

DISCURSO DEL NUEVO DOCTOR HONORIS CAUSA D. JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO

Excma. Sra. Rectora de la Universidad de Málaga, Excmo. Sr. Alcalde de Málaga, Autoridades, Excmos. e Ilmos. Miembros del Claustro, Sras y Sres.

Agradecimientos

Permítanme comenzar mis palabras con una expresión de agradecimiento. Es un inmenso honor estar hoy en Málaga, rodeado de familiares, colegas, amigos, autoridades y todos Vds., con ocasión de este solemne acto de investidura como Doctor Honoris Causa. Doblemente honrado me siento por el origen de la propuesta. Málaga, su Universidad y su Facultad de Ciencias Económicas están ligadas a mis primeros pasos como investigador. Aquí presenté mi primer *paper* científico, con ocasión de un congreso internacional de economía matemática y econometría en 1982. Y desde entonces mi vida profesional se ha cruzado en innumerables ocasiones con la estela de esta universidad. El Prof. Sánchez Maldonado ha glosado esta relación de manera incompleta. No ha dicho, porque a mí me corresponde, que algunos de los mejores alumnos a los que he tenido el privilegio de enseñar en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros –uno de los mejores postgrados en economía de Europa- salieron de las aulas de esta Facultad. Y tampoco se ha referido, porque a él no le toca, al enorme respeto con que el Prof. Fuentes Quintana hablaba en público y en privado de la “Escuela de Málaga”, referencia de buen hacer en nuestra disciplina desde los años 80. Que el cabeza visible de esa escuela, el colega y sin embargo amigo Sánchez Maldonado, haya sido el encargado de hacer la *Laudatio* me llena de alegría y de profunda satisfacción.

Mi circunstancia

Satisfacción, sí, pero llena de perplejidad. ¿O acaso no se sentirían Vds. desconcertados si les dijese que comparten honores con Mario Vargas Llosa o Antonio Banderas? Si no es un error, ello sólo puede querer decir que esta Universidad practica la discriminación positiva con personas como yo. Y con esta afirmación no quiero poner en cuestión las buenas intenciones que han animado la propuesta, sin duda debatida y madurada en los órganos correspondientes. Pero al mismo tiempo les digo –sin atisbo de falsa modestia, pecado mortal de los vanidosos- que soy plenamente consciente de que este reconocimiento lo es, en gran parte, a las

afortunadas circunstancias que han jalonado mi trayectoria. Y la fortuna puede guiarse hasta cierto punto, mediante la voluntad y los principios morales, pero azar es al fin y al cabo. Por eso decía Albert Camus que el éxito y el reconocimiento son fáciles de obtener, y lo difícil merecerlos.

Es fortuna haber crecido en un entorno intelectualmente estimulante. A mi memoria viene la figura de mi padre, su rica biblioteca y el presupuesto para libros que siempre tuve a mi disposición. También lo es haber encontrado guía y consejo en personas de la talla de Don Enrique Fuentes Quintana, santo y seña de nuestra profesión desde los años 70, quien me dio uno de mis primeros trabajos, y Emilio Albi, a quien debo mi primer puesto docente y el estímulo para ampliar estudios en EE.UU. Allí, en el imaginario de Paul Auster hecho realidad, mi *alma mater*, la Universidad de Columbia, me enseñó a investigar, de la mano de Premios Nobel como Edmund Phelps, William Vickrey o Robert Mundell, entre otros excelentes maestros. A otro Premio Nobel de Columbia, Joseph Stiglitz, bien entendido que en su encarnación previa a su paso por el Banco Mundial, debo mi fascinación por la economía pública moderna. Una disciplina que pude ejercer con la plenitud que supuso –de nuevo la fortuna- poder suceder a Fuentes Quintana antes de los treinta y jugar en el *dream team* de la economía pública en España, mi querido Departamento de Hacienda Pública de la Complutense.

En un día como hoy, con el altavoz que la generosidad de este claustro me concede, y antes de entrar en materias de más actualidad, no puedo dejar pasar la ocasión de manifestar en voz alta tres convicciones que creo de alguna trascendencia fuera de las paredes universitarias en las que hoy nos encontramos. Primera, nuestras sociedades no pueden ser plenamente libres ni responsables sin un salto cualitativo en lo que podríamos llamar “alfabetización financiera”. Ante las loas desmedidas a la teoría de la relatividad, Einstein no tuvo empacho en reconocer que el interés compuesto es la fuerza más poderosa de la galaxia. Y todas las encuestas disponibles, incluso en los países más avanzados, coinciden en señalar una conclusión preocupante: junto a un sentimiento mayoritario de complacencia en este terreno, la inmensa mayoría de la gente no entiende el interés compuesto, ni la inflación, ni las consecuencias de endeudarse demasiado, ni la necesidad de diversificar las colocaciones financieras, o de planificar el ahorro para la jubilación o para imprevistos. Si los gobiernos fueran conscientes de cuánta pobreza y sufrimiento material podríamos ahorrarnos, no repararían en medios para mejorar la formación en economía y finanzas desde la escuela.

Segunda, los economistas como profesión tenemos una función social, y esto alcanza a los docentes y los investigadores en primer lugar. O la teoría y la investigación están

