



INSTITUTO UNIVERSITARIO  
de Análisis Económico y Social



Universidad  
de Alcalá

---

## El cuarto año de crisis financiera y económica: visión internacional y española

*Antonio Torrero Mañas*

**SERIE** DOCUMENTOS DE TRABAJO

**06/2011**

---

# 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

## SUBDIRECTOR

***Dr. D. Antonio García Tabuenca***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

## AREAS DE INVESTIGACIÓN

### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

***Dr. D. Rubén Garrido Yserte***

Profesor Titular de Universidad  
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 Tabuenca***

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

### SERVICIOS E INNOVACIÓN

***Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo***

Catedrático de Economía Aplicada  
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](http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm)

**ISSN: 2172-7856**

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

**WP-12/10 PRODUCTIVITY IN EUROPEAN PRIVATE AND PUBLIC SERVICES: A GROWTH ACCOUNTING APPROACH**

Andrés Maroto-Sánchez

**WP-13/10 LA CRISIS FINANCIERA Y SUS EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Antonio Torrero Mañas

**WP-01/11 LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: UNA REVISIÓN DE ALGUNAS IDEAS SOBRE EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN EL SISTEMA ECONÓMICO**

Antonio Torrero Mañas

**WP-02/11 IMPACTOS DE LA CRISIS FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES CONSIDERACIONES PARA UNA DISCUSIÓN**

Tomás Mancha Navarro, Néstor Perticarari y Flavio Buchieri

**WP-03/11 ANÁLISIS DEL PROCESO DE ESPECIALIZACIÓN REGIONAL EN SERVICIOS EN ESPAÑA**

Juan Ramón Cuadrado Roura y Andrés Maroto Sánchez

**WP-04/11 ANALYZING THE ROLE OF SERVICE SECTOR ON PRODUCTIVITY GROWTH ACROSS EUROPEAN REGIONS**

Andrés Maroto Sánchez y Juan Ramón Cuadrado Roura

**WP-05/11 TERMS OF TRADE CYCLES IN EXTREME LAND ABUNDANT COUNTRIES, 1870-2009. SPECTRAL ANALYSIS**

José Luis Arrufat, Alberto M. Díaz Cafferata y José A. Visconte



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](mailto:iaes@iaes.es). WEB: [www.iaes.es](http://www.iaes.es)

## EL CUARTO AÑO DE CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA: VISIÓN INTERNACIONAL Y ESPAÑOLA

### RESUMEN

El análisis de la crisis financiera internacional, primera parte de este documento, contiene una apretada síntesis de los principales elementos que originaron la misma para centrar su atención en cuatro aspectos relevantes: el nuevo protagonismo de los mercados financieros, bajo unos parámetros bien diferente de los hace treinta años; el *embolsamiento* de problemas bajo la cara de una gran estabilidad y moderación; la explicación de como los países emergentes han logrado hasta ahora *vacunarse* frente a la crisis; y la necesidad de una redefinición del papel de las finanzas en el desarrollo económico en la línea de reducir su protagonismo, para poder para conseguir una menor propensión al riesgo y una moderación en la frecuencia y magnitud de las crisis financieras.

El análisis de la crisis económica española, refuerza la conocida idea del autor del *error inevitable* que supuso nuestra entrada en el euro a la vista de nuestra delicada situación actual provocada –entre otras razones- por una nefasta gestión gubernamental; un excesivo endeudamiento de todos los agentes económicos (públicos y privados) y por la permanente negativa del gobierno a aceptar la realidad. ¿Puede salirse de esta negativa situación? La respuesta del autor es se ha perdido ya mucho tiempo y que hemos entrado en lo que denomina un proceso de semiestancamiento, pero si se aplica un plan de ajuste que contenga entre otros elementos una reforma a fondo del mercado de trabajo; una revisión de la ordenación territorial; una mayor inversión en educación; un apoyo integral al mundo empresarial; y una normalización del canal del crédito bancario; España puede corregir su rumbo. Eso si el camino es duro y exige constancia, sacrificios y esfuerzos durante un largo período de tiempo.

**Palabras claves:** Crisis financiera, crisis económica, mercado, crisis deuda soberana, euro

### ABSTRACT

The analysis of the international financial crisis starts with a brief summary of the main elements that explained it. Then the paper paid attention to four relevant aspects: the new role of financial markets, the hidden face of great stability and moderation, explanation of how emerging countries have achieved so far respond to the crisis, and the need for a redefinition of the role of finance in economic development to reduce its role, in order to achieve a lower risk propensity and a moderation in the frequency and magnitude of financial crises.

The analysis of the Spanish economic crisis reinforces the idea of the author of *unavoidable error* to qualify our entry into the euro taking into account our delicate situation caused, among other reasons, by a disastrous government management, excessive borrowing of all economic agents (public and private) and the government's continued refusal to accept reality. Can Spain get out of this negative situation? The author's answer is has already lost so much time and we have entered what he calls a process of semi-stagnation, but if were possible to apply an adjustment plan that contains among other elements a thorough reform of the labor market, a deep review of the current *State of Autonomous Communities*, greater investment in education, an integral support to the business world, and a normalization of bank lending channel; then Spain can correct its course. Nevertheless, the road is hard and requires perseverance, sacrifice and effort over a long period of time.

**Key words:** financial crisis, economic crisis, market, sovereign debt, euro

### AUTOR:

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

## ÍNDICE

### LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

1. Introducción.....	7
2. Breve referencia histórica.....	8
3. El protagonismo del Sr. Mercado.....	12
4. La cara oculta de la Gran Moderación .....	14
5. La vacuna contra la crisis de los países emergentes .....	15
6. Finanzas y desarrollo económico .....	16

### LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA

7. Desconfianza sobre España .....	19
8. La cuestión del euro .....	19
9. Ubicación de la Economía Española .....	21
10. Cinco interrogantes esenciales .....	22
11. La cuestión de los eurobonos.....	25
12. Consideraciones finales.....	26

## **LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL**

Este es el cuarto año que me presento ante los alumnos de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá, para analizar primero la situación de la crisis financiera internacional que se inició en el otoño del 2007; como punto previo a una segunda intervención donde me referiré a la situación de la economía española en el marco de esta crisis y la de la Unión Monetaria Europea<sup>1</sup>.

## 1. INTRODUCCIÓN

**E**n el otoño del 2007 contemplamos con estupor el desplome súbito de los mercados financieros y la recesión económica de los países desarrollados. Estamos, pues, en el quinto año de una crisis que por su magnitud sólo tiene como precedente la Gran Depresión. Entonces, en 1929, el mundo despertó estupefacto ante un desastre que volatilizó la riqueza, el empleo y las esperanzas. Se tardó en comprender las razones de la hecatombe; ahora sabemos más, tenemos aquella dolorosa experiencia, pero esta crisis es mucho más compleja; estamos asombrados y desconcertados.

