



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

La crisis financiera y sus efectos sobre la economía española

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO
13/2010

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

ISSN:1139-6148

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-07/10 GROWTH AND PRODUCTIVITY IN THE SERVICE SECTOR: THE STATE OF THE ART

Andrés Maroto Sánchez

WP-08/10 LA TIPOLOGÍA DE LAS EMPRESAS INNOVADORAS ESPAÑOLAS

Ángel L. Culebras de Mesa

WP-09/10 TRES PREGUNTAS SOBRE LA ECONOMÍA COMO CIENCIA Y COMO PRÁCTICA

Juan Ramón Cuadrado Roura

WP-10/10 CRISIS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (UME)

Antonio Torrero Mañas

WP-11/10 UNA ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LA POLÍTICA DE COHESIÓN EN LA COMUNIDAD DE MADRID

Jaume Garau Taberner y Félix Pablo Pindado

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

Andres Maroto-Sanchez



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 Y SUS EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA¹

RESUMEN

Se ha cumplido el tercer año desde que estalló la crisis financiera en el otoño del 2007. La perturbación financiera es de gran importancia y sus efectos sobre la economía y las finanzas serán duraderos. Se está procediendo a la revisión de la organización institucional y del soporte teórico que ha impulsado la crisis. La gran dificultad reside en la naturaleza global de la crisis, y en el carácter nacional de reguladores y supervisores.

España se encuentra en una posición delicada. Sin la crisis financiera, la economía española hubiera precisado un fuerte ajuste, puesto que el crecimiento estaba basado en un endeudamiento creciente. La esencia del problema reside en un endeudamiento excesivo del conjunto de la economía, no sólo del sector público; ello conlleva la dependencia del juicio que merezca a los mercados la situación y expectativas de nuestra economía.

Palabras claves: Crisis financiera, crisis económica, ajuste económico, déficit por cuenta corriente y endeudamiento público.

ABSTRACT

The third year since the financial crisis erupted in autumn 2007It has been completed. The financial disturbance is of great importance and its effects on the economy and finance will be lasting. It is undertaking a review of the institutional and theoretical support that has driven the crisis. The great difficulty is the global character of the crisis but the domestic character of regulators and supervisors.

Spain is in a delicate position. Without the financial crisis, the Spanish economy would have required a hard adjustment, since the growth was based on a growing indebtedness. The root of the problem is the excessive indebtedness of the entire economy, not just the public sector. Then, the Spanish economy's future depends on an assessment that the markets make of their situation and expectations.

Key words: Financial crisis, economic crisis, economic adjustment, current account deficit and public indebtedness.

AUTOR:

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

¹ Conferencia dictada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá el 25-10-10.

ÍNDICE

1. La Gran Depresión como referencia	6
2. La Gran Depresión y el estancamiento de Japón	7
3. La crisis financiera actual	9
3.1. ¿Qué ha sucedido?	9
3.2. ¿Por qué ha sucedido?	10
3.2.1. El detonante	10
3.2.2. El instrumento que propagó la desconfianza	11
3.2.3. La razón de fondo	12
3.2.4. El soporte teórico	13
3.3. ¿Qué se puede hacer para normalizar la situación?	14
4. Tres espejismos	17
4.1. El déficit en la Balanza por cuenta corriente había dejado de ser un problema	17
4.2. El stock de la deuda de las Administraciones Públicas tenía una magnitud comparativamente confortable	18
4.3. El crecimiento económico de España en la década actual, superior al de los países de la Unión Europea (UE) era un fenómeno estable, reflejo de la pujanza de nuestra economía	19
5. Efectos de la crisis financiera sobre los países integrados en el área euro .	20
5.1. Expectativas de los prestamistas de que los deudores puedan cumplir sus compromisos	21
5.2. Capacidad de los países para mantenerse en el área euro	22
5.3. Ayuda de las instituciones europeas a las naciones con posición financiera débil	23
6. La posición de la economía española	24

Este es el tercer año que me dirijo a los estudiantes de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Alcalá para hablarles, en dos conferencias, primero de la crisis financiera y, en la segunda sesión, de su repercusión sobre la economía española.

Decía Ortega que la claridad debería ser la cortesía del filósofo, extendiendo esta afirmación hacia el economista. Me propongo analizar un fenómeno muy complejo que muchos especialistas en finanzas estamos intentando comprender, con la mayor claridad que me sea posible. No aspiro a que compartan mis ideas pero sí a que las comprendan y puedan ayudar a formar las opiniones propias de cada uno.

1. LA GRAN DEPRESIÓN COMO REFERENCIA

La crisis financiera actual es un fenómeno extraordinariamente importante y sumamente complejo. Hay acuerdo entre los expertos –y que exista acuerdo no es nada frecuente– en considerar que la crisis actual es la perturbación económico-financiera de mayor calado desde la Gran Depresión, cuyo pórtico fue el desplome bursátil de Octubre de 1929. De hecho, una parte importante de los análisis de la crisis actual toman a la Gran Depresión como referencia.

Permítanme una referencia telegráfica a la Gran Depresión.

De forma súbita se desplomó la bolsa. Se produjo a continuación –no digo a causa de– una crisis económica extraordinaria e inesperada en el país más dinámico, en la tierra del futuro y de las oportunidades, en el espejo del sistema democrático, en un mundo con las libertades políticas amenazadas por la revolución rusa y el ascenso del totalitarismo nazi-fascista.

El PNB de los Estados Unidos se redujo un 9'9 % en 1930; el 7'7 % en 1931 y el 14'9 % en 1932. El paro, que era del 5'3 % en 1929 experimentó un crecimiento rapidísimo situándose en el 37'6 % en 1933.

Hoy día, en los Estados Unidos, principal economía del planeta y epicentro de la crisis, el PIB está creciendo –en el tercer año de la crisis– en torno al 2 % y el paro, que ronda el 10 % de la población activa, constituye un motivo de grave preocupación.

Los efectos económicos de ambas situaciones no son pues comparables y no lo son, entre otras cosas, porque la Gran Depresión ha actuado como vacuna. En los años treinta, el Gobierno no tuvo una reacción pronta para intentar luchar contra el desastre; ahora, en cambio, la

actuación de los Gobiernos, de todos los Gobiernos del mundo, ha sido inmediata y beligerante, esforzándose, además, todos los países en coordinar los esfuerzos.

El mensaje que caló fue: cualquier cosa antes que permitir que se repita un episodio como el de la Gran Depresión.

