



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

La crisis financiera internacional. Repercusión sobre la Economía Española

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO

08/2009

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 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

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

LATEST WORKING PAPERS

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

WP-02/09 LA PROYECCIÓN DE LA CRISIS EN ESPAÑA

Antonio Torrero Mañas

WP-03/09 LA ACTIVIDAD EMPRESARIAL EN LA COMUNIDAD DE MADRID Y EN SUS PROVINCIAS LIMÍTROFES: CONCENTRACIÓN Y DIFUSIÓN ESPACIAL

Maria Teresa Gallo Rivera, Rubén Garrido Yserte y Tomás Mancha Navarro

WP-04/09 LACRISIS DE 2008 Y LA NATURALEZA DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

Xosé Carlos Arias

WP-05/09 LA CALIDAD DEL EMPLEO EN UN CONTEXTO REGIONAL, CON ESPECIAL REFERENCIA A LA COMUNIDAD DE MADRID

Diego Dueñas Fernández, Carlos Iglesias y Raquel Llorente

WP-06/09 LA INTERVENCIÓN DEL SECTOR PÚBLICO EN LA EDUCACIÓN

José Dominguéz Martínez

WP-07/09 URBAN INCOME AND CITY SIZE: ECOLOGICAL INFERENCE WITH ENTROPY ECONOMETRICS FOR THE SPANISH MUNICIPALITIES

Esteban Fernandez-Vazquez, Fernando Rubiera-Morollon y Elizabeth Aponte-Jaramillo



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 CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL. REPERCUSIÓN SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA¹

RESUMEN:

Los desequilibrios acumulados en la economía española hubieran impuesto un ajuste aún sin la crisis financiera internacional; ésta lo ha hecho perentorio y más profundo.

España precisa aminorar el déficit por cuenta corriente mejorando, sobre todo, el saldo de la balanza de bienes y servicios, lo cual implica progresos en la competitividad. El gran reto es que ha de hacerlo sin moneda propia, con el euro que es un signo monetario de gran fortaleza.

El mensaje final de la conferencia es que no es viable gozar de las ventajas de una moneda sólida sin disciplina en las finanzas

AUTORES:

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

¹ Resumen de la conferencia dictada En la facultad de ciencias económicas de la Universidad de Alcalá. 27-10-09.

INDICE

1. El punto de partida.....	6
1.1. Los efectos del euro	7
1.2. El protagonismo del sector inmobiliario.....	7
2. La dependencia financiera del exterior	10
3. La situación del Sistema Bancario	12
4. La gestión de la crisis	13
5. El desenlace de la crisis	14
6. De nuevo, el euro. Consideración final	16

1. EL PUNTO DE PARTIDA

En la primera conferencia (21-10-09)² intenté abordar la situación de la crisis financiera cuando se había cumplido el segundo año desde el comienzo de la perturbación. Corresponde hoy reflexionar sobre la repercusión de la conmoción financiera internacional en nuestra economía.

Comenzaré por señalar, como lo hice el pasado año³, que la economía española había acumulado, en el largo período de crecimiento interrumpido por la crisis, desequilibrios en: la magnitud del endeudamiento de empresas y familias; el crecimiento desmesurado del sector construcción; y la dependencia progresiva de la financiación exterior. Estos tres desequilibrios hubieran forzado a un ajuste aún sin el estallido de la crisis financiera internacional, que lo ha precipitado y ha aumentado su trascendencia.

Es la primera vez que España enfrenta una crisis sin moneda propia; con una moneda, además, de gran fortaleza. Esto significa, como todos sabemos, que no puede apelarse ni confiar en una devaluación de la moneda que restablezca –siquiera sea de forma transitoria– la competitividad perdida por la mayor inflación acumulada en la etapa de crecimiento precedente (1995-2007). Es, pues, una situación nueva.

Reiteradamente nuestra menor disciplina en la estabilidad de precios había dado lugar a reducciones del valor de nuestra moneda en relación con otras más fuertes. La crisis de 1992-1994 fue la última en la cual los mercados pusieron en evidencia el valor de la peseta. Desde entonces, hemos incurrido en la misma debilidad, pero ahora no tenemos moneda propia. El ajuste debe producirse por otras vías. Esperemos que así sea.