Cuando se revisan los precedentes que dieron lugar al desastre actual, la primera sensación es de incredulidad. La cuestión central que se plantea, en frase tomada del Informe de la Comisión del Gobierno de los Estados Unidos sobre la crisis es:

“¿Cómo es posible que en el año 2008 nuestro país se viera obligado a escoger entre dos alternativas descarnadas y dolorosas, o el riesgo de colapso total de nuestro sistema financiero y de la economía, o inyectar billones de dólares de los contribuyentes en el sistema financiero y en un conjunto de empresas, cuando millones de americanos perdían su trabajo, sus ahorros y sus hogares?”<sup>2</sup>.

El asombro, la incredulidad ante lo acontecido, procede de tres aspectos:

- a. Los disparates en la evaluación del riesgo. Produce sonrojo revisar las circunstancias de los receptores de los préstamos hipotecarios. Familias sin empleo fijo, con ingresos exiguos, presionadas por los buscadores de clientes hipotecarios para que firmaran contratos, con plena conciencia de la imposibilidad de que tuvieran buen fin, y sin dar información veraz y clara a los firmantes.

---

<sup>1</sup> Este documento de trabajo recoge las dos conferencias que bajo el título de “La crisis financiera internacional” y “La crisis económica española” respectivamente, impartió su autor en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá los días 5 y 6 de octubre de 2011.

<sup>2</sup> “FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crises in the United States”. Official Government Edition. January 2011, p. XVI.

- b. No se advirtió la fragilidad del entramado. Es cierto que tanto desde el propio sector financiero, como desde el ámbito académico, surgieron avisos sobre los excesos, pero el clima general era de aceptación del boom inmobiliario, en parte por confianza desmesurada en los mecanismos de control de los propios mercados, y en parte porque la gran mayoría de la sociedad se beneficiaba del festín.
- c. Se descubrió, con sorpresa, el grado de interconexión entre las instituciones financieras y el riesgo sistémico de alcance internacional.

La Gran Depresión tardó una década en superarse por completo. La etapa aguda de la crisis fue la de 1929-1933; después, hasta 1936, tuvo lugar una recuperación parcial impulsada por la inversión pública; en ese año y el siguiente se produjo una recaída, consecuencia de la prematura estabilización fiscal; la recuperación se consolidaría con la segunda guerra mundial. Fueron 10 años convulsos. Me temo que esta crisis será, al menos, tan larga como aquella.

No tiene sentido que repita ahora la descripción de la crisis financiera actual. Los textos de las conferencias de los tres últimos años están disponibles en la web del Instituto de Análisis Económico y Social (IAES); también están reunidas, con una presentación amplia, en mi libro *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española. Seis conferencias* (Marcial Pons, 2011) y lo tienen en la biblioteca de la Facultad. Permítanme que prescindan de la descripción, en lo que pueda, e intente avanzar un poco, manteniendo el propósito de intentar exponer una realidad compleja con una terminología asequible.

## 2. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA

Todos los análisis de la crisis financiera aluden a la situación y reacciones de los mercados financieros; estos son los grandes protagonistas. Los políticos, sindicalistas, y empresarios se refieren a los mercados como condicionantes de las decisiones. Unos los justifican, otros protestan y se rebelan, pero todos –incluso los más poderosos– aceptan la realidad de que los mercados financieros juzgarán y valorarán las decisiones que adopten.

Ese es un hecho nuevo. Hace treinta años, los mercados no tenían ese protagonismo. ¿Qué ha pasado?

Permítanme una breve referencia histórica que ayude a comprender el ascenso del Sr. Mercado; el hilo conductor será el paso desde la banca tradicional hacia el predominio de los mercados financieros, aunque con participación activa en éstos de la propia banca.

**1946-1973. El Fondo Monetario Internacional es la institución clave.**

Tenía a su cargo la fijación y revisión de las cotizaciones de las monedas en un entorno de movimientos internacionales de capital restringidos. Fue una etapa de escaso endeudamiento de familias y empresas, de estricta regulación de las finanzas, con peso considerable de la deuda pública en los balances bancarios, fuerte crecimiento económico y sin crisis financieras.

**1973-1982. Final de las paridades fijas pero ajustables, con protagonismo creciente de los mercados financieros.**

El episodio del reciclaje de los petrodólares, esto es, la canalización de los abundantes recursos financieros de los exportadores de petróleo, lo realizó la gran banca internacional, que obtuvo importantes beneficios. El período terminó con el reconocimiento de los países deudores de que no podían atender el pago de la deuda, la crisis de los bancos prestamistas, y la intervención del gobierno de los Estados Unidos para impedir la quiebra de sus bancos y dar una salida a la deuda impagada. La solución se plasmó en una quita y en el respaldo del Tesoro americano de la deuda reconvertida, lo que permitió su negociación en los mercados financieros (Plan Brady).

**1982-1998. Papel creciente de los mercados financieros.**

Liberalización nacional e internacional de las finanzas, eliminándose progresivamente las cautelas impuestas en la legislación de los años treinta. Crisis financieras frecuentes en los países emergentes, que culminó con la del Sudeste Asiático de 1997. Factor fundamental de estas perturbaciones fueron las salidas bruscas de capital, lo cual tendría mucha influencia después en las actitudes recelosas de los países emergentes respecto de la dependencia del ahorro exterior.

En los países desarrollados, las crisis financieras se produjeron también: en 1980-83 en las Cajas de Ahorros de Estados Unidos, y en la bolsa en 1987. Ambas tuvieron repercusión limitada y se resolvieron con la intervención del Gobierno.

**1998-2007. La Gran Moderación.**

La desregulación financiera se agudiza en un clima de creciente confianza en los mercados; en las virtudes de la competencia en el ámbito financiero; y en la fe en la capacidad autorreguladora y supervisora de los propios agentes, instituciones y mercados.

En 1998 tuvo lugar la quiebra del mayor *hedge-fund* existente: *Long Term Capital Management* (LTCM). Era un precedente de lo que sucedería en el futuro, pero la corriente liberalizadora y la intervención *ordenadora* de la Reserva Federal fueron más fuertes que el presagio de lo sucedido con el LTCM.

Esta etapa vive la apoteosis del avance de las finanzas en todas las magnitudes: cuantía de los activos financieros; volumen de

transacciones en los mercados; valoración de activos bursátiles e inmobiliarios... En la vertiente económica son años de crecimiento económico significativo y regular, sin presiones inflacionistas. La perturbación financiera de mayor importancia se produjo a comienzo del milenio con la burbuja de las empresas tecnológicas; los precios de las acciones *punto com* subieron de forma espectacular para derrumbarse después con estrépito, pero el alcance de los daños, siendo importantes, se limitó al ámbito de los arriesgados inversores en esas empresas.