Esa cualquier cosa se ha plasmado en la intervención de los Gobiernos y Bancos centrales para compensar la parálisis de los mercados y del crédito, llegándose a la nacionalización de entidades bancarias y de seguros en países tan poco sospechosos de intervencionismo como los Estados Unidos y el Reino Unido.

Se ha producido, también en ese sentido, un acuerdo bastante general respecto a la necesidad de una actuación decidida de los gobiernos y bancos centrales. Desde perspectivas e intereses distintos, todas las naciones han compartido la idea de combatir la crisis financiera para tratar de impedir que la convulsión degenerara en otra Gran Depresión.

Permítaseme que siga tomando como referencia a la Gran Depresión. Desde entonces, han tenido lugar numerosos episodios de crisis financieras, sobre todo desde la década de los ochenta del siglo pasado. En ocasiones, las perturbaciones han tenido lugar en países emergentes (repetidas crisis en América Latina, en el Sudeste Asiático, o en Rusia); en otras, han acontecido en las naciones más avanzadas (Países Escandinavos, Estados Unidos, Reino Unido).

Se están llevando a cabo revisiones de las crisis financieras acontecidas a lo largo de la historia ⁽²⁾. Hay una gran variedad de situaciones y circunstancias, pero creo que puede obtenerse una conclusión: cuando la perturbación, cualquiera que sea su origen (burbuja mobiliaria o inmobiliaria, tipos de cambio, hundimiento de un sector industrial, etc.) llega a afectar al canal del crédito ordinario, esto es al sistema bancario, única fuente crediticia de PYMES y familias, la alteración financiera se enquistaba en el sistema económico y crece el riesgo de una depresión.

2. LA GRAN DEPRESIÓN Y EL ESTANCAMIENTO DE JAPÓN

Junto a la Gran Depresión tiene singular importancia la crisis que se produjo en Japón a partir de la espectacular caída de la bolsa y del mercado inmobiliario en 1990. En los dos casos, muy diferentes entre sí, hubo una fortísima crisis bancaria. Además ofrecen tres rasgos comunes que pueden ayudar a reflexionar:

² Destaco la investigación de C.M. Reinhart y K.S. Rogoff: *This Time is Different. Eight Century of Financial Folly*. Princeton University Press. USA, 2009.

- **Ambas han sido de larga duración.** Como he dicho, la Gran Depresión se inicia en 1929; hasta 1934 no se advierten signos claros de recuperación en la economía americana; se produjo una recaída en 1937, y la recuperación posterior tuvo lugar con la segunda guerra mundial.

En cuanto a Japón, no se ha producido una hecatombe como en la Gran Depresión, sino un estancamiento sostenido que, con repuntes y recaídas ocasionales, dura ya veinte años.

- **Han implicado una revisión profunda de las ideas.** En los Estados Unidos la conmoción financiera dio lugar a un clima de opinión extremadamente crítico con el mundo de las finanzas, y a un cambio radical en su organización institucional: se estableció el seguro de depósitos bancarios; se separaron las actividades crediticias de la banca comercial y las ligadas a los mercados financieros de la banca industrial; se fijaron límites a la remuneración de los depósitos bancarios. Esta organización, junto a la de alcance internacional de Bretton Woods en 1944, con la creación del Fondo Monetario Internacional como arbitro de los tipos de cambio, y el control de los flujos de capital a nivel internacional, favorecieron un largo período de estabilidad financiera.

También en Japón la crisis ha servido de revulsivo de las ideas económicas aunque no con la misma radicalidad. Se ha podido advertir el peligro de las burbujas y la incidencia negativa de su estallido; se ha perdido confianza en las capacidades de una minoría dirigente con gran presencia interventora; y se han percibido los peligros de una asociación excesiva de la banca con las empresas.

- **Responsabilidad de los Gobiernos.** En la Gran Depresión, la inactividad del Gobierno americano se considera crucial para comprender la duración y profundidad de la crisis. Un pánico financiero sin una actuación decidida puede provocar un gran desastre; en ese clima surgen las propuestas de Keynes con su Teoría General publicada en Febrero de 1936.

Tampoco en el caso japonés el gobierno adoptó una actitud beligerante tratando de sanear el sistema bancario, cuya débil situación comprometía la reasignación de los recursos. Las vacilaciones en el saneamiento del sistema bancario se considera una de las razones que explican el largo período de estancamiento nipón.

Vuelvo a la argumentación. Esos dos episodios constituyen referencias clave para comprender el actual. Se espera que la crisis que sufrimos sea también duradera y, asimismo, se están revisando las ideas prevalecientes en finanzas; en cuanto a la intervención de los gobiernos,

su actuación ha sido ahora vigorosa, orientada por la experiencia de la Gran Depresión y la del estancamiento japonés.

Ante riesgos de magnitud semejante, las consecuencias de las medidas que se están adoptando pasan a un segundo plano. Los déficits públicos y la inundación de liquidez y tipos de interés reducidos, que son la medicina empleada, se sabe que no podrán mantenerse mucho tiempo, y los excesos actuales suscitan inquietud. La corrección será inevitable, pero *luego; primero*, hay que salvar al paciente.

3. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL

Dedicaré el resto del tiempo a plantear, muy brevemente, las tres cuestiones siguientes:

1. ¿Qué ha sucedido?
2. ¿Por qué ha sucedido?
3. ¿Qué se puede hacer para normalizar la situación?

3.1. ¿Qué ha sucedido?

La respuesta es muy clara: se ha perdido la confianza. Muy recientemente, un reputado experto financiero nos ha recordado un asunto crucial: Una economía capitalista es una economía basada en el crédito, y cualquier cosa que reduzca severamente el flujo continuo de ese crédito, es perjudicial para la economía.

Esa corriente de crédito se alimenta de la confianza de que se cumplirán en el futuro los compromisos que se conciertan en el presente. Si la expectativa se deteriora, los empresarios no demandan créditos, tampoco las familias, y cuando lo hacen no es para emprender nuevas actividades, sino presionados por la necesidad de renovar el endeudamiento existente, para cubrir pérdidas, o hacer frente a necesidades acuciantes.

En esas circunstancias, escasea la demanda de crédito solvente; las entidades bancarias, conocen estas dificultades, y desconfían del cumplimiento de los compromisos asumidos por los prestatarios; los compradores de bonos emitidos por las empresas consideran de forma creciente la posibilidad de quiebra o repudio del emisor; para los inversores queda como activo refugio la deuda pública, pero solamente la emitida por países muy sólidos parece segura.