Para comprender la posición de la economía española es preciso entender las características de los desequilibrios señalados. Desearía poner énfasis en que los tres citados: el endeudamiento de empresas y familias; la fortísima actividad en construcción, particularmente en vivienda; y la dependencia financiera del exterior, *implican el agotamiento de resortes impulsores del crecimiento económico*. Lo que deseo destacar es que el crecimiento sostenido de las magnitudes y de los ritmos de crecimiento, *lejos de apuntar a la sostenibilidad y a la recurrencia, orientan hacia la imposibilidad de que pueda sostenerse la tendencia*. La regularidad del crecimiento es engañosa, en el sentido de que no permite inferir de ella la continuidad. Por el contrario, cuanto

² La primera conferencia tenía como título: "La crisis financiera internacional. Una perspectiva histórica". El contenido era una síntesis del trabajo que con el mismo título publicará próximamente Papeles de Economía.

³ Las dos conferencias del pasado año dictadas el 6 y 7 de Octubre han sido publicadas: *La Crisis Financiera Internacional y Económica Española*. Ed. Encuentro. Madrid, 2008

más intenso sea el ritmo de crecimiento, más cerca estará la ruptura de la tendencia.

Lo anterior no significa que el crecimiento económico impulsado por el avance de esas variables haya sido artificial; lo que planteo es que no debería haberse considerado ni recurrente ni sostenible; esto implica que su extrapolación es una simpleza analítica.

El crecimiento económico del período que precede a la crisis actual ha sido posible por la fortaleza del euro; al tiempo la vitalidad de esa moneda ha permitido que los desequilibrios alcancen una dimensión impensable con moneda propia.

1.1. Los efectos del euro

El euro ha permitido que, por primera vez en nuestra historia, tengamos tipos de interés reducidos y fácil acceso a la financiación internacional. Los efectos en un país como el nuestro, habituado a niveles altos de tipos de interés, han sido muy rápidos e intensos. El ritmo de aumento del endeudamiento de empresas y familias ha sido espectacular, espoleado por el sistema bancario que buscaba demandantes a los que colocar la abundante liquidez disponible en los mercados exteriores.

Esta dinámica impulsó el crecimiento económico y el empleo. Al tiempo, como he apuntado, comprometía la continuidad del proceso. La atención de la deuda de las familias en relación a su renta disponible avanzó hasta niveles de una vulnerabilidad peligrosa; el endurecimiento en la obtención de nueva financiación, y el aumento del desempleo, han puesto en evidencia la fragilidad del balance financiero de muchas familias, aparentemente sólido por las continuas revalorizaciones inmobiliarias del pasado.

En el caso de las empresas el ascenso de los niveles de endeudamiento ha sido asimismo considerable. La crisis financiera actual, en general, es consecuencia de un apalancamiento excesivo que se está corrigiendo. La dificultad de hacer frente a los compromisos financieros, y la menor disponibilidad de nueva financiación, están forzando a muchas empresas –también a las españolas– al adelgazamiento de sus balances obligando a ventas forzadas de activos.

De manera que, durante una larga etapa, se han generado impulsos al crecimiento económico, al consumo, a la inversión, al empleo y al superávit fiscal.

1.2. El protagonismo del sector inmobiliario.

Especial atención merece el protagonismo de la construcción en esta dinámica. Ha tenido lugar en España un proceso similar al que se ha producido en otros países impulsado por la entrada de capital del exterior, y canalizado a través del sistema bancario, con especial destino hacia la actividad inmobiliaria.

Hay varias razones que explican el protagonismo del sector inmobiliario como principal receptor de la financiación exterior. Señalaré dos.

La primera, que la actividad inmobiliaria permite la absorción masiva de recursos financieros. La segunda, que las empresas del sector están menos limitadas por la disciplina que imponen los mercados internacionales de productos. La tentación de captar grandes volúmenes de recursos por empresas expuestas a la competencia internacional, se ve limitada por la capacidad de hacer rentables las nuevas inversiones en un entorno competitivo. En la actividad inmobiliaria, esta relación con el exterior está mucho más diluida.

Por supuesto que hay una conexión internacional creciente entre los precios del metro cuadrado construido, pero esa relación se limita básicamente a las zonas nobles de las grandes ciudades; en el resto, el nexo es mucho más tenue y se imponen las circunstancias y expectativas locales.