Para aliviar la situación la Reserva Federal (Fed) procedió a rebajar los tipos interés, lo cual fortaleció aún más el prestigio de los Bancos Centrales como dominadores del ciclo. Los bulliciosos mercados eran propensos a los excesos, pero ahí estaban los bancos centrales para permitir que se produjeran los efectos positivos de los auges y para restañar las heridas si la burbuja estallaba. Se consagró, así, la actuación asimétrica de los bancos centrales.

**2007- ¿? La crisis financiera de los países desarrollados.** Los primeros episodios de la crisis no se manifestaron en los Estados Unidos, sino en un banco francés (BNP PARIBAS) y otro alemán (IKB, Deutsche Industrialbank AG) que ofrecían a los inversores participar en fondos compradores en el pujante mercado inmobiliario americano de activos respaldados con hipotecas, y financiándose en los líquidos mercados de papel comercial a corto plazo. Señalo esta circunstancia para advertir de la internacionalización de las finanzas y la interconexión entre los mercados.

Los inmuebles en los Estados Unidos habían mostrado una sostenida tendencia alcista, que se había intensificado en la primera década del milenio. Los períodos bajistas de precios inmobiliarios, habían afectado a zonas concretas, pero con una diversificación geográfica de las inversiones podían reducirse los riesgos, puesto que el agregado mostraba, con regularidad, precios en ascenso de las viviendas.

La señal de debilidad de los precios de los inmuebles puso en marcha una cadena de reacciones infernal; el edificio se derrumbó de manera muy rápida, con estrépito.

Se produjo desconfianza en los inversores de las entidades tenedoras de activos respaldados por hipotecas, que exigieron la liquidez prometida; la presión de estas instituciones sobre los mercados financieros para obtener recursos alentó la desconfianza de los financiadores (Fondos de Inversión en Activos Monetarios y Fondos de Pensiones...) y ante la mengua de la liquidez los afectados se vieron obligados a vender con urgencia deprimiendo aún más las valoraciones.

La baja del precio de los activos con respaldo de hipotecas, dañó el valor de las participaciones de los fondos de inversión en activos monetarios, financiadores esenciales, socavando la confianza de sus partícipes que exigieron el reembolso estipulado de su capital, acelerándose la venta de activos de los fondos de inversión para atenderla.

Se descubrió, de pronto, que los Bancos de Inversión y también los grandes Bancos Comerciales que habían promovido esos vehículos tenedores de activos con respaldo inmobiliario, y habían descargado en ellos los créditos hipotecarios sacándolos de su balance, seguían comprometidos en la suerte de los mismos. Lo estaban porque los habían colocado arriesgando su reputación, y también porque para alentar a los inversores en estos vehículos, garantizaban la liquidez en caso necesario. El sistema bancario ordinario aparecía, así, involucrado en el desastre, junto a las nuevas instituciones, los denominados bancos en la sombra.

Otro descubrimiento fue la trascendencia sistémica de los seguros de crédito (Credit Default Swaps; CDS). El buen fin de los créditos estaba garantizado por operaciones de seguro que habían alcanzado un volumen espectacular, sin que los aseguradores hubieran creado reservas para cubrir posibles siniestros al no estar obligadas a ello debido a un agujero negro en la regulación. Las agencias de calificación (*rating*) que habían concedido generosamente la máxima calificación (AAA) a los nuevos instrumentos hipotecarios, la rebajaron a la vista del desplome de los precios de la vivienda, lo que forzó a la venta de los mismos a las instituciones de inversión que, por ley, sólo podían invertir en activos con la mejor calificación.

El 15-9-2008 tuvo lugar la quiebra de Lehman Brothers, seguida de la absorción de Merrill Lynch y en las 24 horas siguientes de la operación de salvamento de AIG, principal emisor de los seguros de crédito. Según declaración de Bernanke (Presidente de la Fed) en Noviembre del 2009 ante la Comisión de Investigación ya citada, 12 de las 13 instituciones financieras más importantes de los Estados Unidos estaban en Octubre del 2008 al borde del desastre.

La quiebra de Lehman Brothers fue devastadora. La cotización de sus emisiones de papel comercial se hundió; los Fondos de Inversión en activos monetarios con estos activos en su cartera, que garantizaban la liquidez inmediata a sus partícipes, tuvieron grandes pérdidas, se vieron obligados a la venta masiva de sus activos en mercado bajistas... y recibieron el apoyo financiero público. Lo mismo sucedió con la Aseguradora AIG; es de notar, que de los pagos de esta aseguradora a las 17 instituciones más importante, 9 eran europeas y recibieron el 60% de las indemnizaciones.

Esta breve descripción permite apreciar la interconexión entre *todas* las instituciones y mercados. La Reserva Federal tuvo que actuar en *todos* los frentes sosteniendo a *todas* las instituciones y dando liquidez a los mercados afectados por la desconfianza. Cuando desapareció el mercado interbancario, los efectos del desplome llegaron a la banca tradicional, único canal de financiación de PYMES y familias, convirtiéndose la crisis financiera en un desastre económico de proporciones gigantescas.

Ante la magnitud de la catástrofe, lo que se impuso fue la absoluta prioridad de evitar otra Gran Depresión. Los bancos centrales de todo el mundo desarrollado inyectaron liquidez aumentando su protagonismo; los déficits públicos se dispararon alcanzado la deuda pública un volumen que constituye la herencia más pesada de la crisis, el desequilibrio más difícil de corregir.

### 3. EL PROTAGONISMO DEL SR. MERCADO

**E**n esa breve referencia histórica subrayo el protagonismo creciente de los mercados y la reducción del papel de los intermediarios bancarios tradicionales. Como es lógico, las entidades bancarias han intentado participar en los nuevos instrumentos y mercados, lo cual ha llevado a difuminar las diferencias entre las instituciones financieras y a aumentar su nivel de interconexión. No pretendo comparar las ventajas e inconvenientes de la intermediación bancaria respecto a los mercados financieros, tema relevante que no puedo abordar aquí.

La nueva organización de los Sistemas Financieros difiere sustancialmente de la existente hace treinta años. Aludiré, muy brevemente, a las diferencias que me parecen más significativas:

**No hay interlocutores.** El Fondo Monetario Internacional, o los grandes bancos internacionales, tienen unos responsables conocidos con los cuales se puede consultar y negociar.

