



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

www.iaes.es

La proyección de la crisis en España

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
02/2009

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA AMBIENTAL

Dr. D. Diego Azqueta Oyarzun

Catedrático de Teoría Económica.
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS Y PYME

Dr. D. Antonio García Tabuena

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet

http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm

ISSN:1139-6148

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-07/08 INNOVATIVE AND CREATIVE ENTREPRENEURSHIP IN SPAIN

Juan Ramón Cuadrado Roura y Antonio García Tabuena

WP-08/08 LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Antonio Torrero Mañas

WP-09/08 LA CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Antonio Torrero Mañas

WP-10/08 GLOBALIZACIÓN Y CIUDADES DE AMÉRICA LATINA

Natalia Usach y Rubén Garrido Yserte

WP-11/08 REGIONAL CONVERGENCE IN PRODUCTIVITY AND PRODUCTIVE STRUCTURE. APPLICATION TO EUROPEAN SOUTHERN COUNTRIES

Andrés Maroto y Juan Ramón Cuadrado

WP-12/08 CONVERGENCIA REGIONAL EN PRODUCTIVIDAD Y CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA PRODUCTIVA

Juan Ramón Cuadrado Roura y Andrés Maroto Sánchez

WP-13/08 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA SEGREGACIÓN LABORAL POR GÉNERO EN ESPAÑA

Carlos Iglesias y Raquel Llorente

WP-01/09 EL IRPF ANTE UNA ENCRUCIJADA: OPCIONES DE REFORMA

José M. Domínguez Martínez



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225

Fax (34)918855211 Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es

LA PROYECCION DE LA CRISIS EN ESPAÑA¹

RESUMEN:

El mundo, y también España, se enfrenta a la corrección de un ciclo extraordinariamente expansivo del crédito, que ha tenido lugar en un entorno de riesgo creciente y de relajación reguladora, con innovaciones financieras importantes, y un papel destacadísimo de los mercados financieros, de los productos derivados y de los bancos de inversión.

En la fase expansiva del ciclo, la abundancia de recursos y la gran liquidez de los mercados ha impulsado el crecimiento económico en un marco financiero global. Lo que ha de afrontarse ahora es la corrección de los excesos y el retorno a niveles más soportables de endeudamiento en un escenario de mayor sensibilidad hacia el riesgo.

AUTOR:

ANTONIO TORRERO MAÑAS. Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá.

¹ Conferencia preparada para el ciclo organizado por el Colegio Libre de Eméritos sobre la *Situación Económica de España en el contexto de la Crisis Internacional* en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. 29-01-2009

1. LA IMPORTANCIA DE LAS IDEAS

El último párrafo de la Teoría General lo dedicó Keynes a destacar el poder de las ideas cuya influencia cree superior a la de los grupos de presión. Ese juicio parece plenamente justificado cuando se observa la evolución del sistema financiero mundial y la crisis actual.

Cuando finalizó la segunda guerra mundial existían unas ideas respecto al papel de las finanzas en el nuevo orden internacional. Las dos fundamentales eran: el papel regulador de los tipos de cambio del Fondo Monetario Internacional (FMI); y la desconfianza respecto a los efectos de la liberalización internacional de los recursos financieros, recelo acorde con los efectos desestabilizadores atribuidos a los flujos de capital en la Gran Depresión.

El papel de las finanzas en el ámbito nacional estaba afectado también por el descrédito de lo financiero, sector al que se consideró responsable de la Gran Depresión. Los aspectos claves que orientaron el *New Deal* en materia financiera fueron: la limitación de la competencia mediante una estricta separación institucional, y la protección al ahorrador (creación del seguro de depósitos) para promover la estabilidad y evitar los pánicos bancarios.

En la década de los setenta de la pasada centuria comienza la demolición de este orden institucional. El detonante fue la debilidad del dólar; también influyó el declive de las ideas de Keynes respecto a la regulación del ciclo a las que se responsabilizó del estancamiento económico con inflación. La crisis energética de los setenta, el endeudamiento de los países emergentes intermediado por la banca internacional, el impago de la deuda en 1982 y la delicada situación de la banca acreedora (básicamente norteamericana), son episodios claves para comprender el cambio de orientación de las finanzas, reforzadas por el triunfo del monetarismo que reclamó un mayor protagonismo para los mercados financieros.