orientados a la acción, o no son nada. Pura gratificación estéril. Los economistas debemos rechazar ser parte de esa masa peligrosa de individuos a la que se refería Pau Casals. Peligrosa no por lo que hace sino por todo lo contrario: por sentarse a ver lo que pasa. Estamos obligados a contribuir a mejorar la toma de decisiones que tienen impacto en el bienestar de la sociedad. De nuevo debo recurrir a Einstein, esa fuente inagotable de sabiduría y compromiso social: "Si los hechos no encajan en la teoría, cambie los hechos". Participe, responsabilícese, discuta, proponga, no se siente a ver lo que pasa. He tratado de cumplir con este compromiso desde mi retorno de los EE.UU., al cabo del cuál José Borrell, siendo entonces Secretario de Estado de Hacienda, me ofreció desarrollar investigaciones para mejorar el sistema tributario y la financiación autonómica. Estas tareas de investigación orientadas a la acción las he podido realizar –de nuevo la fortuna- sin limitación de medios en FUNCAS, en el Banco Mundial y en muchas otras instituciones cuya relación les ahorraré, pues ya han sido mencionadas por mi glosador, con una excepción: el Centro de Estudios de Economía Pública de la Fundación BBVA, dirigida por José Ángel Sánchez Asiaín. Nadie como este gigante de nuestra profesión, catedrático de Hacienda Pública, secretario general técnico del Ministerio de Industria, creador del Servicio de Estudios del Banco de Bilbao, catalizador de la reordenación del sector bancario en los 80 desde la presidencia del BBV, y hoy presidente de la Fundación COTEC para la Tecnología, presidente de la Fundación de Ayuda Contra la Drogadicción, y Académico de Morales y de la Historia. Nadie como él puede representar el ideal del economista comprometido. Él me permitió aprender a su lado y, al mismo tiempo, ejercer de empresario de investigadores, poniendo fondos a disposición de aquellos mejor preparados para arrojar luz sobre cuestiones de la máxima relevancia social, desde las pensiones a financiación de las competencias autonómicas.

La tercera convicción que quería traerles aquí parece más abstracta, aunque no puede ser más concreta hoy, cuando nuestros socios del área euro nos piden que reformemos nuestra economía para volver a crecer y a crear empleo: es tanto lo que debemos a Europa que ningún esfuerzo en contribuir a su construcción será baldío. Europa fue la gran catalizadora del desmantelamiento de las instituciones del antiguo régimen, y a ella le debemos el impulso para modernizar nuestra economía y las favorables condiciones que trajo consigo la creación del euro. En lugar de especular, parafraseando a John F. Kennedy, sobre qué más puede hacer Europa por nosotros, deberíamos preguntarnos cómo podemos mejor ayudar a su fortalecimiento. En mi opinión, la mejor contribución española a Europa es hacer lo posible para disciplinar nuestras finanzas públicas, hacer lo imposible para dotar a nuestro mercado de trabajo de flexibilidad y seguridad e integrar a esos jóvenes que hoy expresan en plazas y

barrios su indignación, y hacer lo necesario para impedir que la falta de competencia, las ineficiencias del sistema educativo y la inflación erosionen año tras año nuestra competitividad. Quizás no tenga mérito que diga estas cosas alguien como yo, que nací en el año de la entrada en vigor del Tratado de Roma, que crecí idealizando a los vecinos de continente, que me doctoré cuando España finalmente se integraba en la Comunidad Europea, que fui nombrado miembro del Consejo de Gobierno del Banco de España cuando éste adquiriría independencia en virtud del Tratado de Maastricht, que accedí a su Comité Ejecutivo cuando nacía el euro y que posteriormente, en 2004, fui elegido por jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea para integrarme en los Consejos Ejecutivo y de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE). La fortuna se me aparece de nuevo en estos años, asociada a seis hombres insignes que confiaron en mí, con los que he trabajado codo con codo y de los que no he hecho sino aprender: Jean-Claude Trichet, Luis Ángel Rojo, que nos ha dejado recientemente, Jaime Caruana, Rodrigo Rato, Joaquín Almunia y mi predecesor en Frankfurt, Eugenio Domingo.

Desde la experiencia de siete largos años en esta atalaya podría decir muchísimas cosas. A la crisis dedicaré algunas reflexiones en unos momentos pero antes les transmitiré dos impresiones. Primera, pese a las apariencias, nada hay más natural que un hacendista con responsabilidades en política monetaria. Los hacendistas nos ocupamos de los impuestos, y pocas cosas pueden ser más gratificantes que trabajar en reducir al mínimo el impuesto más injusto, más distorsionante y menos democrático que existe, que es la inflación. Segunda, las tareas de asegurar la estabilidad de precios y contribuir a la estabilidad financiera son complejas, tienen una fuerte base técnica y requieren de un sentido práctico. Ambos los he podido cultivar y desarrollar, gracias al espíritu de equipo que reina entre los miembros del Comité Ejecutivo del BCE, y al privilegio -¿de nuevo la fortuna?- de estar al frente de las responsabilidades del servicio de estudios y de las operaciones de mercado, que hemos tenido que utilizar con tanta creatividad durante estos años extraordinarios. Permítanme, ahora sí, algunas reflexiones sobre este exigente periodo.

Como diría el bueno de Paco Umbral en aquella inolvidable entrevista con Mercedes Milá, hoy he venido a hablar de mi libro. No de uno de los que he escrito para reflexionar en voz alta, o para comunicar a la comunidad científica los resultados de mi investigación, o para ayudarme y quizás apoyar a otros en la gratificante docencia de Economía y Hacienda Pública. Debo hablarles de algunos de los capítulos de ese libro inconcluso que llevo al menos cuatro años escribiendo en coautoría. Una coautoría múltiple que incluye a mis colegas del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno del BCE, a mi familia –que pese a mis ausencias físicas y mentales creo que todavía me

soporta y hoy me acompaña en una pequeña representación- y mis amigos y colegas, que tengo más abandonados de lo que mi residencia en Alemania justificaría. Es el libro de la gestión -en primera línea- de la presente crisis, un concepto difícil de explicar y que hace cambiar de color la cara de mi hija pequeña cada vez que escucha el término. ¿Qué enemigo es ese sin rostro ni forma, inmaterial pero devastador? ¿Le estamos venciendo? ¿Cómo serán las cosas cuando haya desaparecido? Se trata de una agenda demasiado ambiciosa para cubrirla en este acto solemne, pero permítanme unos breves apuntes.

Teoría y práctica de la crisis

Transcurridos casi cuatro años desde el comienzo de la crisis, la más severa en varias generaciones, podemos ya extraer algunas lecciones sobre la eficacia de las medidas adoptadas para restablecer la estabilidad y la solidez del sistema financiero y de la economía. Los datos confirman, desde hace varios trimestres, que ya no estamos en caída libre. La combinación de unos estímulos monetarios y fiscales extraordinarios, la provisión ilimitada de liquidez por parte de los bancos centrales, y las medidas gubernamentales dirigidas a reforzar el balance de las entidades de crédito, está contribuyendo de forma efectiva a la recuperación. Ello es especialmente cierto en Europa, aunque en algunos países, incluido el nuestro, la crisis siga enseñando su peor rostro.

