta finalidad, los países en dificultades deben adoptar reducciones salariales que mejoren la competitividad-precio, reduzcan la demanda agregada y,

por ende, las importaciones. Asimismo, deben incorporar medidas de política económica de carácter restrictivo, reglas presupuestarias y, en fin, políticas estructurales encaminadas a la apertura de mercados de bienes y servicios que fortalezcan la flexibilidad del mercado de trabajo (reducir los costes de despido), incentiven la vuelta al mercado de trabajo, faciliten las negociaciones salariales y posibiliten que la innovación y la educación sean las fuerzas conductores del crecimiento económico.

Estas medidas llevarán a una mayor convergencia de los países en dificultades: la mejora de la competitividad contribuirá a eliminar el déficit exterior, las políticas estructurales facilitarán la creación de nuevos puestos de trabajo y las reglas fiscales eliminarán, a su vez, el déficit fiscal. Una vez que esta convergencia se haya alcanzado, será posible la adopción de determinadas formas de federalismo (eurobonos, partes comunes en el presupuesto de la zona euro) y entonces será cuando se consideren los avances a la unión política.

Ambas opciones tienen sus propias debilidades: la aproximación francesa presenta importantes problemas de riesgo moral y la aproximación alemana, a costes insostenibles en términos de pérdida de niveles de vida, máxime si se tiene en cuenta que no facilitaría esa estrategia la devaluación del tipo de cambio del euro.

Por tanto, es necesario un consenso que, con independencia de las variantes concretas que se adopten, contemple como eje fundamental una reducción del recargo impositivo a las empresas (menores contribuciones sociales, menores impuestos sobre beneficios) que facilite la creación de puestos de trabajo y la inversión en estos países. El problema es que estos recortes hay que financiarlos, pues los países de la zona euro no están en disposición de hacerlo; solo cabría proponer que se compartieran entre todos por medio de una política cooperativa, algo muy lejano de conseguir en la actualidad.

4. Solo las empresas serán capaces de generar crecimiento económico

En cualquier caso, una de las consecuencias de todo lo anterior es que las empresas constituyen el único sector con capacidad de generar el crecimiento económico, máxime si, como es el caso de España, la estrategia adoptada está cercana a la opción alemana, pues el resto de los actores económicos tienen muy mermada su capacidad de contribuir al crecimiento económico. En efecto:

- Los gobiernos no pueden ni podrán aumentar su gasto público en los próximos años, por lo que no cabe sino esperar reducciones en la inversión pública y aumentos impositivos,
- Los consumidores arrastran enormes cantidades de deuda y se encuentran inmersos en importantes procesos de desapalancamiento. Necesitan restaurar su solvencia, se enfrentan a un descenso de los precios de la vivienda residencial y, por tanto, de su riqueza, un incremento de márgenes de tipos de interés demandados por los bancos, un desempleo creciente y, en definitiva, a una gran incertidumbre respecto a sus rentas futuras. Por tanto, es bastante improbable que la demanda de los consumidores sea el motor del crecimiento en determinados países como, por ejemplo, España.

Es obvio, por tanto, que solo las empresas están en disposición de generar crecimiento económico necesario. La cuestión es cómo y dónde. En términos generales, la situación actual apunta a que las empresas de Estados Unidos, Europa y Japón disponen de los medios para invertir, dadas sus elevadas ratios de autofinanciación, sus reducidos niveles de deuda (excepto en el Reino Unido), y sus importantes reservas financieras.

Pero, ¿lo están haciendo? Los datos de la contabilidad nacional y de las respectivas Centrales de Balances muestran que la inversión está aumentando sólo en Estados Unidos, muy poco en Japón y nada en la zona euro y que, en todos ellos, el empleo continúa siendo muy débil. ¿A qué puede atribuirse este comportamiento? Desde luego, no a la existencia de una restricción financiera, pues aunque están en un proceso de desapalancamiento, no representa ninguna restricción financiera gracias al elevado nivel de beneficios. Tampoco puede achacarse a la presencia de elevados tipos de interés reales (aunque puede ser parcialmente el caso en los países periféricos de la zona euro). Todo apunta a la anticipación de que la debilidad de la demanda privada continuará siendo muy débil y, sin duda, a la desaceleración que globalmente muestra la productividad total de los factores o progreso técnico. Esta última razón es la más preocupante, pues un descenso de dicho progreso técnico lleva directamente a una caída de la inversión, así como a un menor incremento de la productividad del trabajo, que afecta por tanto, al comportamiento de los salarios reales, contribuyendo de esta forma a una mayor debilidad de la demanda privada. Ya que no ha habido, en general, merma de la capacitación de la fuerza de trabajo ni en la innovación, la desaceleración de la productividad total de los factores solo puede ser explicada por una caída de la capacidad de producción del sistema.

