

# ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LA CRISIS

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Jose Angel Sánchez Asiaín\*

## INTRODUCCION

El Premio Nobel de Economía, Joseph Stiglitz, en su reciente libro sobre la crisis, que titula *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, nos dice lo siguiente: “En la gran recesión que comenzó en 2008, millones de personas en Estados Unidos y en todo el mundo, perdieron sus hogares y sus empleos. Muchos otros padecieron angustia y miedo de que les ocurriera lo mismo. Y casi todos los que habían ahorrado dinero, vieron cómo esas inversiones menguaban hasta reducirse a una fracción de su valor”.

Pero Stiglitz añade, que eso, “no era” lo que cabía esperar. Porque la teoría económica moderna, con su fe en el libre mercado y en la globalización, nos había prometido prosperidad para todos. Y ahora resulta, que la gran recesión que estamos viviendo, ha hecho añicos esas ilusiones, y nos está obligando “a replantearnos” unas ideas, que ya teníamos muy aceptadas, sobre la realidad del mercado libre. Porque, al final, es cierto que los mercados son la base de cualquier economía próspera, pero también lo es, como se está demostrando, que por sí solos, no funcionan tan bien como se nos había dicho. Y de esta crisis, se está desprendiendo la enseñanza, de que el gobierno no puede dejar de desempeñar un papel activo, porque ha quedado invalidada la tesis, que se venía manejando desde hace ya años, de que los mercados, libres y sin trabas, son eficientes. Y que si cometen errores, los corrigen rápidamente. No ha sido así en este caso.

---

\* Sesión del día 2 de octubre de 2012

Y como consecuencia de los errores que cometimos, y de los que ahora mismo podemos estar cometiendo, la crisis económica será más prolongada, y más profunda, de lo que habría sido en otras circunstancias. Stiglitz apunta, también, que le preocupa el mundo que surgirá después de la crisis. Porque ésta nos va a llevar a cambios en el ámbito de las políticas, y en el ámbito de las ideas. Y si en esos cambios tomamos las decisiones adecuadas, conseguiremos acelerar un tipo de innovaciones, que mejorarán la vida de las personas en todo el mundo. Pero, si las decisiones son equivocadas, saldremos con una sociedad más dividida, con una economía más vulnerable a otras crisis y, desde luego, peor equipada para afrontar los desafíos del siglo XXI<sup>1</sup>.

\* \* \*

Pues bien, a partir de estos planteamientos, y con la realidad que vamos conociendo poco a poco, he querido dedicar mi intervención de hoy, a la compleja situación económica que estamos viviendo. Trato de hacer un pequeño repaso sobre la crisis, cómo se originó, cómo la estamos afrontando, y qué podemos esperar. Aunque, la verdad es que no resulta nada fácil hablar de una “crisis” tan severa, y con tantas peculiaridades. Un entorno cambiante. Una banca que no se sabe bien dónde está, que, poco a poco, se ha ido escapando de sus tradicionales protocolos. Y todo ello en el escenario de una Europa, no bien definida, muy controvertida, y en expectativa de muchos cambios.

Lo primero que hay que decir es que su secuencia temporal, y sus manifestaciones externas, no son distintas a las de la Gran Depresión. Primero se negó la crisis. Después se minimizó su alcance. Más tarde se argumentó la fortaleza del sistema financiero. Posteriormente se empezó a percibir la importancia de la confianza en cuanto al manejo de la deuda. Y por último, tuvieron que ser los mercados financieros los que impusieran un ajuste<sup>2</sup>. Y pienso, que lo primero que tenemos que reconocer, es que nos enfrentamos a la crisis económica de mayor calado, que hemos conocido desde la Gran Depresión. Una crisis que ha afectado, principalmente, a las economías desarrolladas, pero que parece que empieza a afectar a las economías en desarrollo. También conviene recordar, que en el tratamiento de esta crisis, se han tenido en cuenta todas las enseñanzas que nos ofreció la experiencia de la Gran Depresión. Y eso hemos ganado. Porque desde los primeros momentos, ya en 2007, los distintos bancos centrales consiguieron que la falta de liquidez, no produjera un “desplome

---

<sup>1</sup> Joseph Stiglitz. *Caída libre. El libre mercado y el hundimiento de la economía mundial*, Taurus Pensamiento, Madrid, 2010. Stiglitz fue economista jefe del Banco Mundial en la época de la última crisis financiera global, en 1997-1998, y fue testigo de cómo esa crisis se extendió a otros países en un ejemplo clásico de contagio. Y nos dice que cuando estaba comenzando la crisis en 2007 pensó que eran increíbles las semejanzas entre ambas.

<sup>2</sup> Torrero Mañas, Antonio. *La crisis financiera internacional y sus efectos sobre la economía española*. Marcial Pons, Madrid, 2011, p. 15.

generalizado” del sistema financiero internacional. Y en 2008, que la caída de Lehman Brothers, y de todo el aparato de la banca de inversión, no se tradujera en un desplome total del sistema. Nos libramos de ello, aunque esas operaciones exigieran el desembolso de dos billones de euros<sup>3</sup>.

\* \* \*

En este sentido, es interesante el trabajo de Richard Koo, que a partir de la recesión japonesa y su década perdida, que él caracteriza como “recesión de balance”, desarrolla una teoría aplicable, según él, a la crisis americana del 29, y a la crisis actual del mundo occidental que, dice, tienen la misma tipología. Y sostiene, que al estallar la burbuja, bien inmobiliaria, o de la bolsa para el caso de la crisis del 29, conjuntamente con una situación de endeudamiento excesivo, la prioridad de los agentes económicos deja de ser la maximización del beneficio, y pasa a ser la minimización de la deuda, lo que produce una caída de demanda agregada, que pone presión a la baja en el precio de los activos iniciales, lo que acentúa el problema. Y la economía entra en un perverso círculo vicioso. Según Koo, este tipo de crisis es distinta de la crisis que tratan habitualmente los tratados de economía, que se resuelven con una combinación adecuada de políticas monetaria y fiscal. Koo insiste en que, en una crisis “de balance”, las políticas monetarias son completamente inútiles, ya que el dinero se queda en el circuito bancario de liquidez, sin llegar al sector real de la economía. Y según él, los gobiernos debieran hacer lo contrario de lo que está haciendo el sector privado, tomar prestado y gastar.

Y la verdad es que los propios responsables de diseñar y aplicar las políticas económicas, tienen hoy serias dudas sobre lo que están haciendo. Richard Fisher, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Dallas, afirma en esta línea, que, si bien ahora se dispone de los más sofisticados modelos econométricos, y de los mejores analistas, la realidad es que nadie en el Comité de Mercados del FED, ni ningún empleado de la Reserva Federal, ni de los Bancos Centrales, sabe en realidad por qué la economía americana no acaba de despegar, ni qué medidas servirán para corregir su curso.

\* \* \*

En todo caso, es claro que en España la crisis tiene unas características diferenciales, en cuanto a su origen, que comentaremos más tarde, y en cuanto a su secuencia temporal: Primero se negó. Después se minimizó su

---

<sup>3</sup> Una magnífica descripción de la crisis, de sus diferentes respuestas y de su coste, puede verse en Martín Seco, Juan Francisco, *La trastienda de la crisis. Lo que el poder económico quiere ocultar* Península, Barcelona, 2010.

alcance. Más tarde se argumentó la fortaleza del sistema financiero. Posteriormente se empezó a percibir la importancia de la confianza, en cuanto al manejo de la deuda. Y por último, fueron los mercados financieros los que impusieron un ajuste. También tenemos que reconocer, que decir que es una crisis “importada”, es faltar a la verdad. Porque la economía española había generado previamente, una serie de desequilibrios que la hacían muy vulnerable a cualquier shock, y que requerían una purga larga y profunda. Y en eso estamos.