El protagonismo desmesurado del sector inmobiliario se ha fundamentado en:

- bajos tipos de interés
- fácil financiación
- confianza en la revalorización inmobiliaria permanente

Los factores enunciados y la dinámica basada en estímulos poderosos a los que aludiré, ha conducido a excesos que hoy nos parecen, como sucede con todas las crisis, extravagantes. Hoy nos planteamos con toda razón: ¿Cómo es posible considerar normal y estable que España construyera 700-800.000 viviendas cada año? ¿Es razonable, aún teniendo en cuenta los hechos diferenciales: emigración y clima, que España construyera más viviendas que Alemania y Francia conjuntamente? ¿No se advertía fragilidad en esta desmesura?

Por supuesto que había voces que denunciaban los excesos y la existencia de una burbuja inmobiliaria. Sin embargo, dos argumentos, uno fundamental y otro complementario, suavizaban los pronósticos pesimistas.

Permítaseme que antes de referirme a esos dos argumentos haga una consideración de carácter general que espero ayude a comprender la tolerancia de la desmesura, y que, a posteriori, siempre a toro pasado, nos parezca sorprendente que no se advirtieran, o no se impusiera un cambio en el clima de opinión.

Los pronosticadores pesimistas, no digamos los catastrofistas, nunca han tenido buena prensa. Las catástrofes suceden pocas veces y se acierta más a menudo cuando se mantienen posiciones que pronostican evoluciones moderadas de las variables. Por decirlo con lenguaje keynesiano, se acierta con más frecuencia cuando uno se pronuncia por

la continuidad de la convención que si anuncia su ruptura y sustitución. De manera que, en términos económicos, la relación coste-beneficio es más favorable si se sostiene una postura conservadora, alineada con la mayoría, y que contribuye a mantener la convención, que si se pronostica su probable interrupción. No digamos si se proclaman consecuencias catastróficas como desenlace de una situación que se considera inestable.

Es posible que, en el improbable caso de acertar, el pesimista consiga prestigio de profeta fúnebre, pero en la gran mayoría de los casos el pronosticador agorero solo obtiene la vitola de pájaro de mal agüero, de buscador de notoriedad; un alarmista, en definitiva. No es, pues, un buen negocio salir al frío espacio exterior que circunda la confortable convención. Al fin y al cabo, si uno se equivoca en el tibio regazo de la opinión predominante, nadie le culpará por un error compartido por la mayoría. Estas ideas son de Keynes y las expuso en la Teoría General; el sabía mucho de estos asuntos puesto que tenía experiencia en navegar en contra de la corriente.

Paso ya a los dos argumentos anunciados.

El primero, el fundamental, son los efectos euforizantes de las altas valoraciones de los activos, de las burbujas. Cuando los altos precios afectan a un bien tan importante y de propiedad generalizada como la vivienda en nuestro país, los impulsos positivos son considerables.

El activo fundamental de las familias españolas es la vivienda y la experiencia general, basada en décadas, es que la decisión de comprar y mantener una vivienda ha sido afortunadísima. De manera que la convención de esperar valoraciones crecientes tenía fundamentos sólidos muy arraigados.

También las Administraciones Públicas (AAPP) se beneficiaban directamente del auge inmobiliario. El aumento de la recaudación fiscal era extraordinario; de hecho, constituía el ingreso fundamental de las corporaciones locales. La creación de empleo y las aportaciones crecientes a la seguridad social eran, asimismo, significativas. Las empresas inmobiliarias, promotoras y comercializadoras, florecían. El Sistema Bancario (Bancos, Cajas y Cooperativas) fomentaban la demanda de créditos financiándolos con fluidez en los mercados exteriores.

Es cierto que se lanzaban advertencias, también por los políticos, de la dependencia excesiva del ladrillo, pero ¿qué sector podía sustituir al inmobiliario?, ¿quién se atrevía a poner arena en una rueda tan bien engrasada?, ¿quién tenía la osadía de retirar el ponche cuando el baile estaba más animado, con palabras de un financiero norteamericano?. Una cosa son los discursos, las advertencias y otra muy distinta, frenar efluvios tan beneficiosos. Ni los Gobiernos, ni el Banco de España, ni el Sistema Bancario, ni por supuesto, las empresas inmobiliarias, pusieron freno a la desmesura. Mientras la música sonaba nadie quería dejar de

bailar (en desafortunada expresión de uno de los banqueros que danzaba con más entusiasmo). Hasta que cesó la música.