En la década de los noventa, el estancamiento de Japón y la caída de los países socialistas reforzaron la confianza en los mercados, así como el escepticismo hacia los efectos de las intervenciones públicas. En contraste, la pujanza de la economía americana con unos mercados financieros fuertes y flexibles que financiaban a las empresas protagonistas de la revolución tecnológica, consolidaban las ideas a favor del protagonismo de los mercados.

En el orden nacional, se fueron demoliendo las barreras que separaban a las instituciones financieras, acentuando su interdependencia en un clima de exaltación de la competencia como determinante de la bondad de la asignación de los recursos y de la estabilidad de la economía.

INDICE

| | |
|--|----|
| 1. La importancia de las ideas | 6 |
| 1.1. Confianza en los mercados financieros y menor valoración de la intermediación bancaria tradicional..... | 7 |
| 1.2. El impulso hacia la liberalización financiera | 7 |
| 1.3. Mercados eficientes..... | 8 |
| 1.4. Capacidad para predecir el futuro | 8 |
| 1.5. La trascendencia de la Gran Depresión y del estancamiento japonés..... | 9 |
| 2. Greenspan. Cara y cruz | 10 |
| 2.1. La caída de la Bolsa de 1987 | 10 |
| 2.2. El estancamiento de Japón..... | 11 |
| 2.3. La crisis del LTCM | 11 |
| 2.4. La burbuja tecnológica | 11 |
| 3. Apalancamiento y burbuja crediticia | 12 |
| 4. La proyección de la crisis en España | 13 |
| 4.1. La importancia del tiempo en el ajuste | 14 |
| 4.2. El problema de la competitividad | 14 |
| 4.3. La necesidad de financiación exterior | 14 |
| 4.4. La actuación del Gobierno | 15 |
| 5. Nota final..... | 16 |
| 5.1. Sobre la crisis financiera internacional | 16 |
| 5.2. Sobre el impacto de la crisis en España | 16 |

Esta apretada síntesis ayudará a comprender las ideas fuerza fundamentales que se han ido imponiendo en las tres últimas décadas, y que están en la base de la gestación de la crisis financiera actual y de la disposición de las autoridades para afrontarla. Permítaseme que con brevedad aluda a las cinco siguientes:

1.1. Confianza en los mercados financieros y menor valoración de la intermediación bancaria tradicional

Los mercados financieros se han consolidado como la institución clave; en los países en los cuales aún no se ha conseguido esta situación, la idea predominante es que se llegará en el futuro, puesto que el progreso de las finanzas se identifica con la evolución en esa dirección. Dos consecuencias se derivan de este hecho:

El protagonismo de los mercados permite la revisión constante e inmediata de la asignación de los recursos a los sectores más prometedores; las empresas en actividades con menos futuro no pueden mantenerse, como antes, escudándose en la relación estable a largo plazo con las instituciones financieras bancarias.

La financiación a través de los mercados permite una mayor diversificación del riesgo puesto que éste se distribuye entre multitud de inversores, y no se concentra en el balance de un número limitado de entidades. En definitiva se ha impuesto la flexibilidad de los mercados frente a la mayor estabilidad de los intermediarios financieros bancarios.

1.2. El impulso hacia la liberalización financiera

El protagonismo de los mercados precisa la potenciación de la competencia lo cual requiere la liberalización de las finanzas. En el orden internacional el vuelco ha sido espectacular: el FMI que surgió como ordenador de los tipos de cambio, lo cual requiere límites y controles de los flujos de capital, llegó a convertirse en el principal promotor de la liberalización financiera en la década de los noventa del pasado siglo.

No entro a considerar el papel del FMI y del Banco Mundial (BM) en lo que Bhagwati ha denominado el complejo de Wall Street que agrupa a este mercado, al Departamento del Tesoro americano y a las dos instituciones supranacionales citadas. Esas instituciones, con ideas similares, han sido los impulsores de la liberalización de los flujos de capital.