En cuanto a la crisis económica propiamente dicha, tenemos que añadir otras dos crisis, otras dos variantes, que discurren simultáneamente formando un todo. Una es la crisis “sociopolítica”, que en Europa vivimos en paralelo, y que nace del componente territorial de la Unión Europea, con todos los problemas que plantea el inevitable cambio que se está introduciendo, en una comunidad tan diversa, tan poco estructurada, y con tanta necesidad de coordinación.

La otra es la “crisis financiera”, que asume los drásticos y violentos cambios que se han venido sucediendo en el mundo de las finanzas. Porque el colapso producido por el “sofisticado” sistema financiero de que nos hemos dotado, ha ido creando problemas, muy diferentes, y mucho más complejos, que aquellos a los que estábamos acostumbrados. Y hasta tal punto, que todavía no los tenemos suficientemente evaluados. A la vez, se han ido alterando los procesos y los comportamientos, especialmente a partir de dos innovaciones de los últimos años. El “invento de la titularización” en las operaciones crediticias. Y el alto grado de integración financiera internacional.

Estamos, pues, ante una crisis muy compleja. A la que, en nuestro caso, tenemos que añadir otro importante problema, del que esta tarde tenemos que hablar. Es la gran tarea que tenemos pendiente para que España sea capaz de alcanzar, de una vez, los parámetros de “competitividad”, que no hemos conseguido hasta ahora. Una tarea que ya no podemos soslayar, de ninguna manera, si de verdad queremos remontar la situación que nos agobia, y que tanto hemos ido demorando en el tiempo. Son, pues, dos los problemas que tenemos planteados. Salir de la crisis. Y a la vez, hacer ese trabajo pendiente, para que al final, y una vez pasado el duro periodo que nos aguarda, estemos ya, en términos de “competitividad”, más o menos a la altura del resto de los países europeos punteros.

Finalmente, y aunque no voy a hablar de ello, pienso que, además, tenemos otro reto, del que se habla muy poco. Es la “crisis de valores, que sin duda nos está afectando. Una crisis que plantea la propia naturaleza del fenómeno que estamos estudiando: los altos riesgos asumidos, los conflictos de intereses, y especialmente, los heterodoxos comportamientos que han ido aflorando. Unos fenómenos que se han ido haciendo presentes de manera alarmante. Habrá, pues, que reflexionar sobre la necesidad de disciplinar, y tratar

de regular, muchas de las situaciones y prácticas utilizadas. Hace dieciséis años, aquí mismo, en mi intervención anual, y bajo el título “*Algunas reflexiones sobre la ética hechas desde el mundo financiero*”, me preguntaba, si las respuestas éticas sobre lo financiero, al uso en aquellos momentos, eran las adecuadas, o se estaban quedando cortas. Yo así lo creía. Así lo dije. Y a aquella intervención me remito ahora<sup>4</sup>.

Pero hoy, dieciséis años más tarde, y si bien los principios son los mismos, las cosas han cambiado muchísimo, y las fuentes de conflictividad ética son, en estos campos, más abundantes, y tecnológicamente más complejas. Y por ello, creo que están exigiendo un cuerpo de doctrina más elaborado. Merecería la pena que alguien recogiera el reto de trabajar de nuevo en esa línea.

\* \* \*

Mi exposición trata, esta tarde, de clarificar, en lo posible, la compleja realidad del fenómeno que estamos estudiando. Y pienso que, para ello, lo primero que tenemos que hacer es, conocer, con un poco más de detalle, la pequeña historia de cómo hemos podido llegar a esta situación. Qué es lo que ha pasado. Y en nuestro caso, España, por qué estamos sufriendo la crisis en su grado máximo. Y como respuesta, debo recordar, lo que desde hace ya tiempo sabemos. Lo que pasa es que “el modelo de crecimiento” de nuestra economía, es decir, nuestra “estructura productiva”, no se corresponde de ninguna manera con la de una sociedad moderna. No se apoya en los sectores de mayor valor añadido. Y todavía no hemos aceptado, abiertamente, la sociedad del conocimiento. Lo que es grave, porque en un mundo crecientemente competitivo, la capacidad de transformar conocimiento en producto interior bruto, es “absolutamente fundamental” para la mejora de la “competitividad”. Es decir, de nuestra capacidad de actuar en el mundo exterior. Es decir, de la situación de nuestra Balanza de Pagos. Lo que quiere decir, de “nuestro déficit”.

## **LA CRISIS. LA BÚSQUEDA DE QUÉ PASÓ, Y DEL PORQUÉ**

La crisis, como es sabido, se manifestó en los Estados Unidos. Y desde el primer momento se localizó en el sistema financiero. Más concretamente, en el mercado hipotecario, a partir de las llamadas hipotecas *subprime*, que permitieron generalizar, hasta extremos insospechados, la compra a crédito de viviendas. Prácticamente sin control. Aunque la realidad es que esas operacio-

---

<sup>4</sup> Véase César Molina en *El País*, 23 octubre 2011. *Una crisis a partir de la acumulación de derechos sin contrapartida de derechos*.

nes, no fueron “las responsables” del desastre. Simplemente fueron el detonante, de los enormes desequilibrios que se habían producido en los últimos años, en las más importantes economías, en su alocada búsqueda del beneficio y el bienestar cortoplacista.

Por su parte, en aquellos momentos, la banca no supo asumir su responsabilidad de gestionar el riesgo, asignar el capital, y mantener unos bajos costes. Y por el contrario, los bancos crearon riesgo complementario, asignaron mal el capital, y fomentaron el endeudamiento excesivo. Y en esta realidad, precisamente, es donde hay que fijar el origen de lo que luego pasó<sup>5</sup>.

Un desarrollo tan anormal, se apoyó en el proceso denominado “titularización”. Por él, las instituciones que habían concedido hipotecas, fueron transmitiendo los derechos de cobro de esas operaciones, a otros componentes del sistema. Y los bancos encontraron, en esta práctica, un medio para “sacar” de sus balances los activos poco líquidos, monetizarlos, y seguir dando créditos. Con ello, y al menos aparentemente, trataban de garantizar una asignación óptima de los fondos, e incrementar su capacidad crediticia. Por lo tanto, favorecer el crecimiento. Pero el resultado final, fue que se perdió el “control del deudor”, lo que en banca es, siempre, un error imperdonable. Un verdadero disparate. Magnificado, en este caso, porque, visto el éxito de esas operaciones, se comercializaron, muy rápidamente, y en “todo” el mundo, nuevos productos, que con el título genérico de “derivados financieros”, permitían distribuir el riesgo a terceros, sin que dispusieran de capacidad de analizarlo y conocer los riesgos que asumían.

Como era lógico que sucediera, el proceso terminó en una gran “desconfianza” sobre los balances bancarios, en la estancamiento de los mercados monetarios, y con una grave crisis de “liquidez”. Y pronto, el derrumbe de los precios de la vivienda, lo convirtió en un problema grave de “solventia”. Todo ello, porque los magos de las finanzas habían inventado unos productos de alto riesgo, que suponían, sí, altas rentabilidades durante un tiempo. Pero cuyos inconvenientes y peligrosidad, no fueron visibles hasta transcurridos muchos años<sup>6</sup>. Eran tiempos en que las administraciones mantenían su fe en la capacidad auto-correctora de los mercados. Pero, al final, tuvieron que enfrentarse a la realidad de un “colapso masivo”.