Paso al segundo argumento, el complementario. La fiesta se interrumpió de forma súbita; se produjo una caída de los precios inmobiliarios, secándose, de inmediato, la liquidez de este mercado. Sin embargo, las alarmas sobre las consecuencias de la burbuja inmobiliaria fueron calificadas de exageradas por muchos analistas, sobre todo por los situados en el ámbito de las AAPP, los cuales, considerando las fluctuaciones del pasado, y, añadido yo, la propia conveniencia institucional de no transmitir inquietud que forzara a poner fin a la fiesta, pronosticaron un ajuste suave, dilatado en el tiempo, y fácil de asimilar por todos los implicados. El ajuste, sin embargo, está siendo más violento de lo anunciado. Lo anterior sugiere dos consideraciones: primera, que la experiencia histórica es muy útil para inspirar la reflexión pero no cabe esperar la repetición mecánica de lo acontecido; segundo, que los estudios que se realizan y las conclusiones que se derivan, es preciso matizarlos con el *sombrero del analista*. ¿Cabe esperar que un informe realizado en el regazo de las AAPP se pronuncie por la posibilidad de una caída catastrófica de las valoraciones? Mis alumnos conocen las advertencias al respecto.

El vigor del mercado inmobiliario se sostenía por el trípode que he citado: bajos tipos de interés; abundante financiación, y confianza de revalorizaciones continuas. Sólo el primero se mantiene en términos generales, pero no para una parte importante del sector. Lo que ha quedado, como resultado de la fiebre, es un stock importante de viviendas sin vender; la quiebra de las empresas inmobiliarias más importantes; un volumen considerable de préstamos en situación dudosa en el sistema bancario; impulsos negativos para el consumo, la inversión y el empleo; y un abultado endeudamiento con el exterior.

2. LA DEPENDENCIA FINANCIERA DEL EXTERIOR

El déficit de la balanza por cuenta corriente expresa la cuantía de la apelación al ahorro del exterior. El componente esencial es el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios que revela la capacidad de competir de nuestra estructura productiva. A nivel macroeconómico, el déficit por cuenta corriente es la diferencia entre el Ahorro nacional y la Inversión. En el 2008 se situó en el 10% del PIB, porcentaje insólito que bate récords. La crisis cambiaria de 1992 fue provocada por la desconfianza en nuestra moneda, debido a los desequilibrios; el déficit por cuenta corriente era ese año del 3'2% del PIB.

Es evidente que si España hubiera tenido moneda propia, los mercados financieros no hubieran permitido un déficit de esta magnitud. El amparo del euro ha hecho posible un déficit tan abultado.

La financiación exterior se ha canalizado por las grandes empresas y por el sistema bancario que ha proporcionado recursos a empresas y familias.

Con la recesión actual, este déficit se está reduciendo rápidamente por el desplome de las importaciones. Aún así, su magnitud es considerable. El ajuste de la economía española implica que no cabe esperar aumentos del endeudamiento en empresas y familias; el sistema bancario adaptará la captación de recursos del exterior básicamente para atender la renovación de la deuda asumida. Quedan con capacidad de endeudamiento las AAPP. De ahí que ahora el déficit por cuenta corriente conecte directamente con el déficit público.

El crecimiento acelerado del déficit del sector público es expresión del desequilibrio con el exterior y del rápido deterioro de nuestra economía; su progresión es alarmante, estimándose para el año actual entre el 10-12% del PIB. En 1993 tuvimos un record situándose en el 7'5% del PIB que entonces provocó –ya lo he señalado– la alarma de los mercados financieros.

Si la cuantía del déficit es insólita (de nuevo empleo esta calificación) todavía es más preocupante la velocidad con la cual se está generando. Hemos pasado, en un año, de un superávit del 2% sobre el PIB a un déficit del 10%, por el doble efecto del desplome de los ingresos fiscales y el rápido ascenso de las atenciones sociales.

El aumento del stock de deuda pública –situado todavía en niveles moderados– ha provocado un alza de los costes financieros que se está convirtiendo en una rúbrica fundamental, pese a los tipos de interés reducidos vigentes en los mercados internacionales.