Dos observaciones más:

- No pretendo sugerir que la liberalización haya sido fruto de una conspiración para imponer un modelo que favorezca a los intereses de los Estados Unidos. Yo creo que la liberalización los ha favorecido, pero no ha sido ése el motor que la ha impulsado,

sino la convicción de que era la mejor opción para todos los países.

- La liberalización financiera internacional obliga a la nacional, puesto que, de no ser así, las empresas con dimensión suficiente apelarían a los mercados internacionales orillando al sistema financiero nacional.

1.3. Mercados eficientes

El soporte de la teoría financiera predominante es la teoría de los mercados eficientes según la cual las cotizaciones de los activos son reflejo de la información disponible en cada momento. No puedo entrar, ni siquiera minimamente, en las versiones de la teoría ni en los resultados de las investigaciones al respecto. Deseo señalar, no obstante, que no sólo la información afecta a las valoraciones de los mercados, sino que éstas influyen a su vez sobre las variables económicas. Esa interacción, (reflexivity) en la terminología de Soros, puede tener especial trascendencia en las crisis financieras agudas cuando la debilidad de los mercados y de las instituciones financieras afecta a las conductas de los agentes, debilitando los datos fundamentales sobre los cuales adoptan sus decisiones.

En situaciones de crisis financieras agudas, las expectativas de los propios mercados asumen el protagonismo; los efectos rebaño o emulación generan pánicos y amplían, de manera extraordinaria, la diferencia entre la cotización de los activos y la que cabría esperar de los datos fundamentales de la economía.

1.4. Capacidad para predecir el futuro

El predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria acentúa la confianza en la posibilidad de prever las valoraciones futuras de los activos. Los mercados ofrecen largas series de datos que permiten detectar regularidades estadísticas y aventurar, sobre esa base, el comportamiento de los precios en el futuro. La intermediación bancaria se fundamenta más en el conocimiento del cliente, de su actividad y de la experiencia en la relación comercial. La historia de esa relación es fundamental para la concesión de los créditos.

La cuestión clave es el tiempo. En el muy corto plazo es muy probable la continuidad de la situación. Según se amplía el plazo, disminuye la confianza con la cual podemos hacer la predicción, puesto que cuanto más dilatado sea el período de tiempo mayor es la posibilidad de que se produzca un acontecimiento inesperado o la ruptura brusca de la tendencia.

En los últimos treinta años hemos asistido a una escalada en la confianza de poder predecir el futuro mediante el estudio, cada vez más sofisticado, del comportamiento de los mercados en el pasado. El

conocimiento específico de la realidad económica, de los procesos históricos, y la memoria y experiencia con los deudores, pasaron a un segundo plano para la evaluación del riesgo, y se impuso la confianza en las predicciones mediante la utilización de modelos matemáticos cada vez más complejos.

1.5. La trascendencia de la Gran Depresión y del estancamiento japonés

Los episodios de crisis financieras han sido frecuentes en las últimas décadas, pero las perturbaciones han tenido importancia distinta dependiendo de los activos y mercados afectados. En la memoria histórica ha quedado como paradigma de una catástrofe financiera la Gran Depresión, que afectó a todo el mundo aunque el epicentro se situó en los Estados Unidos. Un segundo paradigma de crisis financiera ha sido el estancamiento japonés que siguió a la explosión de la burbuja inmobiliaria y bursátil de 1989.

Por supuesto, Estados Unidos y Japón son países distintos, con diferente estructura económica, y organización social desigual, pero me parece interesante subrayar tres elementos comunes en ambas crisis:

- Inhibición, o respuesta tibia y tardía de las autoridades;
- la deflación se erige en el enemigo a batir,
- la crisis afecta al sistema bancario ordinario, no sólo se produce en Wall Street sino que llega a Main Street.

Seguramente esta memoria histórica ayude a comprender la rapidez y la contundencia de las intervenciones públicas en la crisis actual; la preocupación por la deflación; y la extrema inquietud de que la crisis afecte a los bancos comerciales, esto es, a las terminales finales que asignan el crédito a la gran mayoría de las empresas y a las economías familiares.