Al final, la burbuja se rompió, trayendo la devastación. Los bancos no vieron, o no quisieron ver, que se estaban apoyando en una mala práctica crediticia, que utilizaba como garantía unos activos, que habían sido inflados por la burbuja, y que ya no tenían el mismo valor. Pero, además, esos bancos no fue-

---

<sup>5</sup> Stiglitz, 37.

<sup>6</sup> Warren Buffet ya había dicho que “los derivados” podían ser armas financieras de destrucción masiva. Que es lo que al final fueron (Stiglitz, 214).

ron conscientes de que estaban perdiendo el seguimiento del deudor, algo que, como he dicho antes, constituye el verdadero control de la solvencia de la banca. Por otra parte, y a la vez, los importantes criterios de “laxitud contable”, que se habían ido introduciendo, poco a poco, en el sistema, permitieron a los bancos “ocultar” sus malos créditos, haciéndolos desaparecer de sus balances.

Y como tenía que suceder, el carácter global del mercado determinó que esta crisis, que se manifestó, como sabemos, en Estados Unidos, acabara provocando la “bancarrota en Europa”. ¿Por qué? Porque resultó, que muchos bancos europeos, y sin conocer su verdadero riesgo, eran tenedores de una parte importante del riesgo *subprime*, producido por entidades americanas, y que, posteriormente había sido “empaquetado”, y “vendido”, a terceros. De tal manera, por ejemplo, que un banco suizo podía ser tenedor de hipotecas concedidas a personas en paro, en Texas, que no tenían ni la intención, ni la posibilidad, de hacer frente a esos préstamos. Naturalmente, cuando la burbuja americana estalló, provocó pérdidas “importantísimas” en los bancos europeos, que tuvieron que ser rescatados por sus gobiernos. Y fueron estos rescates los que ocasionaron el “incremento de su deuda, y el inicio de un proceso circular, que provocó, en el caso de Irlanda, la desconfianza sobre los mercados de deuda pública, y lo que puso de manifiesto “todos” los desequilibrios “larvados” en la estructura del euro, que después se generalizaron a los llamados “estados periféricos”. Precisamente a aquellos que tenían un mayor desequilibrio en su endeudamiento exterior. Entre ellos nuestro país.

Hay que reconocer, que en España, la crisis financiera no tuvo tantos tintes de “innovación financiera”, ni de “creatividad contable”. Y esto no fue debido a una mejor visión del negocio de los gestores de nuestra banca, sino al hecho de que nuestra economía ya tenía su “propia burbuja” inmobiliaria en la que invertir, lo que permitía a nuestros bancos buscar la rentabilidad en su propio mercado, lo que hizo mediante una “explosión descontrolada” del crédito inmobiliario. Y este es otro de los factores que hace que, en nuestro caso, la crisis se manifieste de manera más profunda, y más prolongada.

Hay más razones para ello. Como nuestro fortísimo “endeudamiento exterior”. Porque la deuda de familias y empresas en España, es altísima en términos del PIB, y su fuente de financiación ha sido el exterior. En 2010, la economía española tenía un saldo neto exterior negativo del 95% del PIB, sólo superado en la Unión Europea, por Portugal, empatado con Grecia, y seguido a corta distancia por Irlanda, países, los tres, intervenidos en los últimos años. El resto de los países europeos están mucho más equilibrados.

Al final, y como resultado de todo ello, la crisis ha ocasionado el que las empresas y los bancos, incluidos los más grandes, tengan hoy cerrado el acceso a los mercados. Que el crédito se haya contraído. Que las inversiones se resistan de manera nunca vista. Que el paro haya quedado descontrolado. Y

que la riqueza de las familias vaya desapareciendo, poco a poco. Todo ello, sin un horizonte final conocido. Mientras tanto, se ensayan medidas y programas que puedan cambiar ese proceso, aunque todavía no se sepa bien cómo. Porque los intentos que se están haciendo para solucionar esos problemas, no son muy felices. Y queda muy claro que todavía será necesario ajustarse más a la realidad. Reflexionar más. Ser más imaginativos. Y esperar que los que dirigen el sistema sean capaces de acertar.

\* \* \*

Ahora, la pregunta que tenemos que hacernos, es por qué ha pasado lo que ha pasado. Qué hemos hecho mal. Y qué estamos haciendo mal ahora. Qué ha fallado. Y una respuesta, muy clara, muy terminante, y muy realista, nos la da, desde su posición de miembro del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo, nuestro amigo José Manuel González-Páramo, que cuando la crisis estalló, formaba parte de ese Consejo, en el que ha permanecido hasta hace un par de meses. Prácticamente pues, todo el periodo de la crisis y de sus antecedentes. Con anterioridad, había sido, durante otros diez años, Consejero Ejecutivo del Banco de España. En total, pues, más de veinte años en la cocina del mundo financiero.

Pues bien, desde esa posición, y desde ese conocimiento, José Manuel contesta muy simple, y muy terminantemente, a esa pregunta, diciendo que falló “todo”. Fallaron los gobiernos y sus políticas fiscales. Fallaron los bancos “centrales”. Fallaron los supervisores y los reguladores financieros. Y por su parte, los bancos, prácticamente todos, fracasaron a la hora de evaluar sus riesgos. Es decir, que se equivocaron “todos los actores del mundo bancario”. Desde luego, fallaron también los agentes individuales, empresas y familias, que gastaron y se endeudaron, exageradamente, por encima de sus posibilidades. Y de tal manera esto fue así, que en el acta de lo tratado en la “Cumbre de los líderes del G20”, de abril de 2009, se reconoció, “formalmente”, y “sin paliativos”, que “los grandes fallos en el sector financiero, fueron la causa fundamental de la crisis”. Más claro no puede decirse. Desde luego, también fallaron los valores éticos, en el momento en que surgieron conflictos de intereses. Porque parece que es verdad, que muchos de los instrumentos financieros que se fueron creando “en Estados Unidos” en esa etapa, no tenían el objetivo de gestionar mejor el riesgo, sino de engañar a los reguladores<sup>7</sup>. Pero al final, fueron tan complejos, que amplificaron el riesgo.

Pero el G20 dijo muchas más cosas, y con mucho énfasis. Porque, cinco meses después, en septiembre 2009, y en el preámbulo de sus conclusiones “finales”, escribió lo siguiente: “Nos reunimos en medio de una transición fundamen-

---

<sup>7</sup> Discurso de José Manuel González-Páramo con motivo de su nombramiento como Doctor Honoris Causa por la Universidad de Málaga, 23 de marzo 2012.



tal, desde la crisis a la recuperación, para pasar la página de una *era de irresponsabilidad*, y adoptar un conjunto de políticas, regulaciones y reformas, para satisfacer las necesidades de la economía mundial del siglo XXI. Y nos reunimos, para asegurarnos de que nuestro sistema regulatorio para bancos y otras firmas financieras, controla ya “los excesos” que condujeron a la crisis. Ya que, la *conducta temeraria*, y una *falta de responsabilidad*, nos llevaron a la crisis, y *no vamos a permitir* un retorno a lo que la banca venía haciendo”. Y el G20 concluía: “Los fallos de regulación y supervisión, además del riesgo *imprudente e irresponsable* asumido por los bancos y otras instituciones financieras, crearon una *peligrosa fragilidad financiera*, que contribuyó significativamente a la crisis actual”.