El panorama del endeudamiento conjunto de familias, empresas y AAPP es inquietante. Tres reflexiones adicionales se imponen:

- a. ¿Hasta donde llegará la tolerancia de los financiadores? ¿Y la de las instituciones europeas?
- b. Con tipos de interés en los niveles actuales la factura financiera es considerable. ¿Qué sucedería si subieran los tipos de interés?
- c. Una parte importante de las emisiones de deuda pública –en torno al 50%– se esta colocando en el activo del Sistema Bancario. La contrapartida es el desplazamiento de la financiación de PYMES y familias, aunque la debilidad de la economía, el hundimiento del sector inmobiliario, y las expectativas deprimidas, generan escasa demanda solvente de crédito.

3. LA SITUACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO

El Sistema Bancario Español ha canalizado el ahorro interior y, sobre todo, los recursos del exterior, financiando la escalada del endeudamiento de familias y empresas. Dado el protagonismo del sector inmobiliario, el peso de los créditos a este sector es muy elevado, y la crisis inmobiliaria plantea serios problemas de morosidad. En las Cajas de Ahorros el problema es más agudo.

Como he señalado, nadie puso freno a la fiebre inmobiliaria. Tampoco lo hizo el Banco de España. Sin embargo, esta institución estableció provisiones anticíclicas en la etapa de auge (iniciativa extraordinariamente positiva y adoptada a nivel internacional prácticamente en solitario) que han servido a las entidades bancarias para afrontar el primer embate de la morosidad inmobiliaria.

El sistema bancario español no ha invertido cantidades sustanciales en productos financieros tóxicos que incorporaban hipotecas de baja calidad (subprime) y ofrecían rentabilidades más elevadas que otros activos. La banca mundial, en particular la europea, invirtió fuertemente en estos productos financieros y ha tenido que hacer frente a saneamientos muy importantes. Los recursos del sistema bancario español se han polarizado hacia la financiación del sector inmobiliario pero han de afrontar la morosidad y la reducción de garantías derivadas de la caída de los precios en el sector. Se ha dicho, con fundamento, que los préstamos a este sector, en especial a los promotores, son las *subprime* de nuestro sistema bancario.

El deterioro del activo del sistema bancario español ha sido importante; en conjunto, seguramente no más grave que el sufrido por otros países europeos, y nuestro punto de partida era confortable. Hay una diferencia, no obstante, en el perfil temporal del ajuste. Las pérdidas de los activos tóxicos son más visibles e inmediatas. En el caso de los préstamos inmobiliarios, en particular en los créditos a promotores, la morosidad aparece gradualmente cuando se van agotando las posibilidades de las empresas de hacer frente a sus obligaciones financieras. En cuanto a la financiación hipotecaria de las familias, la capacidad de resistencia es aún mayor; sin embargo, la intensidad de la crisis y el aumento del desempleo están erosionando rápidamente la capacidad de pago de muchas familias.

De manera que el sistema bancario español tiene en la actualidad un problema serio de crédito y participaciones perjudicados por la crisis inmobiliaria; precisa de tiempo, generación de beneficios y también ayudas puntuales, sobre todo en las Cajas, para sanear el balance. Las entidades, están afrontando la situación alargando plazos, comprando activos, subiendo el margen de intermediación, y con una intensa gestión de ventas de inmuebles. La obtención de financiación del BCE en

condiciones excelentes y la compra de deuda pública está ayudando a sostener las cuentas de resultados.

La inmovilización forzada en los créditos inmobiliarios limita la capacidad de nuevas concesiones de crédito; la normalización del canal del crédito bancario –única posibilidad de PYMES y familias– se restablecerá al compás del saneamiento de los balances bancarios. La cuestión esencial es el tiempo y que se recupere el crecimiento económico.

4. LA GESTIÓN DE LA CRISIS

Tengo una opinión muy negativa respecto a la capacidad de este Gobierno para afrontar la crisis. Los problemas de la economía española, en el entorno de la crisis mundial, son de tal entidad que un gobierno competente hubiera encontrado grandes dificultades y estaría sujeto a duras críticas. Cuando a la dificultad se añade la incompetencia, la superación se hace mucho más difícil.

Mi crítica empieza por el diagnóstico. El Gobierno primero negó que existiera crisis; después ha ido admitiendo con tibieza la gravedad de la situación.