Es forzoso reconocer, no obstante, que pese a los signos de recuperación, la crisis continúa y su fin no se producirá en breve. Es inmensa la riqueza financiera, física y humana destruida o dañada, y su recuperación no será posible sin emprender reformas que promuevan el trasvase de recursos humanos y materiales hacia sectores de futuro.

Es la crisis más severa en varias generaciones, decía hace un instante. ¿Es esto realmente así? ¿Qué es lo que ha ocurrido? ¿Por qué ha pasado? ¿Estamos tomando las medidas necesarias para superar la crisis? ¿Y para que ésta no se repita? Son todos ellos interrogantes de una gran exigencia, pues su respuesta reclama estar en posesión de una teoría y una práctica de la crisis actual. El humor clarividente y un tanto cínico de Albert Einstein -prometo no citarle más- ayuda a aligerar un tanto la tarea. "La *teoría* –decía el sabio alemán- es cuando se sabe todo y nada funciona. La *práctica* es cuando todo funciona y nadie sabe por qué. En este caso hemos combinado la teoría y la práctica: nada funciona... y nadie sabe por qué". Nada funciona... y nadie sabe por qué. Éste es, en la jerga un tanto pretenciosa de algunos economistas, uno de los equilibrios múltiples posibles. El equilibrio malo, ciertamente.

Y, en efecto, en las semanas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, todo un 11-S financiero, nada funcionaba y nadie sabía por qué. Era un tiempo de “cisnes negros”, que es como Nassim Taleb denomina a aquellos acontecimientos impredecibles, de vasto impacto y consecuencias. Fueron semanas en las que todo era posible, sin que tuviéramos idea de la probabilidad de ocurrencia de los distintos escenarios, algunos de los cuales resultaban difíciles de imaginar y cuyas consecuencias para nuestra vida eran imposibles de evaluar.

La naturaleza humana tiene horror al vacío lógico; no descansa hasta racionalizar *a posteriori* los hechos más improbables, hasta blanquear el plumaje de tan atípico ánade. “Los hechos estaban a la vista y nadie hizo caso”, dicen algunos ávidos de reconocimiento. O el odioso “ya lo dije yo” de los aspirantes a Casandra, la mayoría de los cuáles son como esos relojes parados, que aciertan con la hora dos veces al día, sin que a ello le quepa mérito especial. Es cierto que durante los años previos a agosto de 2007, todo parecía funcionar, y creíamos que entendíamos por qué. La teoría de los mercados perfectos y completos nos explicaba el acceso generoso al crédito y la casi desaparición del riesgo financiero, y la teoría de la “gran moderación” daba una narrativa coherente a lo que algunos dieron en llamar, en alusión al cuento infantil, la “economía de ricitos de oro”: una economía con un dinamismo suficiente para crear empleo a buen ritmo, pero no excesivo, pues ello generaría inflación, contándose para evitarlo con la ayuda de los bancos centrales y con la flexibilidad creciente de los mercados. Hoy ya tenemos un diagnóstico ampliamente compartido de los porqués de la crisis. Pero antes de referirme a las causas, y sobre todo, al uso que debemos dar a este conocimiento, he de decir que, incluso sin saber con precisión el origen, la reacción de los gobiernos y los bancos centrales ante la crisis demuestra que hemos aprendido bien algunas lecciones de la depresión de los años 30, para beneficio de nuestra sociedad.

Enseñanzas de la Gran Depresión de los 30

Cuando se compara la devastación económica hoy conocida como Gran Depresión o crisis del 29 con la situación actual, es muy notable -afortunadamente para nosotros- la diferencia en el ritmo de recuperación. Las comparaciones históricas indican que el colapso de la actividad económica mundial durante el primer año de la presente crisis fue tan severo como durante la Gran Depresión, o incluso más, pero también que la recuperación se inició en una fase mucho más temprana: un año ahora frente a tres entonces. Al mismo tiempo, en la crisis actual, el derrumbe inicial del comercio mundial fue más acusado y más sincronizado que durante la Gran Depresión: casi un 30% de

caída en solo cuatro meses, desde septiembre del 2008 hasta enero del 2009. Pero este dato se atempera al constatarse que la contracción del PIB y la destrucción de puestos de trabajo durante esta crisis han sido menos acusadas que en la Gran Depresión, con excepciones notables: en el caso de Alemania el desempleo ha caído, mientras que en España se ha más que doblado.

Una similitud bastante obvia entre ambas crisis es la desestabilización de los mercados financieros y de los sectores bancarios, aunque el primer signo se dio en segmentos muy diferentes: la bolsa en 1929 y el mercado de créditos hipotecarios de alto riesgo en el 2007. En ambos casos, los sistemas financieros internacionales y nacionales sufrieron graves desajustes, que dieron paso a un colapso de la actividad económica e industrial mundial.

La crisis actual presenta, sin embargo, algunas diferencias respecto a la Gran Depresión. En primer lugar, la naturaleza del colapso financiero reciente es mucho más compleja, debido a la sofisticación del sistema financiero. La aparición y desarrollo de la titulización y el modelo bancario de “originar para distribuir”, junto con la consiguiente dependencia de los bancos respecto de los mercados mayoristas de financiación, han actuado como canales de transmisión y propagación de las perturbaciones iniciales durante la crisis actual. Además, el alto grado de integración financiera internacional y la globalización explican por qué las perturbaciones financieras se han transmitido durante la crisis actual de manera más sincronizada, más rápida y más intensa que en el pasado, pero sin sufrir el efecto amplificador contractivo que en los 30 tuvo el mecanismo del patrón-oro.

Otro factor estructural que sirve para distinguir las dos etapas es la existencia, en gran parte de las economías actuales, de estabilizadores fiscales automáticos que han contribuido notablemente a atenuar el impacto macroeconómico del colapso de la actividad. Asimismo, un grado de cooperación internacional mucho más alto, en contraste con la oleada de proteccionismo de la década de los treinta, también ha tenido una influencia positiva en la crisis actual.