\* \* \*

También es obligado preguntarnos por qué no se vio a tiempo, lo se nos venía encima, ni a dónde nos llevaba esa política. La única explicación, hasta ahora, la ha dado la “Oficina de Evaluación independiente”, que controla las tareas del Fondo Monetario Internacional. Pues bien, esta institución reconocía, con toda honestidad, en febrero de 2011, que “no habían sido capaces” de identificar riesgos relacionados con el *boom* inmobiliario y con las innovaciones financieras. Y por lo tanto, que tampoco “habían visto” en ningún momento la necesidad de una mayor regulación para hacer frente a esos riesgos<sup>8</sup>.

Justificaban esa falta de percepción”, reconociendo, que “su incapacidad” para identificar los crecientes riesgos, se había visto “confundida” por “el pensamiento generalizado”, de que “una gran crisis financiera en las economías avanzadas era imposible”. Lo que deja muy claro, el ambiente doctrinal, tan cerrado, que había definido en el pasado la liberalización financiera.

Y pienso que ahora, nosotros no tenemos más remedio que reconocer, que algo parecido a esto, ya pasó en nuestro país, cuando la “hipótesis” de que los precios de las viviendas “no podían evolucionar a la baja”, independientemente de que la oferta se multiplicara, que fue lo que sostuvo la demanda de viviendas, y “creó la burbuja”, fue aceptada por todos nosotros, como una “ley universal”. Y así lo demuestra el hecho, que como recordaremos, durante años, se construyeron en España, más viviendas que en Alemania, Francia y el Reino Unido juntos. Un hecho que no alertó, en ningún momento, ni a gobernantes, ni a la banca, ni a promotores inmobiliarios, ni a compradores de vivienda.

\* \* \*

---

<sup>8</sup> “Desempeño del Fondo Monetario Internacional en el periodo previo a la crisis financiera y económica: la supervisión del FMI entre 2004-07” 10 de enero. Oficina de Evaluación Independiente del Fondo Monetario Internacional, 2011.

En todo caso, y volviendo al presente, la crisis que estamos padeciendo, es “muy dura” de combatir en las presentes circunstancias. Y es realmente difícil de interpretar, de precisar su alcance, y especialmente de prever su final. Pero sí es posible. Y debemos de hacerlo. Repasar, de vez en cuando, nuestra situación. Ahora se debate el rescate, total o parcial, de nuestra economía. Y existe un peligro real, de que pueda ser intervenida muy próximamente. Es pues, un buen momento para analizar nuestra situación.

Por eso vuelvo sobre algo que ya he dicho. Y que debe de preocuparnos. Porque habrá o no habrá intervención, ésta será más o menos intensa, y tendrá la duración que tenga que tener, desde luego, va para largo, pero está cada vez más claro, que sólo si “desde ahora” empezamos a diseñar en serio nuestro futuro, a partir de la competitividad... sólo si, desde ahora mismo, a la vez que tratamos de salir de la crisis, decidimos caminar rápidamente hacia el objetivo de disponer cuanto antes del “modelo económico” que corresponde a lo que queremos ser como país... sólo si hacemos esto, y avanzamos en ello... sólo entonces, seremos capaces de alcanzar la necesaria “estabilidad”, el encaje de nuestras grandes magnitudes, y las condiciones requeridas para “integrarnos de verdad” en Europa, en pie de igualdad con el resto de los grandes países. Porque, la asignatura de la competitividad, tenemos que aprobarla necesariamente. Y cuanto antes. En caso contrario, nunca lograremos esa situación. Y me temo que poco, o nada estamos haciendo en esa línea.

No olvidemos que el objetivo fundamental, al menos teóricamente, de nuestra estrategia operativa es, en estos momentos, el “nivel de empleo” y el “crecimiento de la economía”. Y no se ve nada claro cómo vamos a pilotar el desarrollo de esas dos magnitudes. La experiencia nos dice que el crecimiento del empleo no se produce sino a partir de un crecimiento anual del PIB del 2%. Y según algunos expertos, ello no será posible antes del final de la década.

\* \* \*

Mientras tanto, tenemos que aceptar que la credibilidad financiera de España, la fiscal, y la política, se encuentran bajo mínimos. Y eso no se debe a un contubernio de los especuladores. Porque gran parte de la culpa la tenemos nosotros que no hemos sabido reaccionar a tiempo. Y ahora parece que todas las medidas y reformas están siendo impuestas por las autoridades europeas. Pero es muy dudoso que estas políticas sean capaces de corregir esa situación de crisis, y a la vez, nuestra permanente falta de competitividad.

Lo que sí sería positivo, a ese respecto, es que la sociedad española participara más activamente en el debate sobre las “reformas” a las que hay que llegar con urgencia. Presionando, para que se vaya definiendo la estructura económica, de la que nuestro país no ha sido capaz de dotarse. Algo de lo que no

oímos hablar. Y, muy especialmente, para que en un momento como el actual, las operaciones “de ajuste y de recorte” que se vienen haciendo, se planteen “de manera que contribuyan al objetivo final”. Que no es otro que “el crecimiento” y “el empleo”. Y en esto hay que insistir. Que no lo entorpezcan o lo impidan. Porque la política que se ha impuesto, de luchar contra el déficit con recortes que están afectando al crecimiento, no parece que sea la solución. Y quiero recordar ahora, a este respecto, hablando de recortes, que fue Keynes el que dijo que “la expansión, no la recesión, es el momento idóneo para la austeridad fiscal”. Y recordar también, que son muchos los economistas que no están de acuerdo con lo que, al menos “hasta ahora”, estamos haciendo para superar la crisis. Es bueno, por ello, que nos preguntemos, qué hemos hecho hasta ahora para solucionar este problema. En todo caso, todavía sabemos muy poco de lo que pasó. Stiglitz ha dicho que, si conseguimos comprender lo que produjo la crisis de 2008, y el porqué algunas de las respuestas políticas iniciales fracasaron tan claramente, podremos conseguir que las futuras crisis sean menos probables, más cortas, y con menos víctimas inocentes<sup>9</sup>.

### **HASTA AHORA, ¿QUÉ HEMOS HECHO?**

Lo primero, lo fundamental en España, ha sido luchar contra el déficit. Una operación “absolutamente” necesaria para regenerar la confianza de nuestros acreedores en nuestra economía, y poder hacer frente a nuestras obligaciones. Pero esa puede ser una fórmula que perjudique el crecimiento económico, si las medidas tomadas, se basan en fórmulas que constriñen la demanda interna. Así lo hemos visto en rebajas sustantivas de partidas de gastos presupuestarios, como retribuciones salariales, suspensión de pagas, recortes del seguro de desempleo, de aportaciones sociales. También se ha subido el IVA. Y estos ajustes están causando problemas y preocupaciones. Porque afectan, directa e inmediatamente, a la demanda, al consumo, y por ello, a la creación de empleo. Y esta es la gran objeción que se puede hacer a esos recortes.

Quiero recordar, ahora, que sobre esta cuestión, han venido opinando cualificados economistas. Y voy a citar algunos. Tres de ellos son Premios Nobel, aunque no los cito porque hayan merecido esa distinción, sino por su prestigio internacional, y “especialmente” por haber visitado recientemente España, para participar en foros y seminarios, en los que se “debatía” sobre nuestra crisis, y en los que se han ido pronunciando con mucha precisión.