La apelación al endeudamiento de las AAPP era obligada; no obstante, es cuestión de medida y de prudencia. No se pueden resolver todos los problemas recurriendo al gasto público, como si no hubiera límites en ese recurso. Dicho lo anterior, centraré mi crítica en tres aspectos:

- Inmovilismo en el mercado de trabajo

El rechazo a las reformas en este mercado está agravando la crisis del empleo. Es preciso reformar el mercado de trabajo para adaptarlo a la realidad de las empresas. El coste del inmovilismo actual es la destrucción de empleo y el predominio de la temporalidad.

- Intervencionismo desafortunado en las empresas

Aludiré a dos casos relevantes: el cierre anunciado de la central nuclear de Santa María de Garoña y la venta de Endesa a un grupo italiano.

La negativa a prorrogar la vida de la central, en contra del consejo de las instituciones reguladoras, no es una decisión razonada ni razonable. España no puede prescindir de la energía nuclear. Es curioso que Iberdrola, la primera empresa eléctrica española, planea la construcción de centrales nucleares en la UE y que España haya rechazado esa posibilidad. Lo pagaremos en el futuro. En realidad, lo estamos pagando ya puesto que importamos energía nuclear de Francia.

En cuanto a la venta de Endesa, es difícil concebir una operación más *desafortunada* y *gratuita*. Que se permita, e incluso se promueva, la

venta de la primera empresa eléctrica española, de una importancia estratégica extraordinaria, sin necesidad alguna, para mí es incomprendible. No se ha vendido por necesidad económica o financiera, ni porque la empresa tuviera carencias de gestión, ni porque precisara un socio que aportara tecnología. Por si fuera poco, en la venta el Gobierno cerró la puerta a una empresa alemana (el país más importante de Europa) y la hemos vendido a una empresa italiana que no se caracteriza precisamente por su eficiencia productiva y solvencia financiera.

- Conflicto con los empresarios

Mis alumnos saben lo insistente que soy en resaltar el papel de las empresas en la economía. Repito una y otra vez que *el nivel de desarrollo de un país depende de su capacidad de poner en marcha proyectos empresariales en un entorno competitivo*. El cambio fundamental de las tres últimas décadas en España es, en mi opinión, la legitimación social de la figura del emprendedor, del empresario.

Se coincide por todos en señalar la excesiva dependencia de la construcción. La pregunta que surge a menudo es: ¿Qué puede sustituir a este sector? A veces da la impresión que se espera que alguien alumbre la idea clave. No es esa la cuestión. Las actividades que sustituyan a la inmobiliaria las tienen que decidir las empresas. La labor de los gobiernos es favorecer la educación, fomentar la investigación básica, y promover un entorno favorable a la promoción de las empresas.

El aspecto más negativo de la gestión de la crisis es la conclusión del Gobierno de que la responsabilidad de la situación la tienen los empresarios.

5. EL DESENLACE DE LA CRISIS

No es razonable esperar que se puedan mantener durante mucho tiempo las tendencias actuales. Las necesidades de financiación exterior son de tal magnitud que terminarán alarmando a los mercados financieros.

La facilidad actual de financiación es transitoria. Las emisiones de deuda pública no están presionando con intensidad en los mercados exteriores puesto que, como he apuntado, buena parte de las mismas se coloca en el sistema bancario español que obtiene recursos a bajo coste del BCE. Son mecanismos puntuales establecidos por la gravedad de la crisis, pero tantos los tipos de interés como la cuantía de la financiación se revisarán en el futuro, poniendo aún más de relieve la fragilidad de nuestra posición.

Los mercados financieros valoran continuamente la situación pero, a veces, sus reacciones son bruscas, sobre todo cuando se impone la desconfianza y ello significa la ruptura de la convención y la entrada en una nueva fase. Hay muchos ejemplos de estos comportamientos; en España tenemos uno cercano con la revisión que hicieron los mercados del valor de la peseta en 1992. Recordaré telegráficamente el proceso.

Desde 1986 a 1992 la paridad de la peseta se mantuvo estable con el marco alemán, pese a nuestra mayor inflación y a los desequilibrios en la balanza por cuenta corriente y en el déficit público. La paridad se mantenía por los tipos de interés superiores y la expectativa de unificación monetaria. Cuando esta última se debilitó, los mercados entendieron que el mayor tipo de interés no compensaba el riesgo de los desequilibrios existentes. Se produjeron entonces revisiones espasmódicas de la cotización de la peseta.

