

## PREFACIO

La recuperación mundial está ahí, aunque todavía es incierta. Empezó en Alemania y en Francia, que con un crecimiento del 0,3% en el segundo trimestre de 2009 salen de la recesión. Luego lo hizo Japón, con un crecimiento de 0,9% en el mismo trimestre, y desde entonces los países emergentes de Asia —casi el 60% de la población mundial, dado el peso de China y la India— han salido también de varios trimestres de recesión. Según Ben S. Bernanke, gobernador de la Reserva Federal, también Estados Unidos está saliendo de ella. En todos los casos no tiene forma de V, sino de una U aplanada en su base. Pero hasta que se reequilibren los desajustes mundiales, la recuperación de Estados Unidos puede ser anémica, y si no se toman las medidas que propugnamos en este libro, existen temores sobre algunas recaídas en forma de W, es decir, caída, recuperación y nueva caída. España sigue batallando para seguir el camino de los que se han adelantado.

Este libro trata del camino hacia *el día después de la crisis*. Para conseguirlo, persigue cinco objetivos.

- Primero, identificar las causas que provocaron esa crisis, porque es la mejor forma de evitar que vuelva a repetirse o de que la recuperación sea de corta duración, en forma de U, y no se convierta en una W.
- Segundo, tratar de poner de manifiesto las prácticas que siguieron los presuntos responsables, porque de ellas podremos aprender lo que los españoles deben evitar para

no ser sorprendidos de nuevo por los que vendían lo que tenía escaso valor.

- Tercero, desmentir una larga serie de mitos y verdades a medias que fueron calando en la sociedad española y, entre ellos, el mito de que las familias, las empresas y los bancos ganarían más y serían invulnerables si se endeudaban (se denominó *apalancarse*), incluso si lo hacían por encima de su capacidad de pago. El argumento era insostenible, porque suponía que cuando los intereses son muy bajos, incluso por debajo de la inflación, siempre será posible pagarlos y atesorar las ganancias que se vayan obteniendo, porque el valor de las viviendas, de los locales comerciales y de oficinas nunca dejarían de subir, lo que se conoce como «burbuja inmobiliaria».
- Cuarto, se extendió en todo el mundo uno de los mitos más peligrosos: cuanto más grande fuera una entidad financiera o una empresa, más difícil sería que cayera en una situación de quiebra. Con la excepción de España —donde sus grandes bancos internacionales no fueron contaminados por los productos «tóxicos» y tuvieron los beneficios recurrentes como un recurso poco vulnerable ante la crisis—, en el resto de países los titanes de la banca y algunas grandes compañías de seguros fueron los primeros en hacer quiebra. Tuvieron que ser rescatados por los gobiernos, y los contribuyentes pagarán durante muchos años el coste de los que fueron nacionalizados. Este libro pretende demostrar que cuando llegue *el día después* se habrá producido el efecto contrario, es decir, el desapalancamiento o disminución de la deuda de las empresas y de todas las entidades financieras.
- El quinto objetivo es más general, pero está relacionado con los cuatro anteriores. Toda crisis bancaria sistémica —es decir, que contagia a todos los bancos, cajas y compañías de seguros de un país— termina por contagiar los sistemas financieros de todos los países del mundo (Alfredo Pastor Bodmer, 2009), desde Estados Unidos hasta Euro-

pa, Asia, América Latina y África (ésta a pesar de sus condiciones de pobreza).

Todas las crisis, desde el año 1929, se han resuelto más pronto o más tarde, pero todas presentan características comunes. Empezaron con una «burbuja inmobiliaria», con un crédito bancario excesivo y por encima de la capacidad de pago de los deudores, y terminaron con déficits del sector público que en muchos casos (Japón) llegaron al 80% del producto interior bruto (PIB) o conjunto de bienes y servicios producidos por un país.