Paul Krugman, Premio Nobel de Economía 2008, ha dicho sobre la crisis que padecemos, que “por desgracia, a finales de 2010 y principios de 2011, los políticos y legisladores de gran parte del mundo occidental, ‘creían’ que

---

<sup>9</sup> Stiglitz, 25.

deberíamos centrarnos en los déficits, no en los puestos de trabajo, a pesar de que nuestras economías apenas habían empezado a recuperarse de la recesión”. Y de esta manera, “los políticos se obsesionaron con los déficits a corto plazo”, que de hecho “no son un problema”, y de paso empeoraron el verdadero problema: “una economía deprimida y un desempleo masivo”. Porque, añade, “recortar drásticamente el gasto en una economía, la deprime más”. Europa ha tenido varios años de experiencia, recuerda, y con programas de austeridad rigurosos. Los resultados son “una depresión aún más profunda”<sup>10</sup>.

En esta misma línea, Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía 2001, sostiene, que hacen falta sólidos programas de “gasto público” para facilitar la “recuperación”. Demasiados países, dice, han respondido a la crisis, adoptando políticas de “austeridad”. Pero ahora, el problema que tienen es la falta de demanda, insuficiente para crear empleo y crecimiento. Y añade, “la austeridad que aplica Europa, es un camino suicida, no estimula el crecimiento, ni la creación de empleo, y profundiza los déficits”. Pero tarde o temprano, añade, los líderes mundiales, y los votantes que les eligen, se darán cuenta de que así es. Y, al final, se pregunta “¿pero cuánto sufrimiento deberemos soportar hasta que eso ocurra?”<sup>11</sup>. Y nos dice algo en lo que debemos pensar. España tenía superávit antes de la crisis y un ratio de deuda pública bajo. La recesión causó el déficit. El déficit no causó la recesión. No entiende que Alemania siga endureciendo la disciplina fiscal, en lugar de “promover el crecimiento”. Algo, por otra parte, añade, que ya se experimentó con anterioridad en tres casos: Grecia, Portugal e Irlanda, y cuyo resultado ya se ha visto.

Y Eric Maskin, Premio Nobel de Economía 2007, preguntado por la política de austeridad presupuestaria en España, responde rotundamente: “es un error terrible, porque la política de recortes empeorará la situación”. El problema de España, dice, es que sigue sumida “en una depresión económica, y que la ya mínima demanda de empleo irá a menos con la reducción del gasto público”<sup>12</sup>. Cree que también Europa se está equivocando con las medidas anti crisis que se están tomando. Porque entiende que en tiempos de recesión, cuando la demanda de los ciudadanos baja, la economía se debe estimular, aumentando el gasto público. Y sin embargo, los países de la eurozona, dice, están “poniendo énfasis en recortarlo, en una medida que puede resultar contraproducente. Sus efectos serán adversos, e irán contra la recuperación económica”. Y añade, que lo que nos enseña la teoría económica es que, en tiempos de alto desempleo y bajo crecimiento, “no es bueno el reducir gastos”<sup>13</sup>. Las medidas tomadas, insiste, “van a volver más lenta y penosa la salida de la crisis”.

---

<sup>10</sup> Véase Krugman, Paul: *¡Acabad ya con esta crisis!*, Crítica, Barcelona, 2012. También *El País*, martes 3 de enero de 2012.

<sup>11</sup> *El País*, domingo 9 de octubre de 2011.

<sup>12</sup> Declaraciones en el Foro Económico organizado por el Gobierno de Kazajistán, en Astana, mayo 2011.

<sup>13</sup> Eric Maskin, Social Science Festival, Salamanca, octubre 2011.

En esta misma línea, Christy Romero, Jefe del Consejo de Asesores Económicos de Obama, y distinguida estudiosa de la Gran Depresión, nos dice: “Hoy, más que nunca, hay pruebas claras de que la política fiscal es importante; que un estímulo fiscal ayuda a la economía a crear empleo, mientras que reducir el déficit presupuestario reduce el crecimiento, al menos a corto plazo. Y, sin embargo, estas pruebas no parecen estar llegando hasta el proceso legislativo”<sup>14</sup>.

Y en España, la CEOE también ha denunciado que el ajuste practicado ahoga el crecimiento, y hunde la competitividad. Y de tal manera, dice, que el paquete de medidas utilizado para luchar contra la crisis está perjudicando el crecimiento, penaliza nuestra competitividad exterior, no va a incrementar la recaudación del IVA, y tampoco garantiza el cumplimiento del objetivo del déficit público.

Quiero citar también a Roberto Lavagna, padre del milagro argentino tras “el corralito”, prestigioso economista argentino y Ministro de Hacienda en el Gobierno que se ocupó de la recuperación del país tras la crisis de 2001-2002. Ganó a la crisis, como él recuerda, con un programa económico contrario al que está aplicando Mariano Rajoy. Y lo hizo en cuatro años. Explica que, en una economía donde no hay suficiente nivel de consumo, es muy difícil encontrar las soluciones y los equilibrios fiscales. Para él “el consumo como motor del crecimiento para salir de la crisis es absolutamente fundamental”. Y reconoce que en España, las políticas se han orientado excesivamente hacia el ajuste, un ajuste que recae en gran medida sobre la población y las pequeñas y medianas empresas.

\* \* \*

Sin embargo, parece que, poco a poco, la controversia creada en torno a la herramienta de los recortes, y los pobres resultados obtenidos en Grecia, Portugal y España, pueden estar cambiando la situación. A mediados de octubre de 2012, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional, Christine Lagarde, apuntó la posibilidad de abandonar la tesis de la austeridad, como remedio para la crisis europea. Y a la vez, un informe del Fondo Monetario Internacional dejaba claro que los efectos de los ajustes estaban resultando más duros de lo que se venía creyendo. Porque una investigación del Fondo, con datos de 28 países, llegaba a la conclusión de que, en estos momentos, el multiplicador fiscal a corto plazo, es decir, el efecto sobre la economía de los ajustes, no es de 0,5 veces como se calculaba, sino que oscilará entre el 0,9 a 1,7 veces. Y ello quiere decir que un ajuste de un punto del PIB provocará una caída de la economía de entre el 0,9 y el 1,7. Por lo tanto, los ajustes habría que

---

<sup>14</sup> Citado por Paul Krugman, *op.cit.*

hacerlos después de que hubieran operado los estabilizadores automáticos. Lo que supone que el objetivo de déficit inicial no debería de establecerse mientras la economía crezca menos por culpa de los anteriores ajustes. De tal manera que España no lograría reducir el déficit público al 3% hasta 2017. En todo caso, la Directora del Fondo Monetario Internacional ha dejado claro que “un programa de ajustes no podría ser aplicable al mismo tiempo a todos los países”, recomendando que las economías avanzadas hagan un ajuste fiscal *a medio plazo creíble*, cuyo ritmo y tipo de medidas se adapten a cada país. Y el Comisario de Asuntos Económicos de la Unión Europea se ha pronunciado recientemente, señalando que “si bien la reducción del déficit es un elemento clave para asegurarse la confianza de los mercados, debe llevarse a cabo de forma que también favorezca el crecimiento.

Todo ello quiere decir que el Fondo Monetario Internacional está sugiriendo que se de más tiempo para que los países que están practicando políticas de austeridad, puedan alcanzar sin graves daños los recortes establecidos. Y, en esta línea, Lagarde señala que serían necesarios dos años más para afrontar los programas de consolidación fiscal ya aprobados, lo que retrasaría el plazo final del ajuste hasta 2016.