La incertidumbre aumenta y llega a su mayor nivel cuando las entidades bancarias no tienen confianza entre ellas; la paralización del mercado interbancario culmina el anquilosamiento del sistema. Llegados a esa

situación, sólo queda la extensión de las garantías de los Estados, que puede llegar a la nacionalización de las entidades crediticias e incluso a la concesión de ayudas, o créditos a empresas –muy significadas– de sectores no financieros, colocadas en grave situación por la dificultad de financiarse y por la caída de la demanda de los consumidores afectados también por la falta de financiación.

3.2. ¿Por qué ha sucedido?

¿Por qué se ha perdido la confianza que ha llevado a la parálisis de los mercados financieros y a la renuencia de las entidades bancarias a seguir alimentando el flujo de crédito?

Distinguiré cuatro aspectos que coadyuvan a entender el desastre financiero: a) el detonante; b) el instrumento de propagación de la desconfianza; c) la razón de fondo, y d) el soporte teórico.

3.2.1. El detonante.

Se coincide en señalar a las hipotecas de baja calidad, esto es a las concedidas a prestatarios con garantías dudosas por un importe que en ocasiones excedía al coste de la vivienda, como el detonante que ha provocado el desastre financiero. El crecimiento de estos créditos hipotecarios (*subprime*) se sustentaba en la idea de precios inmobiliarios en continuo ascenso que proporcionaban garantía creciente (la vivienda cada vez valía más). Ese mayor valor de la vivienda permitía obtener financiación adicional que se utilizaba, a menudo, para comprar una casa mejor, o simplemente para consumo.

De hecho en los años que preceden al estallido de la crisis (2007), una parte del consumo de las familias en los Estados Unidos se financiaba mediante este mecanismo.

Cuando se produjo una caída del precio de la vivienda, aumentaron los fallidos en estas hipotecas, lo cual redujo el valor de los créditos. Este era un asunto serio puesto que provocaba minusvalías en los propietarios de esos créditos y se redujeron las nuevas concesiones de préstamo. Se había roto la cadena.

Las consecuencias tanto financieras como económicas eran importantes, pero de magnitud controlable. Las primeras estimaciones del quebranto cuantificaron el importe de las *subprime*; era una cantidad apreciable, pero no alarmante. Aparentemente, el daño se producía sobre todo en la construcción de viviendas en Estados Unidos, en los prestatarios, y en los que, como consecuencia del proceso de venta de los créditos hipotecarios a inversores finales, resultaban ser los propietarios de éstos.

El auge de las hipotecas tenía un punto de apoyo clave: el destacado papel de dos agencias norteamericanas, que se suponía gozaban de la garantía implícita del Gobierno; su misión era la dinamización del

mercado hipotecario, adquiriendo los préstamos y financiando la compra mediante emisiones de bonos en los mercados con un coste reducido dada la supuesta garantía pública. Los gobiernos apoyaban este sistema con objeto de facilitar la propiedad de las viviendas a familias con ingresos modestos.

3.2.2. El instrumento que propagó la desconfianza

Los créditos hipotecarios tenían la secuencia siguiente:

- Una financiera especializada concedía créditos hipotecarios para, acto seguido, cederlos a algún banco.
- La entidad financiera los cedía (sacándolos fuera de su balance) a otra entidad especialmente dedicada a la tenencia de estos créditos, que obtenía recursos mediante la emisión de bonos en el mercado con su garantía.
- *Ese paquete* de créditos era dividido en tramos según la calidad de los mismos. Los tramos de mayor calidad (los de menos riesgo de resultar fallidos) ofrecían un menor rendimiento; en sentido contrario, los de mayor riesgo prometían mayor rentabilidad.
- El riesgo era medido por las empresas de calificación de riesgo (*rating*).
- Las participaciones en esos tramos eran vendidas a los inversores finales, que intentaban obtener así una rentabilidad superior a la de otros activos (deuda pública, p. ej.)

Nótese que en esta cadena solo conocía al comprador de la vivienda la empresa concesionaria cuyo negocio era precisamente ese: buscar compradores de casas y contratar un crédito hipotecario que transmitían de forma inmediata a la entidad financiera; esta, a su vez, los vendía a una entidad “empaquetadora” (a menudo filial de la entidad financiera).

De manera que al concesionario del crédito lo que le interesaba era concederlo; las garantías, el riesgo, la calidad del prestatario... todo lo que es esencial para un contrato de crédito no era cuestión suya. ¿Quién estimaba el riesgo del crédito? Eso corría a cargo de las agencias de calificación sobre la base de las estadísticas del pasado. Como las hipotecas subprime, concedidas masivamente, eran un fenómeno reciente, los datos disponibles correspondían a un período reducido en el cual el alza del precio de la vivienda había sido prácticamente continuo.

Esas participaciones que tenían derecho a percibir los rendimientos de los créditos hipotecarios se distribuyeron por todo el mundo. De esta forma, la financiación de la compra de la vivienda de una familia modesta de Ohio, por ejemplo, corría a cargo de un fondo de pensiones de los empleados municipales de Osaka.

Estos instrumentos alcanzaron gran complejidad; cuando empezaron a producirse fallidos en los créditos hipotecarios, con precios inmobiliarios a la baja, la gran cuestión es donde estaba situado el riesgo, cuanta era la pérdida y quien tenía que soportarla.

La dificultad de contestar a esas preguntas promovió la desconfianza. No se conocía la ubicación, ni el impacto; en consecuencia la valoración de esos títulos era extremadamente difícil.

Las consecuencias económicas fueron mucho mayores que las correspondientes a los créditos fallidos. Ante la desconfianza se cerraron los mercados que proporcionaban la financiación a los empaquetadores; las entidades bancarias promotoras tuvieron que acudir en su ayuda, bien porque estuviesen previstas la activación de líneas de crédito ante dificultades de financiación en los mercados, bien porque no se deteriorara su reputación como bancos promotores. La pirueta final fue la desconfianza entre las propias entidades bancarias que paralizó el mercado interbancario, esto es el mercado mayorista que intermedia las ofertas y demandas de crédito entre las entidades bancarias.

De manera que el instrumento de propagación ha sido la titulización del crédito, no solo del hipotecario sino de todo tipo de créditos, aunque el de la vivienda haya tenido una importancia crucial. El negocio no consistía en evaluar el riesgo a partir del conocimiento del deudor, sino en la concesión y sucesivas transmisiones, evaluaciones mediante procedimientos estadísticos, y obtención de liquidez en los mercados financieros mayoristas. Cuando se desmontó ese mecanismo, el riesgo acabó en las entidades bancarias, que tienen seguro de depósitos y, en cualquier caso, la garantía implícita de los gobiernos de que intervendrían para que no se produzca un pánico financiero.