Esta crisis no es única, pero se diferencia de otras porque se produjo de forma repentina, aunque se venía incubando a lo largo de más de cinco años. Se produjo de forma sincrónica, pues todos los países del mundo la padecieron de forma simultánea, pero se resolverá a ritmos distintos, es decir, las soluciones serán asincrónicas. Se confirma que China y la India recuperan las sendas de crecimiento que habían sido las propias del año 2006 y del conjunto de los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China); sólo Rusia va rezagada. Estados Unidos parece haber agotado la primera ronda de estímulos (gasto fiscal deficitario y medidas monetarias), pero parece estar saliendo de la recesión. Sería ilusorio, a nuestro juicio, esperar que lo haga con fuerza y que recupere los ritmos de crecimiento de antes de la crisis. Un primer indicio lo da la caída del consumo. En 2006 llegó a representar el 70% del PIB y fue uno de los motores del comercio mundial, del que dependen Europa y Asia. Estados Unidos fue como una gran «central de compras» para todo el mundo. *El día después* el consumo de Estados Unidos difícilmente alcanzará el 60% del PIB, lo que representa que deberemos acostumbrarnos a ritmos de crecimiento por debajo de los que tuvimos en los mejores años.

Y a menor crecimiento y déficits crecientes de los gobiernos y volúmenes de deuda pública que van a crecer durante algunos años, los países que, como España, tienen sistemas de pensiones públicas del tipo «paga hasta que te jubiles» (*pay-as-you-go*) pueden tener dificultades para hacer frente a los déficits

que puedan producirse en el sistema español a partir del año 2020.

El capítulo 1 se dedica a las causas y las posibles salidas que ha iniciado Estados Unidos, y el capítulo 2 pretende identificar los posibles responsables y sus prácticas, con la particularidad de que el presidente Obama ha llegado a declarar que está sorprendido por la falta de arrepentimiento de los que provocaron la crisis, porque los altos ejecutivos bancarios de Estados Unidos exigen de nuevo retribuciones millonarias (los *bonus* o sobres extras de fin de año) para reflotar los bancos que fueron rescatados con el dinero de los contribuyentes. ¿Se están sembrando las semillas de la próxima crisis de los mercados de crédito? En el epílogo apuntamos algunos indicios que sugieren algo inesperado. ¿Estamos sembrando de nuevo las semillas de la próxima crisis mundial? Es muy posible.

El capítulo 3 desmiente otro mito: se dijo que era una crisis imprevisible, y demostraremos que era otra falsedad. En el capítulo 4 se presentan las líneas maestras de un nuevo modelo de producción para España basado en nuevas formas de innovar: existe una salida a la crisis, pero no puede ser cualquiera. No podemos innovar solos; necesitamos que las grandes multinacionales extranjeras instalen en España sus mejores laboratorios de investigación y que trabajen codo a codo con nuestros mejores talentos. Singapur, China y la India lo han conseguido. ¿Por qué no nosotros?

El capítulo 5 pone el acento en la única vía para evitar que se repita una crisis similar, es decir, que en vez de darse en forma de U (caída y recuperación al cabo de unos trimestres) sea del tipo que algunos países padecieron, en forma de W: caída rápida, primera recuperación gradual, pero llega una segunda crisis, esta vez más fuerte y de difícil salida, porque la primera se cerró en falso. El capítulo 6 da cuenta de la condición necesaria, pero no suficiente, para que España no quede en la cola de los países que están tomando las medidas más eficaces para situarse en primera fila. Se trata de sanear el sistema financiero, poner todos los esfuerzos en las líneas de progreso de la produc-

ción de bienes y servicios, invertir en un nuevo tipo de innovaciones y tener en cuenta que nuestro futuro depende de la recuperación de la confianza de los inversores, de los empresarios en general y de los consumidores. Las centrales sindicales han demostrado —como lo hicieron durante la transición a la democracia— que están dispuestas a pagar un elevado precio; tan elevado como aceptar la reducción de los salarios nominales, durante meses, para conservar el empleo, y que las empresas, que tienen muchas asignaturas pendientes con la productividad, recuperen los mercados mundiales que llevamos camino de perder. Este capítulo destaca un futuro de luces y sombras, y es difícil que puedan brillar más las luces que las sombras si no contamos con el decidido esfuerzo de todos. Afortunadamente, España tiene los mejores dirigentes sindicales para hacer frente a los retos del futuro, y hay claros indicios de que los emprendedores no van a dejar que les arrebaten la partida.