Dicho todo lo anterior, probablemente la principal diferencia entre las dos crisis reside en la velocidad de adopción y la envergadura de las medidas discrecionales adoptadas por las autoridades. La Gran Depresión se ha definido como un caso en el que las autoridades fracasaron en la adopción de programas para prevenir el colapso financiero. Es más, el clásico *Monetary History of the United States* de Milton Friedman y Anna Schwartz incide en el papel jugado por las medidas erróneas adoptadas por la Reserva Federal, como por ejemplo, la subida del tipo de interés en 1929 contra la especulación y en 1931 para defender la paridad oro-dólar, o la prematura suspensión

del programa de adquisición de activos en 1932. A lo que habría que sumar la subestimación de los riesgos para la estabilidad de precios y la estabilidad financiera, consecuencia de teorías erróneas, como la tesis liquidacionista, que avaló la quiebra de los “bancos débiles” –como si en una crisis sistémica se pudiesen identificar- y una contracción masiva de la oferta monetaria y el crédito.

El siguiente *mea culpa* ilustra hasta qué punto han interiorizado los teóricos y los responsables de las políticas macroeconómicas las lecciones de la Gran Depresión, y en qué medida son conscientes de los riesgos de la inercia política en épocas de crisis financiera. Lo pronunció Bernanke en el 2002, con ocasión del noventa cumpleaños de Friedman: “Me gustaría decirles a Milton y Anna: en cuanto a la Gran Depresión. Tenéis razón, lo hicimos. Lo sentimos mucho. Muchísimo. Pero gracias a vosotros, no lo repetiremos”.

El despliegue de líneas de defensa

Y, en efecto, no lo hemos repetido. Los bancos centrales y los gobiernos han adoptado medidas para estabilizar los mercados y la economía que no tienen precedentes históricos en cuanto a magnitud y rapidez. Otro rasgo fundamental de la respuesta a la crisis, también novedoso comparado con la experiencia de los años 30 y enormemente positivo, ha sido el alto grado de coordinación, tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos de responsabilidad, como en el terreno internacional. La mejor muestra es el papel central que en la gobernanza económica mundial ha pasado a ocupar el G-20, cuyas cumbres nacieron en 2008 como una respuesta a la doble necesidad de hacer frente a la crisis financiera global y de dar en esta tarea protagonismo a las principales economías emergentes. Se puede decir sin exagerar que, al hacer frente a la crisis, las autoridades han dado lo mejor de sí mismas. La intensificación de la cooperación constituye una señal importante del compromiso de la comunidad internacional para mitigar los efectos de la crisis y afrontar sus causas de manera efectiva y duradera.

Otra característica clave de las medidas de estabilización adoptadas es su vocación de temporalidad, bien diferente de la deseable permanencia de las medidas de reforma financiera, fiscal y de mercados a las que luego me referiré. La sostenibilidad de la recuperación ha pasado y pasa por aplicar con diligencia “estrategias de salida” adecuadas de lo que ha sido una respuesta de emergencia, en lo fiscal, en lo monetario y en lo financiero. Cualquier estrategia de choque prolongada en exceso convierte el remedio en algo peor que la enfermedad, y esto explica en parte los problemas que subsisten a ambos lados del Atlántico.

Pueden distinguirse principalmente tres líneas de defensa desplegadas por las autoridades contra la crisis. La primera ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales; la segunda incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera; y, de modo coincidente en el tiempo, la tercera ha sido el ajuste de las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda agregada. Con las medidas extraordinarias de provisión de liquidez los bancos centrales trataron de que la sequía de fondos en los mercados financieros no se tradujese en un desplome del crédito. En la zona euro, el BCE puso en marcha su política de “apoyo reforzado el crédito”, consistente en ofrecer al sector bancario facilidades para refinanciarse (expansión de las garantías admitidas, alargamiento de los plazos de los préstamos, subastas de fondos a tipo de interés fijo con adjudicación plena de las pujas, financiación en dólares, y compra de cédulas, entre otras), con la finalidad no de salvar a los bancos, como equivocada o intencionadamente se dice, sino de evitar un recorte masivo de líneas de crédito que hubiera traído consigo una depresión similar a la de los años 30. En la mayoría de las economías europeas –por desgracia todavía no en la española- el crédito ya crece y los mercados se han normalizado, con la excepción del segmento de la deuda soberana en la periferia europea.

Respecto de las medidas de apoyo al sistema financiero, destinadas a contrarrestar la pérdida de confianza que siguió a la caída de gigantes financieros como Lehman Brothers o AIG y la desaparición de la banca de inversión norteamericana, éstas consistieron en garantías en la emisión de deuda bancaria, inyecciones de capital y esquemas de protección de activos, por un importe cercano a los dos billones de euros en la zona euro. La magnitud de estos apoyos, coordinados y vigilados por la Comisión Europea, siempre remunerados a favor del contribuyente y que en gran parte ya han caducado, equivale a dos veces el PIB anual español. Esta segunda línea de defensa ha evitado la implosión del sector financiero y, con ella, la del sustento de nuestras actividades básicas, pues pocas de ellas pueden sobrevivir tal como las conocemos sin el concurso del ahorro y el crédito.

Y como tercera línea de defensa tenemos las extraordinarias medidas de estímulo fiscal y monetario. Los denominados estabilizadores automáticos –esto es, los aumentos de gastos como las prestaciones por desempleo, y las menores recaudaciones impositivas que acompañan a la caída de nuestros ingresos y nuestro consumo- han contribuido significativamente a la expansión fiscal. Dadas las perspectivas de una grave recesión, los gobiernos de la zona del euro decidieron reforzar el impulso presupuestario, al anunciar en otoño de 2008 una serie de medidas discrecionales coordinadas de estímulo a la actividad. Según las estimaciones de la

Comisión, el impulso presupuestario representó en Europa cerca de un 5% del PIB acumulado para 2009 y 2010. Se trata de una cifra muy elevada, también en comparación con otras grandes regiones económicas.