La realidad actual son: mercados en ocasiones sin ubicación física; una docena de entidades financieras gigantescas operando con *todos* los activos, en *todos* los mercados y con ámbito internacional. Estas entidades suministran información, análisis, y facilitan las transacciones, pero el destino final de su actuación es influir sobre los directivos de miles de instituciones de inversión (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, Empresas de Seguros, Fondos soberanos...) que gestionan las carteras de activos, absorben información y deciden en función de los intereses de las instituciones y de los suyos propios como profesionales. Esas instituciones, los "bancos en la sombra", captan recursos y conceden créditos pero no están sujetos a la regulación y supervisión de los bancos ordinarios.

**Distinto horizonte temporal.** La intermediación bancaria tradicional se fundamenta en la relación con el cliente cimentada por años de experiencia, en la cual el conocimiento directo de la actividad, y el prestigio de ambos lados del mostrador es fundamental.

Las relaciones a través de los mercados son impersonales. La cuestión fundamental para comprar o vender un activo es evaluar el impacto en las cotizaciones de cualquier noticia, declaración o actuación de los participantes. Las valoraciones continuas de los activos implican respuestas inmediatas. Se impone el cortoplacismo.

**Comportamiento gregario.** Las modas, el seguimiento al que se presume mejor informado, están presentes en todas las actividades económicas, pero el predominio de los mercados dota al efecto imitación de una nueva dimensión. Ahora, se trata de observar la corriente dominante, las reacciones de un colectivo muy especial, cuyos componentes tienen entre ellos no tanto relaciones personales, como virtuales. Los movimientos de los profesionales en este universo singular intentan rastrear en las pantallas las decisiones del colectivo, las cuales les afectan de forma directa y condicionan sus propias reacciones.

En esta nueva configuración el comportamiento gregario se potencia, lo cual explica la propensión a la formación de burbujas así como el incremento de la volatilidad. Los políticos cuando deciden, o planean hacerlo, están evaluando la posible reacción de este colectivo *que se ha convertido en el auténtico rector de las finanzas mundiales*.

**Riesgo sistémico.** Una de las experiencias más significativas de la crisis actual se deriva de la llamada *falacia de composición*. Se suponía, antes de la crisis, que la estabilidad del sistema financiero era la consecuencia de la salud y estabilidad de las entidades que lo conforman. La crisis financiera ha puesto de relieve que entidades con balances saneados, bien gestionadas, pueden ser sacudidas por una perturbación de carácter general puesto que si los mercados cesan de suministrar liquidez, en un clima de urgencia y pánico, las valoraciones de los activos pierden cualquier referencia con sus fundamentos económicos. De manera que la fortaleza *micro* no garantiza la estabilidad *macro*. El riesgo sistémico requiere atención específica, considerando de forma especial el grado de interconexión, y tiene alcance internacional.

#### 4. LA CARA OCULTA DE LA GRAN MODERACIÓN

**E**l período de estabilidad y crecimiento que antecede a la crisis financiera incubó desequilibrios que la perturbación ha puesto de relieve.

Tanto el crecimiento económico, como la estabilidad de los precios, tenían como fundamento el incremento del endeudamiento de los agentes económicos (empresas, familias y entidades financieras).

Los economistas recurrimos a modelos, a simplificaciones de la realidad que aspiran a captar los aspectos esenciales. Permítaseme una síntesis que ofrece claridad aunque no recoja la complejidad y derivaciones del fenómeno.

En la primera economía del mundo, los Estados Unidos, la deuda hipotecaria media por cada familia pasó de 91.500 \$ en 2001 a 149.000 \$ en el año 2007; en ese período los salarios estuvieron prácticamente estancados. En los años anteriores a la crisis, el endeudamiento de los 5 grandes bancos de inversión, medido por la relación de recursos totales a recursos propios (*leverage*), era de 40 a 1; esto implica que una pérdida del 2'5 % del valor de los activos significa la quiebra. En las dos agencias oficiales: *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, creadas para la promoción del mercado hipotecario de viviendas, y a las se atribuía garantía implícita del Gobierno, la proporción de endeudamiento era de 75 a 1<sup>3</sup>. Algún gran banco de inversión renovaba cada noche la cuarta parte de su balance.

La deuda hipotecaria de las familias crecía no sólo por el mayor coste de las nuevas operaciones. Se generalizó un mecanismo de financiación renegociándose la hipoteca teniendo en cuenta la revalorización inmobiliaria. Los nuevos recursos se destinaban, en buena medida, al consumo de las familias. En esta dinámica la propensión al ahorro de las familias se reducía y aumentaba la dependencia del ahorro exterior.

Todo esto, en un entorno de tipos de interés reducidos. Los tipos a largo plazo se mantuvieron en niveles moderados pese a los esfuerzos de la Reserva Federal para aumentarlos a través del manejo de los tipos a corto plazo, cuando la fiebre inmobiliaria empezó a alarmar. Esta desconexión (*conundrum*; acertijo, la denomino Greenspan), se explicaba por la afluencia de capital del exterior, especialmente de China, que invertía en los activos respaldados por hipotecas con una rentabilidad superior a los bonos del Tesoro, pero también con la misma calificación (AAA).

Resumiré aún más este proceso: el consumo de los Estados Unidos se constituyó en el motor de la demanda mundial, embalsando ese país un

---

<sup>3</sup> Informe citado pp. XX, 230.

déficit comercial creciente, componente esencial del déficit de la balanza por cuenta corriente, esto es, de la demanda de ahorro del exterior.

La oferta de ahorro, abundante y barata, procedía de los países con superávit comercial (China de forma destacada) y se canalizaba mediante la compra de bonos del Tesoro (financiando el déficit presupuestario) y de los activos ya citados con respaldo de las hipotecas en un vibrante mercado inmobiliario, estimulando la oferta de hipotecas, y el alza de los precios de la vivienda; alimentando, en definitiva, la burbuja inmobiliaria.

Nótese que el sistema financiero americano interponía, de hecho, la garantía del contribuyente, como la crisis financiera demostraría; los problemas de las entidades financieras se han cubierto con emisiones gigantescas de deuda pública.

La guinda del mecanismo era la moderación de la inflación, atribuida a la sabiduría en el manejo del ciclo por los bancos centrales, pero con un impulso evidente de las baratas importaciones procedentes de China.

En definitiva, La Gran Moderación se hacía a costa de desequilibrios crecientes con dependencia cada vez más acusada del consumo de las familias americanas, del ahorro exterior, de su déficit comercial, y ahora, de la espiral alcista del déficit público, para taponar las grietas de la crisis financiera.

## 5. LA VACUNA CONTRA LA CRISIS DE LOS PAÍSES EMERGENTES

La experiencia de lo sucedido con la financiación internacional de los países emergentes en la década de los noventa, puede ser un buen ejemplo para reflexionar sobre los efectos que se derivan de unas finanzas con peso cada vez mayor en la economía.