Pero, a pesar de esta situación, solo las empresas tienen capacidad para generar crecimiento económico a medio plazo. Ahora bien, ¿bajo qué condiciones? Esto equivale a plantear y contestar a las siguientes tres cuestiones:

- 1) ¿Están las empresas decididas a utilizar sus beneficios para invertir en sus países?
- 2) ¿Existen en estos países sectores empresariales con potencial para crear puestos de trabajo?
- 3) ¿Están los gobiernos ayudando a las empresas a adoptar el papel de conductores del crecimiento económico?

4.1. El uso de los beneficios.

Las perspectivas de crecimiento económico para los países de la OCDE no son muy optimistas. Ante ello, las empresas disponen de tres posibles alternativas:

- Invertir en países emergentes y beneficiarse de su mayor crecimiento económico, lo que explica las salidas de capitales desde los países de la OCDE en forma de inversión directa. Es común invertir en países emergentes para producir localmente los bienes demandados por esos países.
- No invertir y en su lugar intensificar el proceso de desapalancamiento. La única excepción la constituye Estados Unidos, cuyas compañías presentan un comportamiento más dinámico.
- Acumular reservas financieras.

Desde esta perspectiva, el caso de Estados Unidos es interesante. Se detecta un incremento importante de la actividad inversora en un contexto de mejora de las condiciones de oferta: costes salariales reducidos, precios a la baja de la energía, etc. Por tanto, se podría concluir que la existencia de altos beneficios en las empresas no garantiza niveles de inversión elevados, a no ser que el mercado local sea suficientemente atractivo.

4.2. ¿Qué sectores pueden crear puestos de trabajo?

En otras palabras, ¿qué sectores podría esperarse que tuvieran capacidad para reducir el desempleo en los próximos meses? No desde luego la construcción, tampoco los sectores informáticos ni turísticos que, a lo más, pueden

mostrar una creación de empleo de mantenimiento. Y mucho menos el de seguridad, sector que en los últimos años ha venido absorbiendo mano de obra poco cualificada. Solo aparece el sector de las energías renovables. Pero si los países de la OCDE apuestan por intensificar la producción de energía renovable, ¿están anticipando la construcción del equipo correspondiente? En la actualidad, solo aparecen dos países que están realizando tal proceso: Alemania y Estados Unidos.

4.3. ¿Ayudaran los gobiernos a las empresas?

El factor clave para un repunte del crecimiento económico de los países de la OCDE es que las empresas sean capaces de crear puestos de trabajo e invertir en sectores que puedan desarrollarse de una manera rápida y sostenible. Lo demás no es sino una transferencia de cuotas de mercado de unos países a otros: si la industria estadounidense se recupera, probablemente se deberá a que está acaparando cuotas de mercado de industrias de otros países de la OCDE (especialmente de la zona euro).

En esta situación, la ayuda del gobierno podría ser de carácter positivo, mediante subsidios para investigación, financiación del capital necesario para la constitución de empresas, etc. O puede ser de carácter defensivo, absteniéndose de adoptar medidas perjudiciales para las empresas privadas, como, por ejemplo, incrementos de los recargos impositivos, regulación restrictiva del mercado de trabajo y costes laborales excesivos.

Otras cuestiones, acaso más complicadas, son ¿cuál debería de ser el papel que el gobierno tendría en la definición de los sectores del futuro? ¿Debería realmente definirlos o, por el contrario, simplemente debería de ayudar a las empresas? ¿Cuál es la capacidad de la regulación? ¿Habrá problemas en el futuro para la financiación de las empresas innovadoras? No ha sido este el caso en el pasado, pero las nuevas reglas prudenciales de los bancos llevan a endurecer de forma significativa las condiciones de financiación a las empresas, especialmente en la zona euro. ¿Será más eficiente que los gobiernos tomen el papel de los bancos o que revisen las condiciones prudenciales?

En definitiva, los gobiernos y las economías domésticas tendrán con toda probabilidad pocas opciones de contribuir de forma significativa al crecimiento de los países de la OCDE. Solo pueden asumir este papel las empresas que, en general, presentan signos de rentabilidad y disponen de fuertes reservas financieras.

Pero, continúa la cuestión de porqué se debería invertir en los países de la OCDE, si las perspectivas económicas de los países emergentes son más optimistas, no aparecen mercados de gran escala, el marco regulatorio e impositivo es todo lo favorable que pudiera ser y, en fin, los costes de producción continúan siendo elevados. Por su parte, el papel del gobierno sería el de promover (a través de la regulación y los incentivos) la aparición de mercados a gran escala para que no se quede solo en una medida de estímulo a la demanda sin incrementar la producción local.

5. ¿Qué sectores deberían ser desarrollados, los industriales o los servicios exportables?