Así pues, el Fondo Monetario Internacional ya ha planteado el problema de los perjuicios que puede acarrear un exceso de austeridad, en línea con la tesis de los economistas que hemos visto más arriba. Y lo hace, tal como ha destacado la prensa española, al reconocer las tesis del Fondo, basándose no en un mero rescate tactista de las doctrinas keynesianas, sino en estudios muy elaborados, que demuestran que el impacto negativo de los ajustes sobre la caída del crecimiento puede duplicar, e incluso cuadruplicar, el que se calculaba hasta ahora. Muy recientemente el Presidente de Francia, François Hollande, ha dicho en la última Cumbre de Bruselas que ha llegado la hora de ofrecer a españoles y portugueses “una perspectiva que no sea sólo la de la austeridad”.

No es más que una primera propuesta del Fondo Monetario Internacional, todavía no aceptada formalmente, y que ya ha abierto la controversia. En primer lugar, la reacción alemana, como se podía esperar, sostiene que no se pueden relajar en estos momentos sus objetivos. Y en España el Gobierno asegura que no va a variar ni sus metas de consolidación fiscal, ni tampoco las políticas para alcanzarlas, a partir de los ajustes y reformas estructurales ya acordadas.

\* \* \*

Dicho esto, es verdad que en España, la desconfianza de los mercados hace que el importante déficit público sea un verdadero problema, que necesita una “urgente” solución. Pero es necesario recordar, que existen otras muchas

fórmulas, válidas para luchar contra el déficit, que podrían contemplarse, y que “no reducen el nivel de la actividad económica”, que es lo que no podemos aceptar en estos momentos. Por ejemplo, controlar más la economía sumergida, una peculiaridad de nuestro país, de la que, hasta hace unas semanas, nadie hablaba, en momentos en los que estamos buscando afanosamente fuentes de ingresos. Y que, además, es una operación que mejoraría los niveles éticos de nuestra sociedad. Afortunadamente, la pasada semana, y para sorpresa de todos, la “lucha contra la economía sumergida” ha aparecido en la escena de los instrumentos a utilizar.

Cuánto puede aportar esa economía que no aflora recursos para el fisco en los países desarrollados, ha sido muy recientemente estudiado por el Parlamento Europeo. Y esa investigación establece que la economía sumergida de España se estima en torno al 23% del PIB, diez puntos por encima de la media de la Unión Europea. La supresión de esta diferencia ingresaría en las arcas públicas unos 38.000 millones de euros anuales, una cifra importante, para haberla despreciado hasta ahora. En todo caso, es un volumen que puede dejar huella en el mercado. Para mejor valorar esa economía sumergida, es importante tener en cuenta que actualmente circulan en España unos 111 millones de euros en billetes de 500, siete veces más que en el año 2002, lo que representa un 30% del total emitido por la Unión Europea, y que el 64% del valor total de efectivo en manos de los españoles. Por otra parte, el dinero en metálico en España supone el 10% del PIB, en la eurozona representa el 5% y en USA el 6%.

Pero el Sindicato de Técnicos del Ministerio de Hacienda propuso, no hace mucho, otra batería de medidas, para recaudar los ingresos que exige Bruselas. Al margen de lo que se pueda obtener de la economía sumergida, ese Sindicato sugería otras medidas, que tampoco afectan directamente al crecimiento. Por ejemplo, una subida de cinco puntos en el Impuesto de Sociedades a las grandes empresas, que facturan más de un millón de euros. Ello aportaría otros 14.000 millones. También sugería una tasa a las transacciones financieras, en lo que ya parece que el Ministerio de Hacienda está trabajando, con lo que se podrían recaudar 5.000 millones más al año. Y proponía recuperar el Impuesto de Patrimonio de las grandes fortunas, que aportaría 3.400 millones. Sin duda, suficientes como para cumplimentar lo que está pidiendo Bruselas. Y todas estas propuestas son muy válidas, factibles, y no afectan a la demanda. Sin embargo, todavía la Administración pública no ha dicho nada de ello.

Conviene recordar también que, comparando con los países de nuestro entorno, la debilidad relativa de nuestro sector público no lo es tanto por la parte de los gastos, sino por la de los ingresos. Y que, en este sentido, una reforma fiscal de calado sería muy deseable.

Cambiando de tema, y al margen del déficit, pero no al margen del problema de la competitividad, hay que recordar, que cada día es más necesario el

que, por fin, un Gobierno de España se ocupe del “absentismo laboral” en nuestro país. Algo que nos está costando 64.000 millones de euros al año. Y que es el resultado de que un millón de trabajadores falten cada día al trabajo, convirtiendo España en uno de los países con mayor nivel de bajas laborales.

## LA REFORMA BANCARIA

En cuanto a la banca y los cambios que hay que hacer, al principio se creyó que la crisis no iba a llegar al sistema financiero español. Porque, se pensaba, que la tradicional supervisión del Banco de España, junto con las provisiones contracíclicas, y el hecho de que no se autorizasen operaciones fuera de balance, había aislado a las instituciones financieras españolas de una crisis global. Pero desgraciadamente la realidad no había sido esa. Era cierto que las instituciones españolas no compraron productos *subprime* en el exterior, pero en el mercado nacional sí habían tenido una demanda excepcional de préstamos inmobiliarios, muy por encima de su capacidad de generar depósitos. Y la dificultad de valorar a precios de mercado los inmuebles que respaldaban esas inversiones, en contraposición a los productos *subprime*, que cotizaban en el mercado, nos llevó a todos, a suponer que no había pérdidas en la banca española.

Pero la realidad fue que, al compás de la gran burbuja inmobiliaria, las instituciones financieras españolas fueron otorgando, sin freno, créditos a “promotores”, de tal manera que, entre 2002 y 2009, esos créditos se multiplicaron por 5,9, las hipotecas por 2,8, y la financiación mayorista por 3. Todo ello notablemente desproporcionado. Por su parte, los préstamos por habitante en España, eran también superiores a los de nuestros vecinos europeos, con una media de depósitos inferior. En resumen, en 2008 el apalancamiento del sistema era 18 veces el capital. Y en aquel momento, todo indicaba que había un problema a punto de estallar.

Efectivamente, estalló. En 2008 empezaron a bajar los precios de los inmuebles. Y los efectos fueron inmediatos. En marzo 2009, Caja Castilla La Mancha fue intervenida por el Banco de España. Y en ese momento quedó claro que no teníamos mecanismos para resolver la crisis de una caja, porque, en éstas, las decisiones no las tomaba el capital, sino una asamblea “politicizada”, generalmente controlada por poderes regionales. Incluso, esas asambleas siguieron operando de igual manera, después de que el Estado inyectara recursos. Porque, según la legislación vigente, el hecho de ser el propietario del capital, “no daba al Estado” votos en la asamblea. Y a partir de esa realidad, la solución a los problemas planteados, se hizo notablemente complicada.

La explicación a esa anormalidad no era otra, que la indefinición jurídica de los derechos de propiedad de las cajas, que fue lo que hizo posible que las representaciones de los órganos de gobierno no fueran las más apropiadas.



Y lo que permitió que los malos gestores permanecieran en algunas cajas, pese a lo que estaba sucediendo. Y todo ello se explica por el deficiente gobierno corporativo que tenían las cajas, derivado de su singular formulación jurídica. Lo sabe muy bien nuestro Académico Jaime Terceiro, que vivió en su momento esta realidad, y que tanto escribió, y alertó, sobre los derechos de propiedad de las cajas, y la necesidad de clarificar su formulación jurídica, y de aumentar la transparencia y la rendición de cuentas. Por cierto, y en esta misma semana que ese comportamiento fue, entre otros méritos, estimado por el Jurado del Premio de Economía Rey Juan Carlos, para concederle el Premio de este año.