Como ejemplo de la propagación de la desconfianza que generó este proceso, se ha puesto el caso de la enfermedad de las "vacas locas". Se habían descubierto algunos casos localizados en ciertas zonas; el riesgo de consumir carne de esos animales dañados era muy reducido pero, ante la dificultad de detectarlos se desplomó el consumo de carne.

3.2.3. La razón de fondo

En todos los países desarrollados, en los últimos veinte años, aumentó con gran rapidez el endeudamiento de los agentes económicos, en particular de empresas y familias. Se evoca ahora la obra de un pensador original y heterodoxo: Hyman Minsky, centrada en el análisis de la inestabilidad que consideraba inherente al mundo financiero. Según Minsky, la liberalización y la competencia en las finanzas provocaban un ciclo en el cual el riesgo y la vulnerabilidad crecían hasta culminar en una crisis financiera.

Minsky clasifica las unidades económicas en función de su capacidad para hacer frente a los pagos derivados de la deuda, tipificando tres situaciones:

- *Situación financiera equilibrada.* En las economías domésticas, los ingresos recurrentes superan ampliamente a los compromisos financieros de pago; en cuanto a las empresas, sus recursos proceden básicamente de la autofinanciación.
- *Situación financiera especulativa.* En algunos períodos las obligaciones de pago son superiores a los ingresos previstos, pero el valor actualizado de los ingresos supera al de los pagos; precisan financiar, pues, posiciones ocasionales de déficit financiero.
- *Situación financiera "Ponzi"* ⁽³⁾. La carga de la deuda supera a los ingresos previstos; el mantenimiento de la situación exige el aumento del endeudamiento, o la revalorización de activos que se poseen como contrapartida de la deuda.

Como decía, el incremento de la deuda ha sido muy importante, es decir estaba aumentando la vulnerabilidad financiera, de manera que cualquier dificultad de refinanciar, o la baja del precio de los activos, podía provocar la insolvencia o la quiebra del deudor.

También en los bancos ordinarios se había incrementado la vulnerabilidad, puesto que los créditos crecían más rápidamente que los depósitos, acudiendo a los mercados financieros para compensar la diferencia.

En conjunto, si surgían problemas de financiación, o se producían bajas en activos mobiliarios o inmobiliarios, las dificultades incidían en balances frágiles y en una dependencia muy acusada de los mercados. Esta es la razón de fondo de la crisis actual.

3.2.4. El soporte teórico

Dos ideas muy poderosas han impulsado la investigación económica en las últimas décadas: las Expectativas Racionales y la Hipótesis de los Mercados Eficientes. Según la primera, la intervención de los gobiernos tropezaría con la omnisciencia de los agentes económicos que, con sus reacciones, pondrían coto a las pretensiones intervencionistas de alterar los resultados de los mercados en libertad.

Respecto a la segunda, la idea central es que la información económica y financiera está recogida en las valoraciones de los activos, en particular en la cotización de las acciones.

Una tercera idea, menos concreta y definida, es que cuantos más mercados existan y tengan más liquidez, menores serán los costes de

³ La situación financiera Ponzi alude a las prácticas de un financiero bostoniano de ese nombre. Charles Ponzi prometía a los inversores altos tipos de interés (40 % por 45 días), e iba atendiendo al pago de los intereses con las nuevas aportaciones. La pirámide funcionó en 1919 y 1920 hasta que lo denunció el Boston Post y fue condenado.

transacción, pero sobre todo, los numerosos participantes contribuyen a situar un nivel correcto de valoraciones en favor de una mejor asignación de los recursos.

El trasfondo de esta creencia es el modelo de Arrow y Debreu según el cual un equilibrio competitivo es eficiente si los mercados son completos, esto es, si existen mercados en los cuales pueden valorarse todo tipo de contratos, incluidos los de seguros, los de inversión que ligan el presente y el futuro, así como los mercados de bienes, servicios y trabajo ⁽⁴⁾.

Estos soportes teóricos han alimentado dos convicciones que son claves para comprender la importancia progresiva de las finanzas en el sistema económico, y también las razones de la crisis financiera actual:

1. Nadie mejor que miles de inversores cualificados e informados para determinar el nivel correcto de las cotizaciones. Las burbujas, esto es, los excesos, o no se consideran posibles o se encuadran como sucesos exógenos al sistema.
2. Los mercados tienen capacidad de evaluar la probabilidad de que determinados sucesos tengan lugar en el futuro.

A partir de estas ideas, someramente esbozadas, se entiende que la crisis haya sido una sorpresa, aunque muchos analistas advirtieron la fragilidad de la construcción, y que también lo haya sido el poco éxito de los mercados en la medición de la probabilidad de que tuvieran lugar sucesos fundamentales. Por ejemplo, en el mercado de CDS (*Credit Default Swaps*) las primas a pagar por asegurar emisiones alcanzaron el nivel más bajo en el verano del 2007, poco antes de que se iniciara el desastre ⁽⁵⁾.

Paso al tercer punto de la exposición.

3.3. ¿Qué se puede hacer para normalizar la situación?

Al comienzo de esta intervención insistí en destacar el acuerdo y la coordinación de gobiernos y bancos centrales para actuar con decisión y contundencia y evitar que se produjera otra Gran Depresión.

Ahí acaban prácticamente los acuerdos. Los economistas, analistas financieros, reguladores, supervisores y políticos discrepan sobre la naturaleza de la crisis y respecto a las propuestas de reforma para evitar que se produzca en el futuro una conmoción como la actual.

⁴ La argumentación la desarrolla con detalle A. Turner en "What do Banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it" en A. Turner et. A (2010): *The Future of Finance: The LSE Report*. London School of Economic and Political Science.

⁵ *Ibíd.* Gráfico 36, p. 84.

No deben sorprender estas discrepancias. Los países tienen intereses distintos, el peso de las finanzas y las ideas al respecto son también diferentes.

Para los economistas, este es el tema de nuestro tiempo, tomando de nuevo a Ortega como referencia. Profesionales muy destacados están publicando tal cantidad de análisis, propuestas e informes que es prácticamente imposible seguir el océano de aportaciones. Tomen ustedes lo que sigue como un apunte telegráfico y personal.

Una cuestión esencial es si la crisis actual es un accidente imposible de prever y que acontece muy rara vez; o es la consecuencia de un mal diseño de la carretera que conlleva un elevado riesgo de que se produzcan. Si se considera un accidente, digamos fortuito, consecuencia de una "tormenta perfecta" debido a la muy improbable conjunción de factores, las propuestas se orientan a retocar un sistema que funciona bien pero que ha tenido la mala suerte de un fallo infrecuente e imprevisible.