Impedir el pánico en los mercados financieros es el objetivo inicial. Cuando las autoridades empezaron a percibir la dimensión de la crisis acentuaron la contundencia de su actuación y la ampliación de las garantías al ahorro. Bernanke, además, es un gran experto en la Gran Depresión; por eso, tengo que confesar mi sorpresa y desconcierto cuando dejaron caer Lehman Brothers. Esa respuesta no cuadraba, ni cuadra, con el modelo de comportamiento de las autoridades que me parecía más probable.

Entiéndaseme bien. Creo que Lehman Brothers y otras muchas instituciones habían actuado asumiendo altos niveles de riesgo, y estaba perfectamente justificada su liquidación, pero el pánico y la desconfianza que generó su desaparición agravó la crisis financiera. Desde mi punto de vista, nunca debió permitirse la apoteosis del riesgo, pero llegado el

momento de la crisis, las decisiones públicas deben ser extremadamente cautelosas en la evaluación de las reacciones de los mercados.

El resultado final de las ideas expuestas ha sido unas finanzas con predominio de los mercados, exaltación de la competencia y gran confianza en la capacidad de autorregulación del sector financiero. La organización de las finanzas no ha respondido a una actuación predeterminada, sino que es el resultado de la competencia. Es cierto que se apreciaba una mayor volatilidad en los mercados y mayor frecuencia en las perturbaciones financieras, pero se producía en una etapa de crecimiento económico estable conocida como la Gran Moderación. Se pensaba además, que un elemento crucial de la estabilidad económica era la actuación flexible de los mercados financieros y la actitud responsable de las grandes instituciones financieras.

2. GREENSPAN. CARA Y CRUZ

La memoria conserva muy vivos los nombres de algunos Presidentes de la Reserva Federal. Así ocurre con el de Volcker (1979-1987) que precedió a Greenspan y que consiguió doblegar la inflación americana. Greenspan es conocido y respetado por dos motivos esenciales: el primero, por actuar con decisión y acierto en episodios importantes de inestabilidad financiera; el segundo, por diagnosticar certeramente los cambios que habían tenido lugar en la estructura productiva de la economía americana y alentar su crecimiento cuando se habían traspasado a la baja las cotas de desempleo que se consideraban preludio de inflación. Los Estados Unidos deben a Greenspan parte del mérito de haber logrado la mayor década de crecimiento económico de su historia.

Para comprender las decisiones de Greenspan puede ser de ayuda exponer, muy esquemáticamente, las ideas y las fórmulas de actuación con las que consideró algunas crisis importantes que tuvieron lugar en su prolongado mandato (18 años).

2.1. La caída de la Bolsa de 1987

Greenspan acababa de tomar posesión de su cargo. Su decisión inmediata fue proveer de liquidez y garantía a los mercados, para evitar que la baja bursátil pudiera degenerar en una crisis financiera y económica como la de 1929. En unos meses los mercados recuperaron la normalidad.

2.2. El estancamiento de Japón

La crisis financiera y el estancamiento de Japón, que comienza en 1990 y llega, con ligeros altibajos, hasta nuestros días, confirmó la necesidad de actuaciones rápidas y contundentes para detener el deterioro del sistema bancario afectado por el derrumbe del mercado bursátil y del inmobiliario. Los lectores de los discursos de Greenspan recordarán las alusiones reiteradas al riesgo de deflación, tomando como ejemplo lo acontecido en Japón.

2.3. La crisis del LTCM

En el caso del *hedge fund* (el *Long-Term Capital- Management*) en 1998, la Reserva Federal actuó de forma decidida pero discreta sin involucrarse directamente ni aportar recursos. Un partidario tan apasionado de la economía de mercado como Greenspan no dudó en intervenir en la crisis de una empresa cuya liquidación apresurada y forzada hubiera puesto en peligro la estabilidad del sistema financiero de los Estados Unidos.