En el ámbito monetario, cabe recordar que desde el principio de la fase actual de la crisis, el BCE ha ajustado significativamente su política monetaria en respuesta a la disminución de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos de su tipo de interés de referencia, en una acción coordinada con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal. Desde entonces, el BCE redujo los tipos en 325 puntos básicos hasta el 1%, nivel sin precedentes al que se han mantenido cerca de dos años, hasta su elevación al 1.25% el pasado abril, en respuesta a los riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Hoy no se discute que el despliegue de líneas de defensa descrito, ha contribuido de forma efectiva a la recuperación de la economía y de la confianza, y a la suavización de las tensiones del sistema financiero. No obstante, a más largo plazo, estas medidas sólo podrán demostrar su utilidad para sentar las bases de un crecimiento y una prosperidad sostenidos si se aplican de forma consistente con los objetivos de estabilidad de precios, estabilidad financiera y sostenibilidad presupuestaria; esto es, si se entiende que las medidas adoptadas son necesariamente temporales. La política monetaria ya ha iniciado su proceso de normalización en la zona del euro, pese a que los tipos de interés a corto plazo sigan siendo muy acomodantes. Buena parte de las medidas extraordinarias de liquidez han sido ya retiradas, aunque se mantienen algunas operaciones de suministro de liquidez a tipo fijo. También son ya excepción las garantías y apoyos al sistema financiero. El reto continúa siendo el reequilibrio de las finanzas públicas, algo que tienen en común los EE.UU., el Reino Unido, Japón y algunas economías de la periferia de Europa. Y en el caso de la zona euro, estas dificultades fiscales están en la raíz de una de las paradojas más llamativas de nuestra actualidad. Porque frente al resonante éxito que ha sido el euro durante sus doce años de existencia, también es cierto que la zona euro es hoy el epicentro de las tensiones financieras a nivel global. Pero antes de referirme a este asunto, permítanme saltar sobre las líneas de defensa para encarar las causas profundas de la crisis.

¿Qué ha ido mal? Especificidades de la crisis actual

Nada funcionaba y nadie sabía por qué. Hoy la lista de damnificados es inmensa. Desde la indignación, Mario Benedetti nos decía: “Acá hay tres clases de gentes: las que se matan trabajando, las que deberían trabajar y las que tendrían que matarse”.

Hoy los indignados, que incluyen en ocasiones a altos responsables políticos y sociales, señalan con el dedo: los banqueros, los mercados, el euro... Chivos expiatorios no faltan, pues el ansia de evadir responsabilidad es humana. Pero en verdad, si la indignación de Benedetti fuese una guía para la acción, aquí no quedaría casi nadie.

Nada funcionaba y nadie sabía por qué. Hoy sabemos relativamente bien por qué. En realidad, lo sabemos desde otoño de 2008. Aquí falló todo. Fallaron los gobiernos y sus políticas fiscales, fallaron los bancos centrales, fallaron los supervisores y los reguladores financieros, fallaron los bancos y sus mecanismos de control, y fallaron todos los ciudadanos que, por ignorancia o avaricia, participaron con entusiasmo en la fiesta financiera e inmobiliaria, abandonando los estudios por el ladrillo, jugándose los ahorros en una lotería que siempre toca, comprando duros a peseta. Comprender lo que pasó es paso previo para actuar como se requiere para recuperar la actividad y el empleo.

En la génesis de la crisis encontramos una combinación singular de factores que han afectado tanto al entorno “macro” del sistema financiero, como al comportamiento “micro” de instituciones y segmentos específicos del mercado. Pero la aparición de riesgos sistémicos de la magnitud observada en los últimos años no puede explicarse sin tener en cuenta, además, las deficiencias de la regulación financiera y la supervisión.

A fines de los noventa comienzan a observarse los llamados “desequilibrios globales”. En esos años, algunas economías emergentes, principalmente asiáticas, con productividad muy dinámica pero sistemas financieros y de protección social poco desarrollados, comenzaron a acumular un exceso de ahorro y elevados superávits por cuenta corriente. Al mismo tiempo, en algunas economías avanzadas, especialmente en EE.UU., las tasas de ahorro privado cayeron fuertemente, al tiempo que el dinamismo de la innovación y la liberalización financieras facilitaban la financiación con deuda de una demanda interna en rápida expansión, lo que se tradujo en déficits crónicos por cuenta corriente.

La persistencia de grandes desequilibrios financieros durante un largo período, junto con unas condiciones monetarias y fiscales relajadas en un entorno de baja inflación, fomentaron un incremento significativo del endeudamiento de las familias, las empresas y los bancos, un aumento considerable del apetito por el riesgo y una desviación creciente de los precios de las viviendas y otros activos respecto de sus valores fundamentales.

Pasando a examinar los factores microeconómicos, la causa principal de la crisis se puede encontrar en la notoria infravaloración del riesgo, en un contexto de rápida innovación financiera, lo que facilitó a la aparición de productos opacos y “sistemas bancarios en la sombra”. En el entorno macroeconómico descrito, los tipos de interés y las primas de riesgo descendieron a niveles excepcionalmente bajos en términos históricos, fomentando la “caza de rendimientos” por parte de los inversores.

El sector financiero internacional respondió a la vibrante demanda de activos creando productos de creciente complejidad, y en especial, formas muy sofisticadas y poco transparentes de titulización, con riesgos difíciles de evaluar. Debido a esto, no existían mercados secundarios para muchos de los nuevos instrumentos, lo que dio lugar a riesgos de valoración y de liquidez considerables, al tiempo que la opacidad de la distribución del riesgo hizo y sigue haciendo difícil conocer y valorar las exposiciones de las entidades financieras.

De esta forma, la titulización, que en principio debería haber favorecido la diversificación y la distribución del riesgo, así como economizar capital, pervirtió los incentivos de emisores, intermediarios e inversores, causando una notable relajación de los criterios para la concesión de crédito y una sorprendente concentración de riesgos en la banca. La falta de incentivos para analizar y hacer un seguimiento a los prestatarios explica que muchos inversores hayan adquirido activos de mala calidad.