Ahora bien, si se considera que el diseño, la organización institucional y las ideas que subyacen, aumentan la frecuencia y gravedad de los accidentes, la cuestión es de mayor calado. ¿Qué ideas ponemos en sustitución de las vigentes? ¿Quién lidera la reforma? ¿Qué arquitectura institucional sería aconsejable?

Mi opinión es que las crisis financieras son endógenas al sistema. Creo que el diseño de la carretera tiene defectos que dan lugar a accidentes y que el camino bordea barrancos profundos con barreras que ofrecen escasa protección.

Me parece advertir que hay un cierto acuerdo en admitir que la vulnerabilidad era excesiva; que es preciso reducirla, es decir, disminuir el endeudamiento de los agentes. Así lo creo yo, y de hecho se está haciendo, con una excepción: el sector público que lo está aumentando acuciado por la crisis. ¿Cómo se digerirán en el futuro estos enormes déficits públicos en los que estamos incurriendo ahora para combatir la crisis?

Adviértase que la escalada del endeudamiento supone impulsos positivos para el crecimiento económico y el empleo, mientras se produce. Es, por decirlo así, un tónico que anima a adoptar posiciones de riesgo en consumidores y empresarios. En sentido contrario, la reducción del endeudamiento implica disminución de los estímulos para el crecimiento. Sin embargo, sin crecimiento económico la carga de la deuda pública puede alcanzar niveles inquietantes.

Estamos asistiendo a lo que puede degenerar una batalla entre las monedas, con devaluaciones competitivas que traen a la memoria las prácticas de la Gran Depresión. Permítaseme que mi último comentario se refiera a la dimensión internacional de la crisis.

La crisis actual tiene carácter sistémico y ámbito global. La crisis ha puesto de relieve la denominada "falacia de composición". Se suponía que si las entidades financieras tenían buenos fundamentos, la consecuencia sería la estabilidad del conjunto. La crisis ha demostrado que esto no tiene porque ser así; que bancos y entidades financieras con balances saneados pueden ser víctimas del remolino de las caídas de las valoraciones y de la ausencia de liquidez.

Se advierte de inmediato la inquietud, ya que el riesgo sistémico tiene una dimensión internacional. Hace poco el Gobernador del Banco de Inglaterra apuntaba su preocupación por la difícil coexistencia de la globalización financiera con regulaciones nacionales. Señalaba, muy gráficamente, que las instituciones bancarias son globales en su vida pero nacionales en su muerte.

Con la conciencia del peligro de la inestabilidad se evocan los acuerdos de Bretton Woods a los que he hecho referencia. Confluyeron entonces ideas, circunstancias, y personalidades que no se perciben en la situación actual:

- En cuanto a las ideas, había acuerdo en que una autoridad supranacional regulara los tipos de cambio de las monedas, lo cual conlleva la necesidad de control de los movimientos internacionales de capital.
- Respecto a las circunstancias, existía un país hegemónico, tanto en el aspecto económico como en el militar, que contaba con una moneda con el suficiente respaldo para constituir el eje del sistema.
- Por lo que se refiere a personalidad, dos se situaron en el centro de la escena: White, el negociador americano, respaldado por el poder de su país que pretendía, y consiguió, consolidar la preponderancia de los Estados Unidos. Estaba también Keynes, el economista con mayor prestigio del mundo, con ideas propias y gran personalidad.

Terminaré declarando que vería con simpatía cualquier esfuerzo encaminado a potenciar una institución supranacional que regulara una situación que me parece inestable.

A la vista de los pasos que se están dando, de la tibieza con la cual se está procediendo a la revisión de las ideas y a las propuestas de reformas, no oculto mi escepticismo. Un analista norteamericano ha señalado oportunamente que el papel de los Casandras no es gratificante ni agradable, dada la dificultad de los políticos para actuar en la dirección marcada por sus pronósticos y temores. Creo que tiene razón.

4. TRES ESPEJISMOS

Los tres años de crisis han ido poniendo de relieve, de forma progresiva, que las ideas fuerza predominantes sobre la economía española, precisaban una profunda revisión.

Esas tres ideas, que revisaré someramente a continuación, se generan a partir de una nueva situación: la entrada de España en el euro que requería una óptica distinta para considerar la posición de nuestra economía, tomando como referencia la nueva situación de estar integrados en un área con moneda fuerte y mercados financieros amplios.

4.1. El déficit en la Balanza por cuenta corriente había dejado de ser un problema

Como ustedes saben, el déficit de la Balanza por cuenta corriente expresa el saldo de nuestro comercio exterior de bienes y servicios, de rentas y de transferencias corrientes. Desde la perspectiva macroeconómica el saldo negativo expresa la necesidad de apelar a la financiación exterior para complementar el ahorro interno y financiar la inversión del país.

En nuestra historia económica, la crisis se ha manifestado siempre en la Balanza de Pagos. La última se produjo en 1992 cuando el déficit se situó en el 3'2 % sobre el PIB y los financiadores desconfiaron del valor de nuestra moneda –entonces era todavía la peseta– y de nuestra capacidad de atender la carga creciente de la deuda. Las devaluaciones de nuestra moneda favorecieron la corrección del desequilibrio con el exterior; a partir de 1995 se inicia una etapa de crecimiento sostenido que finalizaría con la crisis actual.

En esta década, desde el año 2003, el déficit por cuenta corriente comienza una escalada hasta situarse en torno al 10 % del PIB el 2007, y 2008, y alrededor del 5 % en el 2009. Para el año actual se espera alcance el 5 %.

Son cifras de una magnitud considerable. El 10 % de déficit sobre el PIB nos situó a la cabeza del mundo; pero el 5 % en una economía estancada, con un paro del 20 %, sigue siendo un desequilibrio enorme.

No había, sin embargo, ninguna dificultad para financiar el déficit, y esa facilidad de obtener recursos ofrecía la coartada de no considerarlo un problema. En un área con moneda común, el déficit, en el fondo, se consideraba como un síntoma de la pujanza de nuestra economía con oportunidades de inversión que superaban al ahorro interno con ser este importante; sí otros países tenían excedente de ahorro era por un impulso inversor menor que el español.

Dos ejemplos se exhibían para argumentar la intrascendencia del déficit: 1) nadie consideraba una cuestión esencial los desequilibrios entre el ahorro y la inversión entre las provincias españolas; 2) la referencia a los Estados Unidos, con organización federal, demostraba también la trivialidad del asunto.