2.4. La burbuja tecnológica

El episodio más controvertido de su carrera como banquero central se produjo con la burbuja bursátil de las empresas tecnológicas –de la nueva economía, se decía–, que alcanzaron niveles de valoración desorbitados con un argumento muy repetido a lo largo de la historia: que la situación era nueva y no podía evaluarse con los criterios del pasado. Greenspan advirtió en 1996 del riesgo de los mercados con una frase que se hizo celebre: la “exhuberancia irracional”.

Siete meses más tarde, Greenspan dejó a un lado la cautela y se convirtió en el defensor de la “nueva economía” poniendo el énfasis en su efecto sobre el crecimiento de la productividad. Cuando estalló la burbuja tecnológica en el año 2000, su reacción fue intentar frenar los efectos del desplome mediante reducciones drásticas de los tipos de interés. El mantenimiento de éstos a muy bajo nivel durante varios años dio lugar a una explosión de crédito y liquidez que es la antesala de la crisis actual.

Con todo, el aspecto más negativo de la gestión de Greenspan ha sido, en mi opinión, favorecer el aumento de la propensión al riesgo. Con la misma fe que aplaudió los excesos de la “nueva economía” celebró la expansión de los mercados de derivados, que han dado lugar a una gigantesca burbuja de crédito cuya corrección es la razón fundamental de la crisis económica y financiera actual.

Con la crisis del LTCM, Greenspan pudo atisbar la magnitud de los riesgos que se estaban asumiendo y el episodio debería haberle inducido a ser más cauteloso. Sin embargo, no afectó a su firme defensa de los

mercados. Permítaseme que cite un párrafo al respecto muy significativo:

"No defendiendo los fondos de cobertura, pero muchas de las cosas que realizan para obtener beneficios son actividades más bien de tipo arbitral, es decir, comprar en un mercado para vender en otro, que tienden a refinar el sistema de fijación de precios en Estados Unidos y en todas partes; y ese sistema de fijación de precios realmente excepcional y cada vez más sofisticado es una de las razones por las cuales el uso del capital de este país es tan eficiente. Por eso la productividad que tenemos es la más elevada del mundo, y nuestro nivel de vida, incuestionablemente el más alto" (2000).

3. APALANCAMIENTO Y BURBUJA CREDITICIA

El mundo se enfrenta a la corrección de un ciclo extraordinariamente expansivo del crédito, que ha tenido lugar en un entorno de riesgo creciente y de relajación reguladora, con innovaciones financieras importantes, y un papel destacadísimo de los mercados financieros, de los productos derivados y de los bancos de inversión.

En la fase expansiva del ciclo, la abundancia de recursos y la gran liquidez de los mercados ha impulsado el crecimiento económico en un marco financiero global. Lo que ha de afrontarse ahora es la corrección de los excesos y el retorno a niveles más soportables de endeudamiento en un escenario de mayor sensibilidad hacia el riesgo. *La cuestión fundamental es cómo se ajustan las economías en esta fase contractiva, y cómo impedir que el sentimiento pesimista de los agentes económicos y de los intermediarios financieros, dé lugar a una perturbación financiera de tal intensidad que degeneren en una depresión intensa y duradera.*

Las autoridades de todo el mundo son conscientes del peligro que supone la recesión, la deflación, y la depresión. El recuerdo de la Gran Depresión actúa como vacuna; los gobiernos están dispuestos a tomar las medidas precisas de forma inmediata para intentar evitar que la historia se repita. Han pasado a segundo plano las inquietudes por los efectos inflacionistas y de otro orden que puedan derivarse en el futuro de una actuación cuyo principal objetivo es impedir la parálisis crediticia. Los gobiernos participan en bancos y suplantando incluso a los intermediarios financieros en la concesión de los créditos.

El temor al desplome de las valoraciones en los mercados bursátil e inmobiliario, a la parálisis en el mercado interbancario, y, sobre todo, a la contracción del crédito bancario es común a todos los países. Se tiene conciencia de que lo más peligroso de una perturbación financiera es

que alcance a las operaciones ordinarias de los intermediarios bancarios, y llegue a afectar al canal del crédito bancario que es la única fuente de financiación externa al alcance del 95% de las empresas que generan la mayor parte del PIB y del empleo. La experiencia histórica muestra que cuando una perturbación financiera ha afectado al canal del crédito bancario, como sucedió con la Gran Depresión o en la crisis japonesa de los años noventa, los efectos de la contracción del crédito sobre el crecimiento económico son intensos y duraderos.