La idea fundamental prevaleciente hasta el comienzo de este milenio, es que la escasez de ahorro interno precisaba, en los países emergentes, del ahorro exterior para impulsar la inversión. Con la crisis financiera de 1997 en el Sudeste Asiático –grandes ahorradores por otra parte– y otras posteriores en países emergentes con déficit de ahorro, se puso de relieve el peligro de depender en exceso de capitales volátiles que se aplicaban, a través de intermediarios financieros locales, a sectores domésticos susceptibles de generar burbujas: la construcción de forma destacada, y que retornaban en tromba hacia los países de origen cuando se advertían signos de sobrecalentamiento económico o sobrevaloración de la moneda local.

La gran lección es que la inversión en exceso en destinos inadecuados, puede producir efectos perversos y materializarse en un endeudamiento

excesivo y en la gestación de burbujas. España es un buen ejemplo de este fenómeno.

La desconfianza hacia esos capitales volátiles impulsó políticas de acumulación de reservas en los países emergentes para impedir que se repitieran las crisis financieras de balanza de pagos. Sin embargo, la experiencia de la última década ha sido que, lejos de reducirse el crecimiento económico en esos países, la menor dependencia de la financiación exterior ha impulsado el ahorro interno, el crecimiento económico, y ha evitado crisis en sus balanzas de pagos.

Asistimos a fenómenos inesperados. La crisis financiera se ha limitado – hasta ahora – a los países desarrollados; los emergentes, unos más renuentes a la demanda de recursos financieros del exterior, y otros con fortísimos excedentes de ahorro, son los financiadores (banqueros) de los cuantiosos déficits públicos provocados por la crisis en los países desarrollados. Estos días, las principales naciones emergentes se han reunido para coordinar la financiación de las necesidades de los desarrollados. Se ha rebajado la calificación de la deuda pública de los Estados Unidos. El mundo al revés.

Los países emergentes dependen de las masivas importaciones chinas de materias primas –alimentos y energía–. Así, China se ha convertido en la mayor potencia manufacturera, la principal financiadora, y la importadora más relevante de materias primas.

De esta forma, la coyuntura mundial está dependiendo del consumo de los Estados Unidos y del crecimiento acelerado de la economía china. En mi opinión es un esquema inestable pero no puedo detenerme en el análisis de su vulnerabilidad. Manifiestaré, sin embargo, mi convicción de que cualquier alteración en algunas de esas variables, tendría un alcance universal.

## 6. FINANZAS Y DESARROLLO ECONÓMICO

**E**n la década de los noventa del pasado siglo, se realizaron una serie de investigaciones sobre la relación entre finanzas y desarrollo económico. No dispongo de tiempo para detenerme en las aportaciones de esos estudios; una síntesis podría ser que, efectivamente, existía relación entre finanzas y desarrollo, y aunque no estuviera clara la dirección de la causalidad, parecía imponerse la idea de que las finanzas impulsaban el crecimiento económico.

Para concretar un poco más: la diversidad de activos e instituciones, la profundidad de los mercados, y la magnitud de los activos financieros respecto del PIB, eran índices del nivel de desarrollo. ¿Podríamos mantener estas ideas considerando la actual crisis financiera? Creo que si en cuanto a los países subdesarrollados y emergentes que no han sido

afectados por la crisis. ¿Y respecto a los países desarrollados que están sufriendo la dureza de la perturbación financiera?

La cuestión está sujeta a debate. Con la crisis financiera se ha reducido el valor de los activos y los volúmenes de contratación de los mercados; está corrigiéndose la sobredimensión de las instalaciones bancarias; el empleo en el sector se está ajustando con rapidez; ¿se trata de correcciones transitorias inducidas por la crisis financiera?

Es posible que así sea. También es posible que el otoño del 2007 constituya un punto de inflexión a partir del cual pierdan significación las finanzas en relación a las variables reales en los países desarrollados. Todo dependerá de la duración e intensidad de la crisis, así como de la configuración que resulte de las reformas institucionales que se están preparando para intentar evitarlas en el futuro.

El peso creciente de las finanzas de los últimos veinte años no se ha correspondido con un mayor ritmo de crecimiento económico respecto a décadas anteriores; se advierte, además, que las actividades financieras han absorbido una porción creciente del PIB.

A la vista de lo anterior, algunos analistas –yo entre ellos– se están planteando que el papel de las finanzas puede llegar a ser excesivo; que llegado a un cierto nivel, lejos de impulsar el crecimiento económico, pueden ser un factor de retardo; y que el argumento de que la mayor frecuencia de crisis financieras es la contrapartida del refinamiento en la fijación de precios y la eficiencia en la asignación de los recursos, es un tema que es preciso revisar.

La principal consecuencia de esta línea de reflexión es que unas finanzas más reducidas, con mecanismos simplificados, con activos y mercados comprensibles, y menor grado de interconexión, comportan una menor propensión al riesgo y también moderación en la frecuencia y magnitud de las crisis financieras.

Por último, estamos asistiendo a una colaboración más estrecha entre los Gobiernos y Bancos Centrales, obligados por la dimensión internacional de la crisis. Es posible que las consecuencias de esta conmoción fortalezcan la idea de la necesidad de una organización supranacional con capacidad de regular y supervisar a las entidades y mercados financieros de todo el mundo; podría tomarse como inspiración la organización existente en el período 1946-1973. A mi juicio, esa sería la dirección deseable, pero no oculto mi escepticismo. Los países tienen ideas e intereses muy distintos; no es fácil la confluencia que, en cualquier caso, requeriría de mucho tiempo y cambios fundamentales en las ideas que hoy todavía imperan sobre la relación entre variables financieras y reales; ideas, por cierto, bien apoyadas por poderosos intereses económicos y académicos.

## **LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA**

## 7. DESCONFIANZA SOBRE ESPAÑA

**E**xiste una desconfianza creciente de los mercados financieros internacionales respecto a nuestra capacidad para hacer frente al servicio de la Deuda. No sólo de la deuda pública, sino de la total contraída por España. A esta situación de angustiosa dependencia de los mercados hemos llegado: por invertir demasiado y mal en el sector inmobiliario y en infraestructuras; por un gasto público creciente, descontrolado y opaco, y por haber vivido durante años por encima de nuestras posibilidades.

Estos excesos los hemos financiado con endeudamiento creciente con el exterior al amparo de una moneda fuerte y con la garantía implícita que se supone prestaría la Unión Europea. La crisis financiera internacional puso fin a la fiesta. Los agentes privados están reduciendo su nivel de endeudamiento, pero el crecimiento económico es nulo, lo cual es fundamental para atender a los pagos. Los acreedores observan, sin embargo, la incapacidad de ajuste del sector público. Ni siquiera tenemos una evaluación fiable de su situación financiera y de las deudas pendientes de ayuntamientos y comunidades autónomas.