Centraré mi comentario en la comparación entre los países integrados en la zona euro y los Estados Unidos.

Cuando se plantea la semejanza entre ambas áreas no se considera la extraordinaria importancia de tres temas:

- a. En los Estados Unidos existe unidad del idioma, lo cual facilita la movilidad espacial de la población desde las zonas deprimidas hacia las comarcas con auge. El sentimiento patriótico nacional cimienta esa unidad.
- b. En los Estados Unidos hay fiscalidad común, con instrumentos compensatorios entre los Estados para reducir los desequilibrios.
- c. Nadie se plantea que Ohio, por ejemplo, se excluya o quede excluida de la Unión.

Pueden ustedes reflexionar sobre estas cuestiones tomando como referencia la situación de los países integrados en la zona euro. No tenemos un idioma común; tampoco un sentido patriótico de unidad nacional; cada país tiene su propio sistema fiscal; por último, ¿es descabellado pensar que un Estado no pueda soportar la disciplina de una moneda fuerte?, ¿es impensable que los países con economía más robusta consideren un lastre a países con menor disciplina financiera, lo cual puede afectar a la fortaleza de la moneda común?, ¿se considera imposible que Alemania, por ejemplo, abandone el euro y retorne al marco?

4.2. El stock de la deuda de las Administraciones Públicas tenía una magnitud comparativamente confortable

En el año 2007 la deuda pública acumulada era del 36'2 % sobre el PIB; en el área euro del 66'7 %. Las Administraciones Públicas tenían, pues, margen para apelar al endeudamiento si fuese necesario. Además, ese porcentaje estaba situado en el 63% en el año 2000, y había descendido hasta el nivel señalado, consecuencia del saneamiento del sector público que contribuía positivamente con su ahorro a la financiación del sector privado. Naturalmente esta situación tan favorable era la contrapartida del crecimiento económico sostenido que proporcionaba ingresos fiscales crecientes.

El ritmo de crecimiento del stock de deuda pública –conocido– ha sido espectacular. En el 2009 era del 54 %; la expectativa para el 2010 es que se sitúe en el 69 % frente al 88'5 % de la zona euro.

He dicho conocido puesto que existe un área de penumbra en Ayuntamientos y, sobre todo, en Comunidades Autónomas por el vertiginoso endeudamiento del racimo, cada vez más frondoso, de empresas públicas creadas, precisamente, para sortear los controles administrativos y endeudarse por esa vía.

El primer punto que deseo destacar es que la preocupación de nuestros prestamistas no es tanto el stock de deuda pública, cuanto su velocidad de crecimiento; el déficit público está desbocado: "Las Administraciones Públicas cerraron el año 2009 con un déficit del 11'2 % del PIB, lo que supone un empeoramiento de la situación presupuestaria sin precedente, de más de siete puntos del PIB respecto al año anterior y de más de trece puntos respecto al superávit observado en 2007" (Banco de España, Informe Anual 2009, p. 123).

El déficit público, sin embargo, es parte del problema. Lo que realmente alarma a nuestros prestamistas es el endeudamiento total de los agentes económicos: familias, empresas, instituciones financieras y Administraciones Públicas, puesto que el dato fundamental es la capacidad que tiene nuestro país para hacer frente a los compromisos financieros asumidos por el conjunto.

Cuando alguien manifestaba la inquietud por el endeudamiento creciente, la respuesta del gobierno era siempre destacar que el stock de deuda pública era moderado en relación al área euro. Muy cierto; lo relevante, sin embargo, es que el endeudamiento conjunto, en relación al PIB de España la situaba en la cabecera del ranking mundial. Es como si a un prestamista preocupado por el nivel de deuda de una familia se le argumentara que la deuda del padre es moderada, sin mencionar que la esposa y los hijos han asumido débitos crecientes.

Porque esa es la cuestión. En el año 2000, la deuda de las familias, era del 60 % de su Renta Bruta Disponible; en el 2007, del 130 %; en el 2009 había cedido ligeramente: 125 %. En cuanto a las empresas, su deuda en relación al resultado económico bruto, en el año 2000 se situaba ligeramente por debajo del 300 %; en el 2007, en torno al 500 %; y en el 2009 casi el 600 %. Naturalmente, el protagonismo del sector inmobiliario y constructor fue decisivo en esta evolución.

4.3. El crecimiento económico de España en la década actual, superior al de los países de la Unión Europea (UE) era un fenómeno estable, reflejo de la pujanza de nuestra economía

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. Recuerden ustedes la referencia a Minsky y a su "hipótesis de la inestabilidad financiera" de la primera conferencia.

De manera que España crecía, al tiempo que se hacía más vulnerable. El porcentaje de inversión sobre el PIB era importante: el 31'1 % en el 2007; y el ahorro nacional del 21'5 % exigía obtener recursos del exterior por la diferencia del 10 %. La inversión se canalizó hacia la construcción de viviendas, y llegamos a construir más de 800.000 viviendas, superando la cifra conjunta de Francia y Alemania.

Todo ese proceso descansaba en la vulnerabilidad financiera creciente de familias y empresas. La crisis puso un final abrupto, pero sin crisis esa dinámica no podía prolongarse demasiado y hubiera impuesto un parón al crecimiento económico y a la creación de empleo.

De manera que no crecimos más por nuestra eficiencia (la productividad estaba estancada) sino porque estábamos asumiendo mayor riesgo y agotando un depósito de confianza, porque eso es, en último término, la capacidad de endeudamiento.

5. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LOS PAÍSES INTEGRADOS EN EL ÁREA EURO

La crisis financiera ha afectado a todos los países que integran la Unión Europea por motivos diferentes:

- En los países ahorradores (Alemania a la cabeza), la crisis financiera internacional se ha manifestado a través del deterioro de los activos del sistema bancario, compradores ávidos de activos tóxicos, a los que hice referencia en la conferencia de ayer.
- Los países menos desarrollados de la Unión (España entre ellos) no han sido compradores de esos activos tóxicos, pero el amparo del euro les permitió, durante casi una década, un fuerte crecimiento económico basado en el endeudamiento masivo de familias y empresas, obtenido en los mercados internacionales, intermediado por el sistema bancario y empleado básicamente por el sector inmobiliario.

Los mercados apreciaron la distinta incidencia de la crisis financiera en las naciones y empezaron a discriminar a las emisiones de deuda dependiendo del riesgo que asignaban al país emisor. Tomaré a la deuda pública como ejemplo, pero advierto que los efectos sobre su calificación

afectan a los emisores privados (entidades financieras y empresas) en los mercados internacionales.