4. LA PROYECCIÓN DE LA CRISIS EN ESPAÑA

Cuando se produce la crisis financiera internacional, la economía española se encontraba al final de un ciclo marcado por el crecimiento económico y del empleo superior al de los países de la Unión Europea, por el protagonismo excesivo del sector de la construcción, y por desequilibrios crecientes que impedían la continuidad del ciclo expansivo.

La mayor tasa de inversión, centrada en la construcción, el deterioro de la tasa de ahorro, el rápido crecimiento de la deuda en familias y empresas financiada en el exterior, la mayor tasa de inflación, el estancamiento de la productividad; todas estas características mostraban el carácter no recurrente del modelo de crecimiento, su inestabilidad potencial, que se agudizaba con su prolongación. El modelo descansaba en el alza de los precios en la vivienda como garantía de la deuda y en la disponibilidad de financiación en el exterior.

La magnitud y progresión del déficit por cuenta corriente mostraba con claridad la precariedad del crecimiento económico español. Con independencia de la crisis financiera internacional, la economía española se hubiera visto obligada al ajuste; la crisis ha sido el detonante que lo ha desencadenado en un entorno internacional muy desfavorable.

Como consecuencia, la economía española está sufriendo la crisis internacional con mayor virulencia que la Unión Europea, puesto que a las circunstancias negativas generales se añade la necesidad del ajuste del déficit exterior. Hemos crecido más porque hemos asumido riesgos mayores acumulando desequilibrios que impedían la continuidad de ese crecimiento. Ahora es preciso corregir en una coyuntura adversa. De ahí la dureza, la radicalidad del ajuste.

La crisis financiera está afectando gravemente a la economía real. La parálisis del crédito bancario, fruto de la desconfianza, es el enemigo a combatir y todos los Gobiernos lo están haciendo con decisión, conscientes de que si la crisis alcanza el canal del crédito ordinario, única fuente de financiación de PYMES y familias, el ajuste será más intenso y prolongado. La solvencia y el dinamismo del sistema bancario es, pues, esencial.

El sistema bancario español, muy competitivo, está mostrando una fortaleza mayor que el de otros países. No hemos sufrido prácticamente el impacto de productos financieros basados en las hipotecas de alto riesgo, y el Banco de España, que forzó la constitución de provisiones en el período de bonanza, ha obligado a mantener niveles altos de capitalización. Sin embargo, el peso de los riesgos asociados a la actividad constructora de nuestros bancos y cajas es muy superior al de otros países.

4.1. La importancia del tiempo en el ajuste

El tiempo juega un papel fundamental. Las pérdidas derivadas de la menor valoración de productos financieros de alto riesgo se advierten con mayor rapidez que las originadas por el deterioro de las garantías ligadas al sector inmobiliario. El afloramiento de la morosidad se produce en éstos de forma espaciada, cuando la resistencia empresarial llega el límite. En definitiva, aunque la posición de partida de nuestro sistema bancario es robusta, una crisis prolongada, sobre todo en el sector construcción, puede llegar a afectar a la solvencia de entidades. Evitar esa situación es un objetivo fundamental en todos los países, y también en España.

4.2. El problema de la competitividad

La precariedad de nuestra situación tiene su punto clave en nuestra falta de competitividad. Una moneda fuerte –como el euro– es una garantía excelente que favorece la inversión basada en el endeudamiento. Los efectos favorables se producen inmediatamente, pero una inflación superior y el mayor ascenso de los costes salariales erosiona la capacidad competitiva, lo cual afecta en primera instancia y de forma directa a las empresas más expuestas a la disciplina de los mercados exteriores. De ahí la debilidad de nuestro sector industrial ahogado por el mayor crecimiento de los costes interiores, sin poder restaurar por la vía monetaria la erosión de la competitividad, recurso al que hemos acudido sistemáticamente en el pasado.