Una pregunta clave es por qué estos inversores no prestaron mayor atención a los riesgos que asumían. Sin duda, éstos hicieron dejación en su obligación de análisis previo del riesgo, y confiaron excesivamente en los oráculos de las agencias de calificación, actitud a la que no han sido ajenas las regulaciones financieras. Estas agencias estaban y siguen estando sujetas a posibles conflictos de intereses que es imperativo y urgente erradicar. De igual manera, las remuneraciones y los incentivos basados en los beneficios a corto plazo tendieron a enseñorearse del sector financiero, animando la toma de un nivel de riesgo excesivo, en detrimento de la solidez a largo plazo de las instituciones financieras.

Como ya se ha dicho, la explicación de la crisis financiera sería incompleta sin traer a colación las deficiencias de los marcos de regulación y supervisión. Una de las lecciones de la crisis es que, en muchos casos, los mecanismos tradicionales de supervisión han demostrado ser insuficientes para identificar a tiempo la naturaleza y la magnitud de los riesgos, así como para imponer medidas preventivas y correctoras. De hecho, a pesar de las repetidas y serias advertencias de algunas organizaciones internacionales y de algunos bancos centrales, hechas con años de adelanto al infausto verano de 2007, ni los participantes en el mercado ni buena parte de las

autoridades responsables de la vigilancia de las instituciones financieras o de segmentos específicos del mercado adoptaron medidas adecuadas y suficientes. Poco pudieron hacer unas pocas Casandras frente a legiones de doctores Pangloss.

Casi cuatro años de profunda crisis han confirmado la necesidad de reforzar el marco de supervisión macroprudencial del sistema financiero y su relación con el marco tradicional de supervisión de entidades, sectores y mercados. El creciente papel de los factores macrofinancieros, la intensidad de las relaciones entre mercados e instituciones, así como el elevado grado de integración financiera internacional, requieren de forma urgente un refuerzo de la normativa de supervisión macroprudencial. En este contexto, deben saber que desde enero de este año, la Unión Europea se ha dotado a sí misma del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), con el mandato de identificar y evaluar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea y de emitir alertas si considera que los riesgos detectados parecen significativos. Cuando resulte apropiado, el CERS podrá complementar dichas alertas con recomendaciones sobre las medidas correctoras que convenga adoptar.

Asimismo, supervisores y reguladores han de prestar más atención a los retos derivados del arbitraje regulatorio. De hecho, muchos procesos de innovación financiera y todo un sistema financiero “en la sombra” florecieron con la finalidad de eludir el cumplimiento de la normativa, y en particular, la referida a las exigencias de capital. Abordar este problema es urgente en el contexto actual, dada la importancia de las instituciones financieras multinacionales grandes y complejas que operan con diferentes regulaciones nacionales.

Ya se han realizado notables progresos en los foros internacionales en lo que respecta a identificar y aplicar las medidas correctoras necesarias. En septiembre de 2010 se alcanzó el nuevo acuerdo llamado “Basilea III”, que es un paquete de nuevas medidas de regulación sobre las exigencias de capital, definición de capital, apalancamiento y liquidez. Su plena vigencia, tras un amplio periodo de transición, contribuirá a mejorar la resistencia del sector bancario internacional y su capacidad para resistir las perturbaciones, al aumentar apreciablemente la cantidad y la calidad del capital regulatorio y de los activos líquidos. Y al mismo tiempo, se está progresando con rapidez en otros frentes, como: la introducción de un marco regulador efectivo para las instituciones sistémicamente importantes; el desarrollo de prácticas de remuneración adecuadas a la estabilidad financiera; la transparencia de las instituciones financieras, los instrumentos y los mercados que sean relevantes para la estabilidad sistémica; evitar un arbitraje regulatorio; la excesiva influencia de las agencias de calificación en

los marcos de regulación; y la mejora el funcionamiento de los derivados negociados en mercados no organizados.

Hacia una “nueva normalidad”

Llegados a este punto, ¿cómo se compadece tanto progreso reformador con el desempleo y el bajo crecimiento económico que aún observamos? Recordemos que el impacto inicial sobre la economía real vino de la mano del desplome de la confianza, que retrajo el consumo, la inversión, el comercio exterior y las contrataciones. A ello se sumó la pérdida de riqueza de las familias, cuyos activos, debido al pinchazo de la burbuja inmobiliaria, a la caída de los valores bursátiles, y a la disminución del crédito proporcionado por unos bancos con balances severamente dañados. La intervención de los gobiernos y los bancos centrales proporcionando impulso fiscal, tipos de interés bajos y liquidez abundante evitó la repetición de una nueva crisis de los años 30, y la medidas regulatorias que están en marcha definirán el retorno a la normalidad, una “nueva normalidad”.

Nueva por varios motivos. Primero, porque necesariamente nos enfrentaremos a una mayor volatilidad macroeconómica y un menor crecimiento potencial, como ocurrió tras las crisis financieras sistémicas registradas en el pasado. Segundo, por que los sectores inmobiliario y de la construcción deberán someterse a un severo y prolongado ajuste en muchos países. Tercero, porque tanto la experiencia de esta crisis como los nuevos estándares crediticios impondrán unas valoraciones más rigurosas y conservadoras de activos e inmuebles ofrecidos como garantía del crédito. Cuarto, porque el precio de los riesgos de crédito y de liquidez se mantendrá a niveles más elevados que los absurdamente reducidos valores observados en años previos a la crisis, tanto que el riesgo llegó a desaparecer como elemento relevante en las decisiones económicas. Quinto, porque las nuevas regulaciones sobre capital y liquidez harán a nuestro sistema financiero más resistente y estable, pero probablemente ello tenga como consecuencia un encarecimiento del coste de la intermediación financiera y, por tanto, del crédito. Y sexto, porque los bancos centrales, además de trabajar en la supervisión macroprudencial, tendrán una mayor tendencia a “remar contra el viento”, es decir, a evitar períodos de tipos de interés demasiado bajos mantenidos durante demasiado tiempo, pues hemos aprendido bien las nefastas consecuencias de estas políticas sobre el grado de fragilidad de nuestro sistema financiero. Es suma, en el “nuevo normal” el sector financiero será más pequeño en relación a la economía y más conservador en sus criterios, el crédito crecerá a ritmos más moderados que en el pasado y su coste será algo mayor.