Aparece así la ampliación de los diferenciales de los tipos de interés entre los distintos países. Ahora, la financiación y el coste de los recursos dependen del juicio que merezca la situación de cada economía nacional a los mercados financieros mundiales.

La Unión Monetaria Europea, concebida como un espacio en el cual las diferencias entre los tipos de interés de las deudas públicas nacionales eran marginales, y reflejo principalmente de la dimensión de los mercados de bonos públicos, ya no existe. Las condiciones financieras similares desaparecieron cuando el endeudamiento de los países (el total, no sólo el público) dependientes en mayor medida de la financiación exterior (España en lugar muy significativo), alcanzó un nivel inquietante para los prestamistas.

Para mostrar mi opinión con claridad: *La Unión Monetaria Europea se ha mantenido estable en tanto que los países menos competitivos compensaban su inferioridad tecnológica y organizativa mediante la apelación al endeudamiento exterior.* Ese proceso ha finalizado. Se ha abierto una nueva etapa.

El diferencial entre los tipos de interés de la deuda pública de los países integrados en el euro ha cobrado, con la crisis financiera, una importancia extraordinaria.

La evolución de este diferencial es el reflejo de los tres aspectos siguientes:

- La expectativa que tienen los prestamistas de que el país deudor pueda hacer frente a sus compromisos de pago.
- El juicio que merezca a los mercados la capacidad de cada país de mantenerse en el área euro.
- La probabilidad de que las instituciones europeas acudan en ayuda de las naciones con posición financiera débil.

5.1. Expectativas de los prestamistas de que los deudores puedan cumplir sus compromisos

Una cuestión clave para la estimación de la capacidad de pago es la evolución de su déficit público. Si un país no lo reduce lo suficiente –o así lo estiman los mercados– y continúa apelando a la financiación exterior, es decir aumentando su stock de deuda pública sobre el PIB, los mercados exigirán un tipo de interés superior de sus emisiones. Esto tiene especial trascendencia puesto que no afecta *solamente al coste de las nuevas emisiones, sino al del conjunto del stock de deuda* ya que ésta ha de refinanciarse, dependiendo del calendario de vencimientos de las emisiones en vigor.

Pero junto al programa de estabilización fiscal tiene especial importancia la expectativa de crecimiento económico de cada país, puesto que el incremento del PIB es fundamental para hacer frente a los compromisos de pago.

Imaginen la situación siguiente: Un país con crecimiento nulo o muy leve del PIB, con alta tasa de paro, en el que el stock de deuda continua aumentando, y como consecuencia de la ampliación del diferencial y del mayor peso del stock de deuda, la carga financiera sea cada vez mayor. Aún cuando los tipos de interés en el mundo se mantengan estables a niveles tan bajos como los actuales –que es mucho suponer– la carga financiera en aumento generará mayor desconfianza, se ampliará el diferencial... La situación correspondería a un círculo vicioso.

Esa hipotética situación corresponde, en esencia a nuestra realidad. Como ustedes saben, el gasto total de una economía procede de la Inversión y del Consumo. La inversión pública ha de reducirse, como consecuencia de la austeridad obligada impuesta por los prestamistas; la inversión privada depende de la disponibilidad de financiación y de las expectativas de crecimiento económico en el cual el consumo privado es esencial, pero está coartado por el excesivo endeudamiento, la escasa disponibilidad de crédito y la desconfianza en el futuro. La clave reside en la fortaleza de las exportaciones que compense la debilidad de la demanda interna.

5.2. Capacidad de los países para mantenerse en el área euro

Los motivos de los países para adoptar el euro como moneda, renunciando a la autonomía monetaria, han sido muy diferentes. Sin entrar ahora en las razones específicas de cada país, se entendió, en términos generales, que la moneda común era un elemento de cohesión que habría de impulsar el largo camino hacia la unión política.

En los países con menor nivel de renta, la entrada en el euro se consideraba el ancla proveedora de disciplina y rigor en la conducción de la economía, así como la palanca que permitiría la reducción de los tipos de interés y el fácil acceso a la financiación en el mercado internacional.

Lo que se ha puesto de relieve, sin embargo, es que el amparo del euro ha permitido que los desequilibrios financieros alcancen una magnitud impensable con moneda propia. Mientras crecía el endeudamiento con el exterior, estos países –entre ellos España– experimentaban los mayores crecimientos en la UME, y también pérdidas acumuladas de competitividad por la superior tasa de inflación.

Para expresarlo con más claridad: han resultado fallidas las esperanzas de que la UME conllevara rigor y disciplina presupuestaria; ahora, quien está imponiendo las directrices son los mercados financieros y su parámetro básico para decidir es la capacidad de los prestatarios para hacer frente a sus obligaciones financieras en el futuro.

Es importante percibir el cambio que se ha producido: los gobiernos tenían a Bruselas como referencia para evaluar su margen de discrecionalidad y decidir en consecuencia; de forma paulatina, pero perceptible, la orientación ha pasado hacia el juicio que merezcan las decisiones a los mercados financieros, que es tanto como decir a las instituciones de inversión, regidas por profesionales con criterios e intereses específicos.

Ya no se trata de apelar a la comprensión y a la solidaridad de prestamistas bancarios, del FMI o de los socios europeos. Las reacciones de los mercados pueden ser expeditivas, susceptibles de movimientos súbitos provocados por el comportamiento gregario de los operadores financieros; como se ha advertido de forma gráfica, éstos votan, y continuamente, con los pies.

5.3. Ayuda de las instituciones europeas a las naciones con posición financiera débil

La posición de los mercados financieros ha estado muy influenciada por la tibia respuesta de la Unión Monetaria Europea ante las diferencias de coste de la financiación que se estaban agrandando, y las dificultades de financiación de los países más débiles.

La situación de los países integrantes de la Unión Monetaria Europea es muy heterogénea; conviven, sin embargo, con una moneda común fuerte; lo cual para los países ahorradores y disciplinados, como Alemania, constituye una barrera antiinflacionista que no les impide cuentas saneadas con el exterior y la corrección del déficit público. Otros, como España, con una demanda interna deprimida, tienen mayores dificultades para que las exportaciones compensen esta debilidad.

La Unión Europea se encuentra en una encrucijada. Las divergencias entre los tipos de interés se mantendrán y se ampliarán de no producirse reformas institucionales a favor de la unificación fiscal, lo cual implicaría dar pasos firmes hacia la integración política de Europa. Una autoridad fiscal única actuando conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE) quizá tendría fuerza disuasoria para frenar la especulación y la inestabilidad cerrando la brecha actual.