El mayor crecimiento económico, y también del empleo de nuestro país, ha ido parejo con el proceso de endeudamiento. Hay un alto nivel de correlación entre esas variables.

La deuda tiene dos características: es euforizante y tiene límite. Mientras la deuda asciende, transmite impulsos positivos a la economía; el proceso no puede, sin embargo, prolongarse indefinidamente. Con el avance de la deuda, en relación a alguna magnitud relevante (la renta disponible de las familias o el resultado económico de las empresas), crece la fragilidad, el riesgo de que el deudor no pueda cumplir sus compromisos.

## 8. LA CUESTIÓN DEL EURO

**S**obre el euro y la Unión Monetaria (UME) se están realizando multitud de análisis. La mayor parte están teñidos de lo que llamaría responsabilidad institucional (coloquialmente en mis clases lo denomino "El sombrero del analista"). Los altos cargos de la UME, del Banco Central Europeo y los políticos, no dicen lo que creen sino lo que pueden decir, puesto que sus manifestaciones están condicionadas por su responsabilidad institucional, y por los efectos que pueden producir en ese gran protagonista en el que se han convertido los mercados financieros, los cuales, pese a su naturaleza difusa, se han constituido en el auténtico gobierno financiero del mundo.

El euro ha sido un gran proyecto de ingeniería económica inspirado en el noble objetivo de cimentar la Unión Europea. Ha sido guiado por la idea fuerza de que economías muy diferentes acelerarían su convergencia con una moneda común.

Algunos nos mostramos críticos con el plan. En mi caso compartía y comparto el ideal europeo, como lector apasionado que soy de Stefan Zweig, pero temía que los intentos de acelerar el proceso produjeran desajustes que pusieran en peligro el proyecto.

Mi visión estaba y está muy influida por el análisis de Keynes sobre la dificultad de ajustar a la baja precios y salarios en una economía moderna. El análisis que realiza Keynes de la vuelta al patrón oro en 1925 con la paridad de preguerra de la Libra me influyó mucho. Inspirándome en ese análisis, en un trabajo publicado en 1996 <sup>4</sup> con referencia a la decisión española, señalaba lo siguiente:

“Lo más probable es que, de incorporarse España al grupo de cabeza de la Unión Monetaria, la tesis que se imponga sea, sin embargo, precisamente esa: que es un medio para disciplinar mercados y costes internos. Como puede comprenderse de esta exposición, creo que contemplar la cuestión en esos términos es un error temerario porque, a mi juicio, la moneda única no es un bálsamo que ablanda rigideces y doblega voluntades e intereses enraizados en una estructura social, por más que reconozca el efecto anti inflacionista que conlleva” (p. 22).

Kindleberger calificó como “error inevitable” la decisión del retorno al patrón oro de Inglaterra en 1925. El clima de opinión en el Reino Unido estaba a favor del mismo evocando el largo período de estabilidad monetaria anterior al conflicto bélico. La entrada de España en el euro también tuvo un amplio apoyo. El argumento fundamental es que impondría una disciplina externa. Lo que ha permitido, en realidad, es que los desequilibrios alcancen una magnitud impensable con moneda propia.

Con el euro, los países con menor renta, nos hemos beneficiado de bajos tipos de interés y del acceso a los mercados financieros exteriores, lo cual ha propiciado un largo período de crecimiento económico. La contrapartida ha sido un alto nivel de endeudamiento de familias, empresas, sistema bancario y sector público.

La fortaleza de la moneda, en una economía abierta, es resultado de la capacidad competitiva y de la disciplina financiera. Si un país carece de estos atributos, la moneda fuerte sólo puede mantenerse transitoriamente elevando el endeudamiento, esto es, la vulnerabilidad.

---

<sup>4</sup> Conferencia dictada en la Universidad del Mar, Aguilas, el 26 de Septiembre de 1996. Publicada en *Información Comercial Española*, nº 756, Agosto-Septiembre 1996, pp. 51-60. Incluida en J. Colino y A. García (Directores): *España y Maastricht: ventajas e inconvenientes*. Ed. Civitas. Madrid 1998, pp. 155-153. Publicada de nuevo como Documento de Trabajo 03/2010 por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Universidad de Alcalá, a la que corresponde la página de la cita.

La historia está plagada de desastres provocados por los intentos de obtener las ventajas de la solidez de la divisa, en países con escaso rigor financiero.

Esa es una cuestión capital. Los efectos del euro al comienzo han sido muy positivos, puesto que hicieron posible un ascenso del endeudamiento de las economías más retrasadas con tipos de interés reducidos a los que no estaban acostumbrados. El endeudamiento –ya lo he dicho– es como una droga estimulante: provoca euforia pero tiene límite. El abanico de tipos de interés en la UME se abrió cuando los mercados consideraron peligroso el nivel de deuda alcanzado, y advirtieron que la Unión Europea se mostraba remisa a prestar garantías solidarias.

## 9. UBICACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**E**spaña aparece ubicada en el grupo europeo denominado despectivamente con el acrónimo de PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia y España). Son las economías más vulnerables de la eurozona, las menos competitivas, más endeudadas, y dependientes en mayor medida de las ayudas financieras del Banco Central Europeo.

El barómetro de esa debilidad lo constituye la rentabilidad diferencial de la deuda pública de esos países (normalmente se consideran los bonos a diez años) respecto al bono alemán. Conforme se ha acentuado la disparidad entre la evolución de las economías de la eurozona, se ha ido ampliando el diferencial hasta llegar a niveles insostenibles (caso de Grecia) o que suponen un lastre importante para los tres restantes incluidos en el acrónimo.

Dos hechos recientes nos ayudan a completar el panorama: primero, el bono alemán funciona cada vez más como moneda refugio; su baja rentabilidad –negativa en términos reales– refleja el temor a una fractura del euro y la opción de muchos inversores es colocarse en la deuda pública del país cuya moneda se espera una revaluación en caso de, bien una salida del euro y vuelta a un signo monetario nacional, bien permaneciendo en el euro en una eurozona aligerada por el abandono (o expulsión) de los países más vulnerables.

El segundo hecho es que Italia se ha incorporado a la parte baja de la calificación y su diferencial supera al español. Anotar, simplemente, que España, por su dimensión supondría ayudas difíciles de soportar para la Unión Europea en caso de rescate; si los problemas afectaran a Italia no habría posibilidad alguna de ayuda, lo cual forzaría a la salida del euro o a la fractura de la Eurozona.