En la actualidad, los mercados toleran un diferencial reducido (en torno a 60 puntos básicos) de la rentabilidad del bono público español a 10 años respecto del alemán. Incluso ha ido disminuyendo en los últimos meses, pese al deterioro de nuestra economía y al déficit público desbocado. El diferencial tan reducido se explica por el amparo de la Unión Europea, del BCE, y del euro. Si nuestros desequilibrios fueran en aumento la confianza en ese amparo se reduciría, aumentando el diferencial y, en consecuencia, nuestros costes financieros.

Un analista expresaba estas ideas de las reacciones discretas y súbitas de los mercados financieros apelando a una imagen cinematográfica. En las películas de dibujos animados es frecuente la escena de un perro, un gato, o un conejo que van a toda carrera sin advertir el precipicio, y siguen pataleando en el aire durante un tiempo antes de desplomarse.

La vuelta de la economía hacia posiciones sostenibles de crecimiento requiere reducir nuestro déficit exterior; pero mejorar las exportaciones precisa la reducción de costes y precios para recuperar la competitividad perdida por la mayor inflación del pasado. Eso no es fácil.

Conviene tener muy en cuenta las diferencias entre una devaluación y la reducción de costes y salarios. En la devaluación se reducen, respecto a otros países, con uniformidad de manera inmediata. El ajuste a la baja de costes y precios, sin devaluaciones, es largo, difícil y desigual. En las empresas expuestas a la competencia internacional el ajuste es forzoso y los trabajadores son conscientes de la inevitabilidad de la contención salarial para mantener la actividad. No ocurre igual en otros sectores – por ejemplo en los servicios públicos– en los cuales la presión de los mercados exteriores es más tenue y, por tanto, se plantean mayores resistencias.

La novedad del ajuste preciso se deriva de la necesidad de que España lo haga con una moneda fuerte. Es, sin embargo, inevitable. Si no lo hacemos, los mercados financieros, la Unión Europea, o el BCE pueden

actuar como cirujanos. El coste de no hacerlo puede ser el estancamiento económico duradero y la elevación del paro.

6. DE NUEVO, EL EURO. CONSIDERACIÓN FINAL

La salida de España del euro sería una catástrofe económica y un desastre histórico. En términos económicos, la cuantiosísima deuda nominada en euros se incrementaría en la proporción de la devaluación que se produciría si se reintroduce una moneda propia.

Pero, además, sería un fracaso histórico, al ser incapaces de mantener nuestra participación en el gran proyecto europeo.

Hay una proposición que deseo subrayar, puesto que está en el trasfondo de mi planteamiento.

En una economía abierta al exterior es incompatible la fortaleza de la moneda con la falta de rigor y disciplina financiera en la gestión de la economía.

Nunca he sido un entusiasta del euro. Comprendo la necesidad de España de integrarse en la moneda única. Nuestra historia condicionó la decisión. Si yo hubiera sido un economista sueco o inglés, me habría opuesto. Hemos buscado disciplina fuera por considerarnos incapaces de generarla por nosotros mismos; hemos encontrado, en cambio, alivio financiero a nuestra falta de rigor lo cual ha facilitado que los desequilibrios sean mayores. No hubiéramos crecido tanto con moneda propia; tampoco serían tan graves nuestros desequilibrios ahora. Pero ya estamos en el euro, nos hemos beneficiado de los aspectos favorables y, ahora hay que asumir la disciplina que es la contrapartida de las ventajas de una moneda fuerte.

Las ventajas y obligaciones de la entrada en el euro tenían una secuencia temporal peligrosa. Se gozaba de los aspectos favorables inmediatamente, pero –insisto–, el mantenimiento de una moneda fuerte exige rigor y disciplina financiera.

Termino apuntando a las vías de solución. Son las mismas que propuse en la conferencia del pasado año. Ahora la situación es más grave y, por tanto, más necesaria una actuación contundente basada en:

- Decir la verdad.
- Reforma laboral para adaptar el mercado a la realidad empresarial.
- Reducir costes empresariales (fiscales y aportaciones a la seguridad social). Además, facilitar por todos los medios posibles, la actividad empresarial.

- Pedir ayuda y comprensión a la UE para poner en marcha un programa estabilizador con el objetivo de situar nuestro nivel de actividad y renta en niveles compatibles con una posición estable frente al exterior.

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).