De igual forma, para alcanzar esa “nueva normalidad” los gobiernos tendrán que acometer retos difíciles, como la salida de las medidas expansionistas a gran escala, adoptadas durante la crisis para respaldar a la economía a corto plazo. A consecuencia de la formidable expansión fiscal y de la contracción de la producción, la situación fiscal se ha deteriorado en casi todos los países, en algunos casos de forma muy significativa, a ambos lados del Atlántico y a ambos lados del Canal de la Mancha. En este contexto, los mercados financieros han centrado su atención, cada vez más, en la solvencia de los estados. El saneamiento de las finanzas públicas es necesario y urgente para proteger la sostenibilidad a largo plazo y para garantizar la confianza, prerequisite para volver a crecer y crear empleo.

El ajuste presupuestario, sin embargo, sólo es una condición necesaria para la recuperación. Si miramos a nuestro alrededor comprobaremos que las economías que más rápido se están recuperando –las del centro y el norte de Europa- son aquellas que, además de una mejor situación de las finanzas públicas, tenían unos mercados de trabajo y de productos más competitivos y flexibles antes de la crisis. Flexibilidad que no equivale a precariedad, sino a capacidad de respuesta y ajuste a las nuevas condiciones sin pérdidas masivas de empleo como las que aquejan a la economía española, que amenazan el presente y el futuro de la generación más joven. Recordemos que en la primera década del euro en España se crearon unos cinco millones de empleos. De ellos algo menos de dos millones se han destruido, pero la tasa de paro se ha duplicado, hasta acercarse al 21%, tasa que sube por encima del 40% para la población más joven. Quienes se oponen a la reforma agitando el espantajo de la precariedad, nos están privando de la flexi-seguridad de sistemas como los que han permitido que en Alemania el paro haya caído durante la crisis en más de 2 puntos, hasta el 6%, o que en países como Austria y Holanda el paro se sitúe en torno al 4%.

Las perspectivas a largo plazo de un crecimiento sostenible y fuerte, tanto de la economía como del empleo, dependen en gran medida de la determinación de las autoridades para emprender reformas estructurales. En los mercados de bienes y servicios son necesarias medidas de apoyo a la competencia y la innovación. En el mercado laboral son requisitos fundamentales la moderación salarial, los incentivos para la creación de empleo a través de contratos que no disuadan de emplear a los más jóvenes, y una mayor flexibilidad para poder adaptar horas, retribuciones y otras condiciones de trabajo a la situación de las empresas. Tales reformas también facilitarán indirectamente el saneamiento presupuestario, contribuirán a hacer más resistentes nuestras economías y promoverán un aprovechamiento más eficiente del capital humano, físico y tecnológico.

Es éste un imperativo urgente para economías como la nuestra, en la que la rigidez de las instituciones laborales se erige en un obstáculo insalvable para la sustancial reasignación de recursos que exige el pasado sobredimensionamiento de sectores como el financiero o el inmobiliario. En combinación con las restricciones crediticias y la tendencia a la caída de los gastos de inversión e innovación, que puede hipotecar nuestro futuro, un mercado de trabajo rígido podría retardar largos años la recuperación de los niveles de renta previos a la crisis. Primero, porque el paro coyuntural se convertiría en estructural, debido a la pérdida de empleabilidad. Segundo, porque dificultaría la sostenibilidad presupuestaria. Y tercero, porque la divergencia respecto del ciclo europeo sería penalizada ante el cambio del ciclo de tipos de interés. Tan evidente es este diagnóstico para observadores, analistas y organismos internacionales, que la morosidad en completar las reformas necesarias sorprende. Si no fuera por la gravedad del asunto, la ironía de Antonio Machado vendría al pelo. “Que dos y dos sean necesariamente cuatro es una opinión que muchos compartimos. Pero si alguien sinceramente piensa otra cosa, que lo diga. Aquí no nos asombramos de nada”.

Y es que siendo obvio lo que tenemos ante los ojos, la imagen que hoy nos devuelve el espejo de la realidad del desempleo debería ser el catalizador de las reformas necesarias. Esta es la única indignación que tiene sentido. La que exige responsabilidad a quienes retrasan o evaden su obligación de reformar el sistema financiero, para estabilizarlo y para poner coto a sus desmanes y excesos, pero también el mercado laboral y el presupuesto y las prácticas que limitan la competencia, impiden crear empleo y aumentan el coste de la vida. Esta es la única indignación que nuestra sociedad se merece.

Europa y sus paradojas

Debo ir terminando, y para ello nada mejor que dar buenas noticias a aquellos que, confundidos por el ruido mediático, puedan haber caído en el “europesimismo”. “El euro no funcionará”, nos decían la prensa y la intelectualidad anglosajona a principios de los 90. “Ya se lo avisamos: el euro está en crisis”, nos dicen ahora, no sin eco en los medios continentales.

Demos un breve repaso a las cifras. Desde 1999, la inflación media ha sido inferior aunque próxima al 2 por 100 en el conjunto de la eurozona. Este ha sido, y seguirá siendo, el compromiso del BCE con su mandato. Asimismo, el BCE ha tenido una aportación destacada a la estabilidad financiera y, por esta vía, a la generación de confianza, especialmente durante la crisis. Hoy pocos discuten que, sin las medidas

adoptadas por el BCE durante estos cuatro años, hoy estaríamos hablando de una depresión económica comparable a la de los años 30.