España aparece también incluida en un segundo grupo, el de países más endeudados, con mayor déficit por cuenta corriente, y que han tenido

una burbuja inmobiliaria. Sus compañeros, en este grupo, son los Estados Unidos, Reino Unido e Irlanda <sup>5</sup>.

Ambas calificaciones sitúan a nuestro país y apuntan a las razones de nuestra vulnerabilidad y dependencia financiera del exterior: somos poco competitivos, tenemos déficit de ahorro, y hemos sufrido una burbuja inmobiliaria que al estallar ha dejado en el balance de los agentes (sistema bancario y familias) activos cuya valoración se ha reducido considerablemente, con precios de compra superiores a los vigentes en un mercado inmobiliario extremadamente débil, con dominio absoluto de la oferta y demanda prácticamente nula.

Esas circunstancias permiten comprender la precariedad del crecimiento de la economía española en los últimos años. Hemos crecido subidos en la ola de un endeudamiento creciente de los agentes, con recursos procedentes del exterior que se han canalizado por el sistema bancario hacia la promoción inmobiliaria, provocando una burbuja cuyo estallido estamos sufriendo con activos sobrevalorados en los balances respecto a los precios del mercado.

Puesto de otra forma, la pertenencia al euro, con fácil acceso a los mercados financieros mundiales con tipos de interés reducidos, ha inducido a un proceso de endeudamiento con recursos dirigidos hacia el sector de la construcción. La deuda acumulada de España ha provocado un exceso de inversión en inmuebles y construcción que nos ha dejado la deuda y unos activos improductivos. Mientras se mantuvo la dinámica, crecía el PIB y el empleo, y cuando la magnitud de la deuda preocupó a nuestros financiadores se puso de relieve la escasa consistencia del proceso de crecimiento.

## 10. CINCO INTERROGANTES ESENCIALES

**Ante la postración de la economía española y la destrucción de empleo ¿podría animarse mediante un mayor gasto público?**

Esa opción implicaría, bien aumentar los impuestos, bien recurrir a un mayor endeudamiento. La economía española no invierte y el consumo de las familias es débil; lo endeble de ambas variables explica el nulo crecimiento. Ese escaso crecimiento preocupa a los financiadores puesto que compromete la posibilidad de España de hacer frente a las obligaciones financieras contraídas.

En una situación como la actual, con expectativas muy deprimidas, en una economía abierta al exterior, un intento de mayor gasto público para animar la economía tendría efectos efímeros –como ya se ha

---

<sup>5</sup> Esta es la agrupación que utiliza, entre otros, el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) en su Informe Anual.

comprobado– y se filtraría, en buena medida hacia las importaciones haciendo aún más precaria nuestra posición. El aumento del gasto público con este fin sonaría como una sirena de alarma para nuestros financiadores.

Existen, sin embargo, amplísimas posibilidades de actuación en la reasignación del gasto existente. El simple hecho, por ejemplo, de privatizar –o cerrar– empresas públicas y televisiones, destinando los recursos a pagar las deudas con las empresas supondría un cambio importante. La supresión del empleo público que ha entrado en la Administración en los últimos años por clientelismo político es otra posibilidad clara de actuación.

### ¿Podríamos plantear la resolución de nuestros problemas sin tener en cuenta las reacciones de los mercados financieros?

Este es un asunto que ha tardado en ser comprendido por el Gobierno y por los Sindicatos. Tengo dudas de que se haya entendido del todo. Veamos.

España necesita del ahorro exterior porque tiene que cubrir el déficit de la balanza por cuenta corriente. Necesitamos esos recursos no para un plan de inversiones extraordinario, sino para poder funcionar “al ralenti”, es decir, sin crecimiento económico.

Esto es el flujo: la necesidad de captar recursos cada año para cubrir el déficit. Nos queda el stock de deuda acumulada sujeta a un calendario de vencimientos que es preciso atender de forma ineludible si se quiere ser un país solvente dentro de la Eurozona.

Conviene dejar claro que no estoy refiriéndome a la deuda pública, sino a ésta y a la privada asumida en su mayor parte por el sistema bancario.

### ¿Qué sectores o actividades pueden compensar el escaso pulso de la construcción?

Todos los gobernantes han denunciado, con mayor o menor convicción, la excesiva dependencia del “ladrillo”, pero ninguno ha intentado frenar al principal impulsor del crecimiento económico y el empleo. ¿Quién lo sustituiría?

Esto no depende de un genio que apunte la solución o de la ocurrencia de algún arbitrista. ¿Recuerdan la solución de bombillas de bajo consumo? ¿Las esperanzas en el coche eléctrico? ¿Las expectativas de las energías alternativas?

Quienes tienen que ser protagonistas de las decisiones son los empresarios. Lo que corresponde a los poderes públicos es establecer un

marco estable que favorezca los impulsos empresariales, los “animal spirits” de los que hablaba Keynes.

### ¿Por qué no se muestra más activo el sistema bancario en la concesión de créditos a las PYMES?

Tres motivos explican el escaso dinamismo del crédito bancario:

- a. Una parte importante del activo del balance esta inmovilizado en créditos al sector de la construcción, un alto porcentaje de los cuales no tendrá buen fin. Es tema es especialmente grave en las Cajas de Ahorro.
- b. Prioridad fundamental es prever los pagos de los vencimientos de deuda de los préstamos asumidos en el exterior.
- c. La atonía económica y la caída de las valoraciones de los activos mobiliarios e inmobiliarios afecta a las perspectivas y garantías de los prestatarios.

La experiencia internacional demuestra que mientras no se normalice el canal del crédito bancario ordinario no se produce la reactivación económica; nos enseña, además, que los países más decididos y rápidos en instrumentar el saneamiento del sistema bancario, son los que antes han retornado a tasas positivas de crecimiento económico.

Uno de los aspectos más negativos de la gestión del Gobierno en la crisis ha sido la tardanza y la escasa contundencia para abordar este problema.

### ¿Es una opción considerar la salida de España del euro y el retorno a una moneda propia?

Dejo a un lado los problemas jurídicos que comportaría la decisión de que un país saliera del euro o fuera expulsado. Tampoco aludiré al coste político de esa opción; apuntaré solamente lo obvio: sería un desastre social de alcance extraordinario. Me limitaré, pues, a las consecuencias económicas repitiendo las consideraciones que hice en la conferencia del pasado año:

“Es necesario aclarar que la vuelta a una moneda propia, y la devaluación consiguiente, elevaría de forma súbita el coste del endeudamiento con el exterior, provocando una fortísima convulsión en empresas (financieras y no financieras) y un trauma político de consecuencias imprevisibles. La integración en Europa ha permitido la modernización de España; la entrada en el euro, junto con las ventajas de menores costes financieros y acceso a los mercados financieros aconsejaba una prudencia que no hemos tenido; en la situación actual no queda más remedio que afrontar la crisis mediante esfuerzo, trabajo y sacrificio”.