A partir de esta realidad, el Banco de España abordó pronto el establecimiento del aparato jurídico necesario para resolver las situaciones de crisis, y fomentó la promoción de fusiones entre cajas. Pero, se cometieron errores. Porque utilizó los mismos procedimientos que con tanto éxito salvaron la crisis bancaria de los años 70, la famosa crisis del petróleo. Pero no fue tan expeditivo, como entonces, a la hora de gestionar la resistencia de los responsables de las cajas a ser sustituidos, y resultó ser notablemente débil en exigir esos ceses. Por otra parte, no tuvo en cuenta que la falta de capacidad de nuestro país para emitir moneda propia, imposibilitaba el “lavar” la deuda, o incrementar la generación de márgenes, a través de procesos de inflación controlada.

En marzo de 2010 se intervino Cajasur, y en junio se abordó una gran reforma, forzando a que las cajas se convirtieran en bancos. Pero la situación siguió deteriorándose, lo que obligó a elevar el ratio de capital necesario, y a establecer otros mecanismos de control. El deterioro no se detenía, y a su compás, se fue perdiendo la confianza de los mercados en las instituciones españolas. Y, una vez más, fue necesario cambiar la “receta”, haciendo lo que otros países habían hecho antes: saneamientos por anticipado, con fuertes inyecciones de capital público. Se contrataron dos consultoras internacionales, a las que se encargó una valoración rápida de los activos de las instituciones españolas. Y, a la vez, se solicitó asistencia financiera de la Comunidad, con la que se acordó una ayuda de hasta 100.000 millones de euros. Para entonces, el número de entidades financieras ya se había reducido, en tres años, de 51 a 14. Y por fin, el análisis de los consultores estimó, el viernes pasado, que en una situación “estresada”, el déficit de recursos propios del sistema se situaría en torno a los 54.000 o 60.000 millones de euros, dependiendo de que lleguen a buen término, o no, los procesos de integración en marcha. El análisis se ha hecho teniendo en cuenta una situación de considerable estrés, asumiendo hasta 2014 una caída del PIB del 6,5% y un crecimiento del desempleo de 2,6 puntos (24,6% a 27,2%).

Ahora ya estamos en pleno proceso de recapitalización, y con una ley en vigor, que recoge la “circular europea para la resolución de crisis bancarias”. Esperamos que este esfuerzo resulte suficiente para restaurar la confianza en el sistema. Aunque, y desgraciadamente, para que fluya de nuevo el crédito, no

basta sólo con la recuperación de la confianza en el sistema. También será necesario llegar a un nivel adecuado de apalancamiento, lo que puede ser un proceso lento.

## **EL ESCENARIO CAMBIA DE FORMA DRÁSTICA. ¿CUÁL SERÁ EL MODELO DE LAS FINANZAS DEL FUTURO?**

Termino ya, con una observación final. No hay ninguna duda de que la configuración de nuestro escenario, la configuración del mundo, “está cambiando de forma drástica”. Un mundo al que, ni Europa, ni nosotros con ella, llegamos demasiado preparados. Porque todos nos dormimos, mientras aparecían, o se gestaban, las señales de alarma de una crisis: un sistema descapitalizado, una muy baja “competitividad”, también la de Europa, no sólo la nuestra, en violento descenso en relación con otros continentes. Porque el modelo socio-económico de Europa “tampoco” responde a las necesidades de la actualidad<sup>15</sup>.

Y frente a esta realidad, no podemos olvidar, que todavía nos queda mucho trabajo. Lo primero, decidir si queremos más o menos Europa. Y si queremos más, habrá que consolidar una “verdadera” Unión Europea, con la creación de “una unión fiscal”, y con “una coordinación” del aparato financiero, que son “los únicos instrumentos” que pueden hacer posible en el futuro la estabilidad que la Unión Europea necesita. Con la seguridad de que, mientras no se tomen decisiones valientes, estaremos en un proceso acelerado de pérdida de cohesión europea. Por otra parte, ha quedado demostrado que el sistema financiero, a través de la confluencia de las importantes innovaciones que es capaz de desarrollar, y de la velocidad con que se incorporan al quehacer bancario del mundo entero, terminan por generar y extender la situación de crisis a mercados y productos de todos los países, y de toda clase y dimensión.

En todo caso, ya ha quedado claro en esta crisis, en qué medida el mundo financiero, su estructura y su gestión, influyen “notablemente” en la estabilidad económica mundial. Tendremos, pues, que vivir más atentos, y más vigilantes, al modelo financiero que necesariamente se va a adoptar y sobre cómo se define. Porque en la crisis, con la que estamos luchando, el “sistema financiero” ha quedado muy potenciado, como “peligro latente para la estabilidad” del mundo. Aunque “por el momento”, la realidad de la estructura y la dirección de ese sistema, sea “simplemente” un producto de la liberalización y de la presión competitiva. Eso sí, con “muy pocos límites, con normas insuficientes, y con escasas barreras”. Pero a partir de ahora, todo podrá cambiar, en un sentido u otro. Porque en la crisis, que ahora estamos viviendo, ha quedado muy

---

<sup>15</sup> Lamo de Espinosa, Emilio. *Europa después de Europa*, Academia Europea de Ciencias y Artes, Madrid, 2010.

claro que, al final, la confluencia de las importantes innovaciones que sean ido desarrollando, y la velocidad con que se fueron incorporando al quehacer bancario del mundo entro, terminaron por generar y extender la situación de crisis a mercados y productos de todos los países. Está también cada vez más claro, que las medidas de política económica que se fueron adoptando, tanto las comunitarias, como las de las distintas naciones, se apoyaban en un conocimiento todavía insuficiente de la calidad y de la velocidad de propagación de los diferentes desequilibrios financieros que se estaban produciendo. Incluso, aún hoy, no disponemos de un marco unificado que sea ampliamente aceptado, con el que abordar el planteamiento, y especialmente la evolución, de estos fenómenos. Por eso la naturaleza del cambio es más impredecible. Pero no hay ninguna duda de que va a cambiar.

\* \* \*

Respecto a cómo se desarrolló la crisis, desde el punto de vista financiero, se puede afirmar que en 2009, la mitad de las economías del mundo ya habían registrado importantes descensos en sus niveles de producción, y que la complejidad de las nuevas prácticas introducidas en la intermediación financiera, sus parciales interpretaciones, así como la opacidad, ya habían incrementado las pérdidas económicas derivadas del descalabro inmobiliario. Es claro, por otra parte, que los importantes vínculos comerciales y financieros entre los distintos componentes del sector, contribuyeron desde el principio a propagar la contracción. Y por todo ello, y posiblemente por una errónea interpretación de lo que estaba sucediendo, resultó que los grandes intermediarios financieros no reflejaron adecuadamente en sus balances los riesgos asumidos, perdiendo un instrumento muy válido de información. Como resumen, puede concluirse que los inversores y acreedores no entendían correctamente en aquellos momentos los balances de los intermediarios, y que como consecuencia las respuestas políticas a lo largo del proceso, no fueron siempre acertadas.

Posteriormente, los expertos han interpretado que los primeros pasos en falso de los altos cargos de las finanzas en Estados Unidos, generaron mayor incertidumbre y probablemente agravaron la crisis. Stiglitz dice que el foco debería haberse puesto en el crecimiento. Y que sus sucesores, y esto es posiblemente más grave, siguen sin querer forzar a las entidades financieras a reconocer en su plenitud el alcance de las pérdidas causadas por las hipotecas<sup>16</sup>.