Pero si la estabilidad monetaria es imprescindible para el crecimiento y el empleo, ¿qué decir de éstos? El recuento es sencillo, acaso sorprendente para euroescépticos. Desde 1999 hasta el estallido de la crisis, el área euro creó 15 millones de empleos, el doble que los EE.UU, y redujo su tasa de paro en dos puntos hasta el 7.6%. La renta per cápita aumento casi un 14% en sólo una década, y la productividad en un 7%. Nuestra tasa de ahorro es consistentemente más del doble de la norteamericana o la británica, nuestra contribución a los desequilibrios globales nula al estar nuestras cuentas externas casi en equilibrio, y nuestras finanzas públicas, pese a las dificultades, muestran un déficit que partiendo de apenas un 1% antes de la crisis, se ha situado en 2010 en poco más del 6% del PIB, la mitad del norteamericano. No debe sorprender, con el crecimiento actual en tasas superiores al potencial y el paro por debajo del 10% y en retroceso, que el 80% de los residentes en el área euro con una opinión definida piensen, de acuerdo con el último Eurobarómetro, que el euro ha sido algo bueno. Y también se considera al euro en el mundo entero como el símbolo más exitoso del proceso de integración iniciado en Europa hace medio siglo.

Así pues, no hay que echar mano de Mark Twain para concluir que los rumores sobre la muerte del euro quizás sean un tanto exagerados. Pero es innegable, al mismo tiempo, y esto es una gran paradoja, que en Europa se encuentra ahora mismo el foco más visible de tensiones financieras a nivel global: la crisis de la deuda soberana en algunos países de la periferia. Esta no es una crisis del euro. Es una crisis de confianza de los mercados –esos mercados que hoy algunos demonizan, pero a los que ayer apelaban sin tasa para evitar la impopularidad de los impuestos o la contención de los gastos- en el compromiso de algunos países con las exigencias del euro.

En efecto, en 1998 cerca de trescientos millones de europeos –hoy más de trescientos treinta millones- decidimos adoptar la moneda única. Esta ambiciosa iniciativa hacía descansar sus objetivos de crecimiento económico no inflacionario y altos niveles de empleo en tres pilares: un mercado interior competitivo, basado en la eliminación de barreras a los intercambios y las reformas estructurales; unas políticas presupuestarias nacionales saneadas, coordinadas y sostenibles; y, una política monetaria orientada a la estabilidad de precios. La presente crisis de la deuda está demostrando de forma palmaria que, así como el componente monetario del euro, a cargo del BCE y el Eurosistema, ha funcionado incluso mejor que las monedas más sólidas que pasaron a integrarse en el euro, la adaptación de las políticas fiscales y de las reformas estructurales a las nuevas exigencias de la moneda única ha sido

insuficiente. Algunos gobiernos parecen no haber interiorizado las exigencias del euro para el desarrollo de su política económica, y han actuado como si las pérdidas de competitividad y la vulnerabilidad fiscal pudiesen enjugarse todavía mediante el tradicional recurso a la inflación y la devaluación. Pero éstas –inflación y devaluación– son las naves que, conscientemente, decidimos quemar con la creación del euro.

Y tampoco ha funcionado bien el marco de coordinación de las políticas fiscales, por no hablar de la total ausencia de coordinación de políticas macroeconómicas con impacto en la competitividad. Han sido la crisis griega y su contagio a otros países vulnerables la prueba irrefutable: no importa cuán pequeño sea el país, que sus problemas de competitividad y sus desequilibrios pueden tener un impacto sistémico. Por eso los desequilibrios graves en las finanzas públicas y en la competitividad deben prevenirse, mediante una gobernanza europea reforzada, y corregirse a través de políticas nacionales coordinadas y mecanismos que penalicen la falta de diligencia. Este es el Pacto por el Euro.

Aunque no pueda decir con seguridad cuándo saldremos de esta crisis, tengo razones para pensar que saldremos fortalecidos si no nos abandonamos a la inacción o a la indignación que sólo busca chivos expiatorios. Son tiempos difíciles, pero quiero recordarles que Europa se ha forjado siempre en las crisis. De las aspiraciones de paz y progreso de la posguerra surgieron las Comunidades Europeas. Más recientemente, de la crisis del Sistema Monetario Europeo 1992-1993 surgieron el Instituto Monetario Europeo en 1994, el predecesor del BCE, y un fuerte impulso de integración económica. De aquella aguda crisis surgió el euro, que tantos beneficios ha proporcionado desde 1999 y que hoy nos protege de turbulencias más severas.

Nos encontramos hoy en una encrucijada histórica para el futuro del euro. Un momento crítico que demanda de todos lucidez, energía y compromiso. Lucidez para comprender que la política fiscal difícilmente sostenible de un país miembro del euro tiene efectos perniciosos sobre el resto, en términos de contagio y de pérdida de confianza. Y para entender que las pérdidas continuadas de competitividad de un país son inviables.

También es necesaria la lucidez para comprender que el futuro de nuestra moneda única pasa por un salto cualitativo en su gobernanza, ya que tanto las políticas fiscales como el funcionamiento de los mercados de trabajo, de bienes y de servicios son materias de interés común. Y, como tales, deben sujetarse –dentro de la autonomía de los países– a criterios de coordinación y disciplina efectivos, en un nuevo marco de supervisión recíproca y actuación preventiva disuasorias de las políticas nacionales que pongan en riesgo el interés común de los países miembros.

Y a la lucidez le deberán seguir la energía para actuar, tanto más necesaria y urgente cuanto mayores sean las vulnerabilidades fiscales y las rigideces estructurales, y un renovado compromiso con Europa. En medio de las dificultades de ahora no debemos olvidar que el euro es nuestro destino en común. La crisis actual y la experiencia histórica contienen una enseñanza: el euro no ha dejado de proporcionar beneficios, en términos de estabilidad macroeconómica y financiera, y lo ha hecho especialmente durante los episodios más agudos de tensión financiera. Acelerar los cambios necesarios para fortalecer este proyecto vivo es la gran responsabilidad de todos – gobiernos, Comisión, Consejo y Parlamento europeos- en esta hora crucial de la construcción europea.

La Historia ha confirmado en repetidas ocasiones la clarividencia de las palabras de Jean Monnet: “Los hombres no aceptan el cambio sino en la necesidad, y no ven la necesidad más que en la crisis”, nos decía. Estoy convencido de, si se entiende la urgencia y se abandonan los particularismos, Europa puede emerger de la crisis más fuerte y con un peso mayor en el mundo, como lo hizo con la creación del euro. Quisiera terminar mis palabras con este mensaje de confianza.