4.3. La necesidad de financiación exterior

La variable esencial que ha instado al ajuste es la dificultad de financiación exterior. La corrección implica la reducción del endeudamiento, el freno a la inversión en el exterior, la venta de activos, la penalización del mayor coste de la financiación, la reducción del crecimiento económico y la destrucción de empleo.

El ajuste se está produciendo ya con intensidad. El resultado será la reducción del déficit por cuenta corriente como consecuencia del menor déficit comercial debido al desplome de los precios del petróleo y a las menores importaciones asociadas a la disminución del PIB. El aumento del ahorro de las familias se verá compensado por el rapidísimo incremento del déficit público debido al fortísimo crecimiento del paro.

En conjunto, cabe esperar, como he señalado, la reducción de nuestro principal desequilibrio que había alcanzado niveles insólitos que han llegado ya a afectar al conjunto de la economía de la Unión Europea.

El retorno al crecimiento económico sostenible requiere, no obstante, la mejora de la competitividad, lo cual supone un esfuerzo en educación y en formación cuyos efectos sólo serán perceptibles en el largo plazo. *Ese es el único sendero que conduce a un crecimiento recurrente pero el dramatismo de la situación requiere, sin embargo, actuaciones enérgicas inmediatas.*

4.4. La actuación del Gobierno

Hay un acuerdo general en criticar dos aspectos esenciales:

1. El Gobierno se ha resistido a admitir lo negativo de la situación. En pocos meses ha pasado de la euforia complaciente, a aceptar que tenemos problemas como los demás, para acabar, bajo el peso de la tremenda realidad, aceptando que estamos en una crisis de extraordinaria importancia que afecta a España con mayor intensidad que a los principales países de la Unión Europea. En esa actitud del Gobierno han pesado razones puramente electorales, y errores de apreciación respecto a la dimensión de la crisis.
2. La actividad del Gobierno se ha limitado a actuaciones puntuales e inconexas a remolque de acontecimientos. Esas actuaciones se han dirigido a tratar de restablecer el crédito bancario y a intentar contener mediante mayor gasto público el desplome de la actividad y del empleo.

Ha faltado, y falta, lo esencial: el reconocimiento de la gravedad de la situación y el diseño de un plan para superar las dificultades cuyo elemento central no puede ser otro que el trabajo, la austeridad del sector público, y la solidaridad con los más desfavorecidos.

Defiendo la idea de situar la atención en las empresas. Es preciso impulsarlas ayudándolas a recobrar parte de la competitividad perdida. La contención salarial, la reducción del impuesto de sociedades y de los costes de la seguridad social, la mayor flexibilidad del mercado de trabajo, la promoción por todos los medios del flujo de crédito, así como facilitar la actividad empresarial simplificando trámites, deberían constituir los puntos básicos del diseño de un plan de apoyo a las empresas españolas.

Será inevitable recurrir al incremento del gasto público, pero la cuestión es la magnitud, la medida. Si se apela al déficit público para intentar compensar la caída de actividad creo que se entrará en un camino de corto y angosto recorrido. Los mercados financieros internacionales y las propias instituciones europeas denunciarán esa vía y nos impondrán

correcciones para que enfoquemos el inevitable ajuste con seriedad y altura de miras.

5. NOTA FINAL

5.1. Sobre la crisis financiera internacional

Creo que nadie está en condiciones de formular hipótesis con un mínimo de rigor respecto a la duración y efectos de la crisis financiera internacional. Sabemos que todos los Gobiernos son conscientes de la dimensión del problema y de sus posibles consecuencias, y no han dudado en emplear recursos y adoptar fórmulas que hace sólo seis meses nos hubieran parecido extremas y poco convenientes.

Se van imponiendo algunas ideas que antes asomaban con timidez. La principal es que las finanzas tienen características especiales que obligan a un tratamiento diferenciado y a no extender, sin matices muy cuidadosos, conceptos utilizados con normalidad en otros sectores económicos.