Por último, el reducido tamaño de los sectores industriales de determinados países como, por ejemplo, Estados Unidos, Reino Unido, Francia y España, abre un debate sobre la posible necesidad de reindustrialización. El objetivo en esos países sería revigorizar el empleo industrial y crear puestos de trabajo que requieren de una mayor capacitación que los generados por los sectores de servicios nacionales, venta al por menor o construcción. Desde este punto de vista, aparecería la exigencia de adoptar políticas industriales, como, por ejemplo, ayuda a la innovación o a grandes proyectos industriales.

Sin embargo, esta no es una estrategia unánimemente aceptada. Para algunos, una reconversión industrial presenta muchos inconvenientes:

- Una gran parte de la industria manufacturera corresponde a industrias convencionales: alimentación, bienes de consumo e intermedios) y las industrias sofisticadas todavía constituyen una muy pequeña proporción.
- Este desarrollo de la industria se debe realizar con una escasez generalizada de recursos no renovables (energía, metales, otras materias primas).
- Las diferencias en los costes de producción respecto a los países emergentes continuarán, por lo que persistirá la desindustrialización en los países de la OCDE.
- Aquellos países en los que la tasa de desempleo es elevada son países donde los puestos de trabajo en el sector servicios son abundantes. De hecho, existe una relación clara entre la tasa de empleo total y la tasa de empleo excluyendo la industria

manufacturera, mientras que no hay relación alguna entre la tasa de empleo total y la tasa de empleo en el sector industrial. Entonces, se justificaría que el desarrollo de la industria presenta muchas desventajas (sectores no sofisticados o consumo de recursos escasos) en el sentido de que contribuiría en muy poca proporción a la vuelta del pleno empleo.

- Pero, además, el problema de los países desindustrializados no es solo de falta de puestos de trabajo sino también de déficit exterior ante la insuficiencia de sus exportaciones. En esas circunstancias, estos países acumulan deuda externa, lo que lleva a medio plazo a la pérdida de solvencia exterior. Más pronto que tarde, aparecerá una restricción en forma de equilibrio exterior.

Por tanto, existen dos posturas claramente diferenciadas. Por una parte, la industria tradicional no es necesariamente el futuro de los países de la OCDE desde el punto de vista del empleo pero, por otra, esos países necesitan a la industria para asegurar su equilibrio exterior. ¿Cómo se pueden compatibilizar estos dos argumentos? Una posible solución es apostar por industrias diferenciadas y destinadas al componente de la sociedad con mayor poder adquisitivo, de forma que las industrias de estos países no compitan con las de reducidos costes laborales características de los países emergentes. Esta separación es la que ha permitido a Alemania a elevar sus precios, mientras que Francia y España no son capaces de pasar sus incrementos de costes a sus precios de venta. Asimismo, la importancia de los servicios exportables serán de una importancia creciente (IT, servicios financieros, turismo, servicios de educación, tecnología y *royalties* de patentes...).

6. Conclusiones

La empresa europea, y la española en particular, se encuentran, en cuanto a sector, en una situación crítica, tanto en lo que se refiere a su cuenta de resultados como a su estrategia futura. El proceso de heterogeneidad registrado en la zona euro ha llevado a determinados países de esa zona a presentar un sector industrial muy pequeño, que facilita la aparición y desarrollo de graves desequilibrios exteriores, dificulta su corrección y contribuye al desempleo. Esto hace que los países se vean en la doble necesidad de crear puestos de trabajo y, al mismo tiempo, equilibrar el saldo de su balanza de pagos por cuenta corriente. La industria manufacturera tradicional genera superávit exteriores pero no crea puestos de trabajo, incluso en países muy industriales

como Alemania, Finlandia o Suecia, ante las elevadas ganancias de productividad que presenta. Por el contrario, los servicios domésticos (de consumo, construcción o comercio al por menor) tienen la capacidad de crear puestos de trabajo, pero no de contribuir a equilibrar las cuentas exteriores. Un posible compromiso intermedio pasaría por centrarse alrededor de la industria en términos muy amplios, que incluya, básicamente, sectores de exportación, al estilo del desarrollado por Reino Unido, Japón u Holanda, en lugar del modelo alemán, que se centra en la industria manufacturera o del llevado a cabo por Estados Unidos, con su reciente reindustrialización en industrias convencionales (automoción, químicas...)

ante la reducción experimentada en los costes salariales y de la energía.

Por tanto, es necesario ese esfuerzo inversor, pero teniendo en cuenta que elevados beneficios de las empresas no garantizan niveles de inversión elevados si el mercado local no es atractivo. El mensaje central es claro: la empresa es el único actor económico con capacidad para generar crecimiento económico, único elixir para facilitar el proceso de ajuste de la economía española y para definir el nuevo patrón de cómo conseguir ese crecimiento económico. La importancia de estos objetivos debería servir para justificar los procesos de reformas estructurales que se acometan.