## 11. LA CUESTIÓN DE LOS EURO BONOS

Hasta la crisis financiera existía un espacio financiero prácticamente unificado, como prueban las reducidas diferencias en las rentabilidades entre los bonos públicos de los países. Los pequeños diferenciales eran expresión de la liquidez de los bonos, función de la dimensión del stock de deuda susceptible de contratación en cada país. El bono alemán era ligeramente menos rentable que el portugués porque la liquidez del primero era mayor. Lo que deseo enfatizar es que las diferencias no respondían a la "garantía" que se presumía similar.

La crisis financiera, el ascenso del endeudamiento, y la tibia respuesta de los países más importantes ha provocado que se abra un abanico cada vez más amplio en los diferenciales de los tipos de interés que han alcanzado niveles insostenibles para los países en situación más precaria.

Desde esta perspectiva, hay tres tipos de situaciones en Europa. La primera, la de los países ahorradores, con balanzas de pago saneadas, integrada por Alemania, Austria, Holanda y Finlandia. La segunda, la de los países PIGS más Italia. En una posición intermedia, el resto de naciones, en especial Francia.

La cuestión de los eurobonos significa que la deuda pública de los países de Europa se emita con garantía solidaria de todas las naciones. Esto supondría un estrechamiento de los tipos de interés, e implicaría una transferencia de rentas desde los países más saneados hacia los que tienen dificultades para obtener financiación.

Es fácil imaginar las posiciones de cada país. Los que están en mejor posición ponen trabas al entender que el paraguas de la garantía unificada dificulta los ajustes precisos en las economías menos competitivas; los que están en situación más débil apelan al sentimiento y a la solidaridad de Europa.

No oculto mi escepticismo. No creo que en el corto y medio plazo pueda llegarse a la emisión de eurobonos, que supondrían un paso fundamental en la unificación fiscal; pero, además, si se estableciera esa garantía conjunta acuciados por la presión de los mercados, creo que sería una huida hacia adelante que es posible estrechara el abanico en el corto plazo, pero no eliminaría las diferencias de competitividad que están en la base de la amplitud de los diferenciales.

## 12. CONSIDERACIONES FINALES

**H**abrán percibido en el trasfondo de las dos conferencias un tono escéptico y pesimista. En un entorno de incertidumbre generalizado tengo, sin embargo, un punto de apoyo en mi convicción de que sólo hay una vía razonable de actuación para España.

Dejemos a un lado la desastrosa gestión de nuestra economía, y la alegría con la cual nos estuvimos endeudando hasta llegar a niveles insoportables. La realidad es que estamos en el euro, que nuestra situación es delicada, pero el único camino sensato es promover, por todos los medios posibles, el aumento de la competitividad mediante la deflación de precios y salarios.

Es una operación, sin embargo, difícilísima. Ni siquiera un gobierno con respaldo amplio de las urnas, con tiempo por delante y con capacidad de gestión y decisión tendría garantizado el éxito de un plan de saneamiento de nuestra economía. No lo tendría porque el imprescindible ajuste, la deflación necesaria de precios y salarios, es una operación muy compleja y conflictiva; en una economía industrial moderna los efectos tardan en completarse, y en ese tiempo, las convulsiones sociales son necesariamente agudas y continuas.

Una actuación decidida en esa dirección podría mejorar, no obstante, de manera inmediata, la confianza de nuestros acreedores y permitiría ganar tiempo para organizar un plan de estabilización, respaldado por los dos grandes partidos, con objeto de reducir nuestra dependencia financiera.

Esa operación, tan difícil y compleja, exige unos sacrificios intensos y duraderos que entiendo ya no está al alcance de los países europeos más desequilibrados, sin provocar reacciones sociales durísimas que pueden llegar a alterar el marco político. Para hablar claro: no se está haciendo ningún favor a Grecia, Portugal e Irlanda prolongando esta situación, que conduce a un progresivo agravamiento y a provocar crispación social. La opción –menos mala– es no prolongar la ficción actual. Es preferible negociar la salida del euro de estos países y ayudarlos a reorganizar su economía con una moneda propia que mejore su competitividad. Si no se hace esto, el final será el mismo pero más traumático, doloroso, con mayor frustración y resentimiento hacia la Unión Europea.

En cuanto a España, la gestión de la crisis ha sido nefasta; nos hemos endeudado, hemos vivido por encima de nuestras posibilidades y el gobierno se ha negado a aceptar la realidad. El resultado está a la vista.

Si se hubiera realizado un Plan de Estabilización en toda regla, dirigido por alguien con credibilidad y prestigio, hubiera sido posible llevar a cabo una operación de ajuste con razonables posibilidades de éxito. Se

ha perdido tanto tiempo que cada vez es más difícil que prospere un proyecto de este tipo.

España ha entrado en un proceso de semiestancamiento por la inadecuación institucional. El camino que debería seguirse está claro: reforma del mercado de trabajo, eliminando la arcaica negociación colectiva al margen de la realidad empresarial; revisión de la ordenación territorial; inversión en educación recuperando los valores del esfuerzo y de la superación; apoyo al mundo empresarial en todos los aspectos; y normalización del canal del crédito bancario.

España está forzada a la reducción de los costes empresariales y a la austeridad en el gasto público. Es un camino duro, que exige constancia y esfuerzos. Además, los sacrificios se distribuirán de forma desigual y el ajuste será duradero. Si esto no se hace, será creciente la dificultad para financiar nuestros desequilibrios hasta llegar a colocarnos al borde del abismo como, desgraciadamente, están hoy Grecia, Irlanda y Portugal.

La muestra más clara de la postración de la economía española es que las empresas que están resistiendo mejor la crisis son las que han buscado la expansión en el exterior; estas empresas no se recatan en hacer público que están penalizadas en los mercados financieros por ser españolas y que en España obtienen los peores resultados. Esta situación lamentable tiene una lectura optimista, sin embargo. En un marco más favorable, que potencie la confianza y despeje el horizonte, disponemos de una capacidad empresarial importante. Termino con una frase que repito en muchas ocasiones: *El nivel de desarrollo de un país depende de su capacidad para poner en marcha iniciativas empresariales en un entorno competitivo*. Añado ahora: esa capacidad hay que potenciarla mediante un marco jurídico estable y una gestión de la economía sensata con un horizonte de largo plazo.

## 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 Emérito 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).
- La crisis financiera internacional y económica española (Encuentro. Madrid, 2008).
- La crisis financiera internacional. Tercer año (en proceso de publicación).