Las finanzas incorporan incertidumbre puesto que el desenlace de las operaciones de crédito depende de acontecimientos y actuaciones, de difícil o imposible predicción, durante el *tiempo* de vigencia de la operación financiera. La mayor importancia que han adquirido los mercados ha variado el foco de atención, desplazándose éste desde el seguimiento de la situación del receptor de los recursos hacia las reacciones de los mercados, lo cual incorpora mayor dosis de incertidumbre.

5.2. Sobre el impacto de la crisis en España

La crisis financiera internacional está afectando gravemente a España, que precisa financiación masiva del exterior. El déficit de la balanza por cuenta corriente se ha elevado de forma extraordinaria en el último lustro, alcanzado un nivel insólito (10% del PIB). Su corrección hacia una posición más sostenible exige aumentar la competitividad, pese al alivio que representa la baja del precio del petróleo y la reducción de los tipos de interés. Aún así, la dependencia de los mercados financieros exteriores seguirá siendo muy elevada. El previsible aumento del ahorro de las familias coadyuvará a la reducción de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, aunque la reducción del ahorro público seguramente compensará el incremento de ahorro de las familias. El ajuste recaerá sobre la de inversión, la capacidad instalada, la venta de activos, y el empleo.

No me parece que se tenga plena conciencia del dogal que significa ese desmesurado déficit exterior. La crisis ha permitido al Gobierno

subsumir el desequilibrio bajo la alfombra de la crisis internacional, pero España tiene pendiente la corrección del desequilibrio aunque se vaya normalizando la situación financiera.

Lo anterior significa que si en los últimos años España creció más que los países de la Unión Europea, porque invirtió en mayor medida, y empresas y familias se endeudaron considerablemente asumiendo un mayor nivel de riesgo, en los próximos años el ajuste de la economía española seguramente será más intenso y, por tanto, son menores las expectativas de crecimiento económico y, sobre todo, del empleo.

La evolución de la economía española depende, no obstante, de la determinación con la cual se aborde la situación, delicada en cualquier caso. No es lo mismo plantear la superación de los problemas a partir de su reconocimiento, que ocultarlos bajo el manto de la crisis financiera global. El Gobierno español ha optado por esta última alternativa y eso hará más difícil la superación de la crisis económica.

Empecé esta intervención aludiendo a la importancia de las ideas y deseo terminar con lo mismo.

Creo que la actual crisis financiera conllevará una revisión en favor de un mayor protagonismo de la banca relacional, y una menor confianza en las finanzas sofisticadas asociadas con los productos desarrollados por los bancos de inversión.

Permítanme una última imagen que me parece expresiva del cambio en las ideas. Supongan que hace dos años hubiera tenido lugar una entrevista entre el presidente de un gran banco comercial, que dispone de un departamento de banca de inversión muy sofisticado y competitivo en vanguardia de la innovación financiera, con el principal responsable de ese departamento. Es cierto que el presidente no comprende el contenido ni las consecuencias de los modelos matemáticos complejos, pero resulta abrumado por los resultados obtenidos y por el brillante currículum del responsable (Doctor en Física Cuántica, p.e.) y confía en que los riesgos están controlados y cubiertos. El brillante físico-matemático es dudoso que sepa quien fue A. Smith y aún más que haya leído "La riqueza de las Naciones".

La pregunta final es: ¿Creen ustedes que en una entrevista que tuviera lugar hoy, el presidente del banco comercial, un banquero tradicional experimentado, se sentiría igual de deslumbrado?

AUTOR

Antonio Torrero Mañas

Comienza su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad de Seguros donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. Ha sido Consejero Delegado de AGECO (Asesoramiento y Gestión Económica), Presidente del Banco Hipotecario de España, Presidente de Reit S.A., Consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y Consejero del Banco Español de Crédito hasta la intervención de la entidad en 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. Pertenece, desde su fundación, al Instituto Español de Analistas Financieros.

En la actualidad es Catedrático de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá.

Los últimos libros publicados son:

- La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero (1998, Civitas, Madrid).
- Internacionalización de la Bolsa y de las Finanzas (2000, Pirámide, Madrid).
- La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón (2003, Témpora, Madrid).
- Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006, Marcial Pons, Madrid).
- Revolución en las Finanzas (Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera) (2008, Marcial Pons, Madrid).