De no caminar en esa dirección, la divergencia y la inestabilidad se acentuarán en el futuro en un entorno dominado por los mercados financieros. Creo que esto será así por los motivos siguientes:

- Los operadores financieros han encontrado un nuevo campo de actuación para desarrollar su actividad profesional y obtener beneficios.
- Las propias divergencias actuales son la semilla de su continuidad y ampliación. Cuando mayor sea el coste de la deuda para los países más vulnerables, más reducidas serán las

posibilidades de inversión y de crecimiento económico de éstos, lo que acentuará la dificultad de atender los costes del endeudamiento.

- Se están generalizando instrumentos y mercados, en especial los CDS (*Credit Default Swaps*), que facilitan la inestabilidad y la especulación.

De manera que si no se avanza en la integración europea, los mercados financieros marcarán la pauta y determinarán las posibilidades de los países en un clima de inestabilidad financiera que se cebará en los eslabones más débiles de la cadena. En esas circunstancias, no me parece probable que países con estructuras tan diferentes puedan convivir bajo un signo monetario común.

6. LA POSICIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En la forma de afrontar la crisis actual de la economía española, la consideración del tiempo es fundamental. Como es sabido, el gobierno español tardó en admitir la incidencia de la crisis financiera sobre nuestra economía; aceptó luego, sin demasiada convicción, que la crisis era importante; suavizó el diagnóstico con la errada, e *interesada*, apreciación de que España estaba mejor preparada y resultaría menos afectada; la recuperación –se afirmaba– tendría lugar también con mayor prontitud que en el resto de los países.

Es importante destacar los desaciertos de la gestión del gobierno, su incapacidad para percibir la gravedad de la crisis pero, sobre todo, es preciso poner énfasis en que los gobernantes han actuado en función de sus propios intereses inmediatos sin considerar los costes de esa actitud para España, y para los propios políticos, a mayor plazo, incluidos los del partido actualmente en el gobierno.

Cuando era ya evidente la gravedad de la situación, el gobierno intentó paliar la caída del producto y del empleo mediante una batería improvisada de obras públicas locales, que se vistió con el ropaje de política keynesiana. Mucho más efectivo hubiera sido facilitar a los municipios el pago de la deuda acumulada con autónomos y PYMES; lo cual, sin embargo, no hubiera permitido sembrar de carteles el país para dejar constancia de los desvelos de la acción de gobierno.

Lo que no se ha dicho es que esas decisiones alegres de gasto se hacían con dinero ajeno, con cargo al endeudamiento con el exterior, generando un mayor coste del stock de deuda, puesto que los inversores (prestamistas) calificaron muy negativamente la poco meditada prodigalidad. La capacidad de endeudamiento es un bien a administrar, puesto que es susceptible de agotamiento a partir de un nivel determinado. Ese gasto puntual, que no generó actividad

recurrente, impidió que los recursos se asignaran a usos más importantes.

La cuestión esencial es que la economía española había asumido un nivel de riesgo excesivo. Rasgo expresivo del mayor riesgo es el aumento del endeudamiento en relación a la actividad económica (*leverage*) de todos los agentes económicos.

El retorno a niveles más confortables impone la reducción del riesgo, esto es, el adelgazamiento de los balances de los agentes privados; en el sector público, no obstante, tendrá lugar, al menos transitoriamente, un incremento de la deuda para atender las exigencias más perentorias (desempleo) o inevitables (coste del endeudamiento) provocadas por la crisis financiera.

La reducción del riesgo implica la disminución de la dependencia financiera del ahorro externo; el proceso exige la mejora de nuestras cuentas con el exterior, esto es, el aumento de la competitividad de nuestra economía, deteriorada durante la última década por la mayor inflación relativa.

En el pasado, este ajuste se ha realizado, de forma recurrente, mediante la devaluación de nuestra moneda que reducía, de manera *general e inmediata*, costes y rentas en relación con los de nuestros competidores. Con la entrada en el euro, esta opción no existe y la operación ha de realizarse sin moneda propia. Es un camino difícil, pero inevitable. No hacer el ajuste implica quedar fuera del área euro; los mercados financieros, y las propias instituciones europeas, forzarían la salida de España. Por esta razón, en contra de sus convicciones, el presidente Zapatero está implementando el ajuste que las principales potencias, y los propios mercados, le han impuesto.

Insisto en la *dificultad* y en la *inevitabilidad* de llevar a cabo el ajuste que nuestra economía precisa. Los obstáculos provienen de que no todas las rentas resultan afectadas, ni se producen los ajustes con la misma intensidad en todas las actividades. Por si fuera poco, el tiempo de duración del proceso y las tensiones sociales que previsiblemente se producirán, inducirán a reducir la intensidad e incidencia del ajuste, en función de la capacidad de presión de cada sector o grupo social.

En mi opinión, sin una explicación muy clara de la situación y un pacto nacional, no es factible que se lleve a cabo con éxito una operación de esta naturaleza. Dos advertencias me parecen importantes.

La primera, que surgirán opiniones que propongan la salida del euro o la indiferencia ante la disciplina de los mercados. Es necesario aclarar que la vuelta a una moneda propia, y la devaluación consiguiente, elevaría de manera 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 afrontarla mediante esfuerzo, trabajo y sacrificio.

En cuanto a la rebeldía frente al juicio de los mercados financieros, los que defienden esa actitud tienen un conocimiento escaso de la realidad. Cuando se debe mucho, y se precisa la renovación del crédito para que la economía siga funcionando, incluso al ralenti como ahora, se depende de la evaluación de nuestras capacidades que hagan los mercados. Si se quiere reducir la dependencia hay que ser austeros para moderar un endeudamiento generado por haber estado viviendo durante estos años por encima de nuestras posibilidades.

La segunda advertencia se refiere al sector público. El esfuerzo, la disciplina y la austeridad deben presidir su actuación de forma especial, si pretende liderar con su ejemplo el proceso de ajuste.

El reto que tiene planteado la sociedad española es reconducir la economía de la forma más ordenada y cohesionada posible, con el norte de reducir nuestra dependencia financiera del exterior. A mi juicio, la prioridad debería ser favorecer, por todos los medios posibles, la actividad empresarial.

El Gobierno español ha errado en calibrar la naturaleza, entidad y gravedad de la crisis financiera; sin embargo, seguramente el error más costoso ha sido la *pérdida de tiempo*. No obstante, es conveniente recordar que la economía española ha superado situaciones difíciles, cuando se han expuesto los problemas con claridad y rigor por alguien con autoridad moral y credibilidad.

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).