En cuanto a España se refiere, ya sabemos que el impacto de la crisis fue notablemente importante. Y que está siendo muy difícil la recuperación. Una recuperación que todavía no hemos logrado, mientras que otros países

---

<sup>16</sup> Vicent R. Reinhart. Origen y alcance de la crisis financiera. En *Pasado y presente: de la Gran Depresión del siglo XX a la gran recesión del siglo XXI*, Fundación BBVA, Madrid, 2012 (pp. 231 y ss.).

desarrollados ya han conseguido en los últimos trimestres tasas de crecimiento positivas. El porqué de esta peculiaridad de nuestro país, se explica, una vez más, en función de la historia del modelo económico que utilizamos, que no fuimos capaces de cambiar a tiempo, y a otras peculiaridades, muchas y muy importantes, que todavía siguen dificultando esa corrección.

Y si hablamos de la crisis, de su desarrollo, y de la innovación financiera, y de sus resultados e interacciones, se puede concluir, muy en resumen, que su gestión está siendo un proceso largo y lento, que se caracteriza por la acumulación de deuda y de riesgo excesivo por parte de algunos agentes económicos. Ello obedece, sin duda, a los mismos planteamientos, y al proceso desarrollado en crisis financieras anteriores, pero la que estamos sufriendo en estos momentos, e independientemente del tamaño del desastre, se basa en tres planteamientos específicos, que cambian bastante su perfil. Primero. Se produjo en medio de un extraordinario crecimiento económico. Segundo. Lo hizo en el momento en que se desarrollaba un intenso proceso de innovación financiera, como nunca se ha hecho, que trataba de configurar un nuevo modelo de negocio de intermediación y que, además, logró introducir un desconocido proceso de movilidad de capital entre empresas, sectores y países, dentro de una creciente falta de regulación, y en medio de una muy importante permisividad. No olvidemos que más de dos tercios de la banca americana no está regulada. Y que prácticamente lo mismo sucede en las grandes potencias. Por último, y en el orden operativo, esa crisis se caracteriza por la aparición de grandes desequilibrios globales, internacionales, sin duda debidos a una nueva geografía de las importantes posiciones financieras en el exterior de algunos países<sup>17</sup>.

Independientemente de ello, y poniendo el énfasis en la crisis estrictamente financiera, está claro que ésta ha cambiado sustancialmente las reglas del juego, al compás de una progresiva liberalización. Pero, al final, se ha tenido que aceptar que se había ido demasiado lejos en la apertura de los mercados financieros, y ya empieza a explicitarse, por los expertos, una cierta aceptación, cada día más generalizada, de que en la estrategia de liberalización de los mercados financieros y en la pérdida de control de los receptores de los fondos, se fue demasiado lejos. Incluso existe una creciente creencia, cada día más firme, de que el exceso de la progresiva liberalización a que se ha llegado, si no cambia con la crisis, puede conducir al caos, y a la destrucción del sistema.

Porque la crisis ha puesto claramente de manifiesto, que la bomba de relojería que la “titularización” y los productos derivados han introducido en el sistema, puede llegar a estallar de manera violenta, como más o menos ha sucedido, en la medida que el sistema financiero ha encontrado en esos productos

---

<sup>17</sup> Pablo Martín-Aceña y otros, *Pasado y presente: de la gran depresión del siglo XX a la gran recesión del siglo XXI*, Fundación BBVA, Madrid, 2012.

un cómodo vehículo para poner “fuera de sus balances” los activos poco líquidos, convirtiéndolos en efectivo que se puede volver a prestar. Y al final, y esto es lo grave, los bancos han llegado a perder todo el interés por averiguar la solvencia de su deudor.

\* \* \*

La banca todavía no se ha recuperado de los destrozos de la actual crisis. Pero el Fondo Monetario Internacional sí ha hecho público, el mes pasado, un informe sobre la estabilidad financiera, que pretende analizar las posibilidades de tener, “en el futuro”, un sistema financiero mundial “más seguro”. Y su conclusión, por el momento, es que, todavía quedan pendientes de resolver cuestiones importantes y difíciles. Que el sistema sigue siendo vulnerable y excesivamente complejo. Y que todavía no está preparado para afrontar el futuro. Por otra parte, añade, que en estos momentos, “ninguna estructura financiera es la alternativa óptima para responder a todas las circunstancias posibles”, —todo está, pues, abierto<sup>18</sup>.

Y qué es lo que tendríamos que hacer, lo deja muy claro el informe del FMI. A pesar del importante avance logrado en la agenda de reformas que se están llevando a cabo por la banca en el mundo entero, en algunos aspectos todavía es necesario que las autoridades regulen y presionen más los cambios necesarios. El FMI basa sus conclusiones en información recogida sobre los sistemas bancarios de 58 economías durante el periodo 1998-2010. Entre otros aspectos, el informe contempla los siguientes:

- La necesidad de un debate a nivel mundial, acerca de las ventajas y desventajas de imponer restricciones directas sobre ciertas actividades bancarias, en lugar de exigirles solamente que mantengan un mayor nivel de capital.
- La necesidad de establecer normas para las instituciones financieras “no bancarias”, que traten de disciplinar los riesgos sistémicos, dentro de lo que hoy se conoce como “sector bancario en la sombra”.
- Disciplinar más la manera de fomentar la utilización de productos y estructuras organizativas “más sencillos”.
- Regular más y mejor el estatuto de las grandes instituciones que incurran en dificultades financieras.

En resumen, lo que nos dice el Fondo Monetario Internacional como conclusión, es que hay que estar en alerta permanente de los riesgos e incer-

---

<sup>18</sup> Boletín del Fondo Monetario Internacional. Informe sobre la estabilidad financiera. “La construcción de un sistema financiero mundial más seguro aún en marcha, según el Fondo Monetario Internacional”. *Boletín Digital del FMI*. 25 de septiembre de 2012.

tidumbres que se ciernen sobre la economía mundial, y de la evidente y generalizada desaceleración del crecimiento. Lo que sí habrá que regular y disciplinar, y pronto, por muchas razones, es “la banca en la sombra”, de la que se habla muy poco, pero que juega un papel importantísimo, y que hoy representa el 30% del sistema financiero mundial. Una nebulosa gigantesca de actividades financieras, muy fuera de los circuitos habituales, y muy poco regulada, por no decir “nada”. Una parte de ella financia a países y empresas, mientras la otra parte apuesta contra ellos. Someter a control a esa “banca en la sombra”, es una de las promesas que ha hecho el G20 en sus recientes cumbres. Sería importante que se cumpla pronto, si queremos conocer la realidad del sistema.

Hay que reconocer, sin embargo, que, hoy, todavía, y lamentablemente, no disponemos de la información suficiente para entender la realidad, ni distinguir exactamente lo que está pasando. Richard Fisher, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Dallas, ha dicho a este particular, nada menos que lo siguiente: “Si bien ahora se dispone de los más sofisticados modelos econométricos, y de los mejores analistas, la ‘realidad’ es que ‘nadie’ en el Comité de Mercados de la Reserva Federal americana, ni ningún funcionario de ella, ni los bancos centrales, saben hoy por qué la economía americana no acaba de despegar, ni qué medidas servirán para corregir su curso”.

Es claro que esto no puede ser, y que en esta línea, los cambios tienen que ser fundamentales. Tendremos, pues, que estar muy “atentos” al debate, que ya se está planteando, sobre cuál debe ser, o cuál será, el modelo que va a disciplinar en el futuro las finanzas del mundo. Porque nos va mucho en ello.