Es difícil que España resuelva su crisis bancaria con las medidas que el Ejecutivo ha anunciado. Por consiguiente, conviene tener muy presente cómo intentaron resolver la suya otros países, y de qué forma Suecia trazó la mejor ruta para resolverla sin que los contribuyentes tengan que pagar una factura excesiva. El capítulo 7 se dedica a una cuestión fundamental: ¿cuándo se recuperará el sistema financiero internacional? Porque si nuestra solución depende —como en la crisis de 1993-1994— de un fuerte tirón de las exportaciones, nos importa mucho que los mercados mundiales se recuperen cuanto antes y que la expansión del crédito nos permita aprovechar las nuevas oportunidades, gracias a la innovación y a un posible nuevo modelo productivo.

Ningún país va a salir de esta guerra sin heridas (Antón Costas, 2009), y nuestro sistema de pensiones públicas (capítulo 8) va a salir seriamente dañado. Las nuevas afiliaciones de los inmigrantes a la Seguridad Social resolvieron por un tiempo, junto al auge de la economía, la cobertura de las nuevas pensiones, pero la crisis ha caído en los mismos males de las grandes reconversiones de las décadas de los ochenta y los noventa: las jubila-

ciones anticipadas están cercenando la denominada «hucha de las pensiones públicas» y vemos aproximarse peligrosamente el plazo en el que el sistema puede hacer crisis.

El capítulo 9 examina cómo Alemania, Francia y Japón, y los países emergentes de Asia, salieron de la recesión antes que nosotros.

En el capítulo 10 se presentan las perspectivas de futuro y se desmienten algunos de los mitos que todavía circulan como leyendas urbanas. Uno de ellos, la acumulación de las viviendas sin vender es especialmente grave, para la banca y para el interés general. El capítulo se cierra con las perspectivas del nuevo modelo de innovación que el libro plantea y, de una manera general, revisa las advertencias del economista principal del Fondo Monetario Internacional (FMI), Olivier Blanchard, en el sentido de que la recuperación mundial no será estable si las grandes magnitudes de Estados Unidos no se reequilibran con el resto del mundo, especialmente los déficits de la balanza de pagos por cuenta corriente y los desajustes que la crisis ha dejado, con países que tienen fuertes superávits comerciales y acumulan reservas porque consumen poco y los que, como Estados Unidos, han reducido el consumo y la inversión privada.

Esta crisis mundial está empobreciendo al mundo entero. Su coste es tan elevado que muchos niegan que sea real, porque ciertamente es inconcebible que pueda haber ocurrido.

## **El coste de la Gran Recesión**

Por si alguien lo pusiera en duda, las pérdidas se acumulan y son de un orden de magnitud difícil de imaginar. Necesitamos cierta perspectiva. Para reconstruir Europa después de la Segunda Guerra Mundial, el general Marshall (entonces secretario de Estado de Estados Unidos) propuso su famoso Plan de Recuperación para contribuir a la reconstrucción de Europa. Se trataba de una ayuda equivalente al 3% del PIB de Estados Unidos (respecto al PIB de 2008 representaría la suma de 330.000 millones

de dólares corrientes). ¡Y el milagro se produjo! Europa resurgió de sus cenizas. Y con esfuerzos denodados, en apenas una década, fue posible constituir la Comunidad Económica Europea y llegar al Tratado de Roma en 1957.

Cincuenta años después, la Gran Recesión de 2007-? ha tenido hasta ahora un coste de 3 trillones de dólares (en términos europeos, 3 billones de dólares), pero existen estimaciones del FMI que llegan a 4,1 trillones de dólares. Respecto al PIB americano, los dos extremos pueden representar entre 7 y 9 veces aproximadamente lo que costó reconstruir Europa. Según los cálculos del premio Nobel de Economía Joseph Stiglitz (2008), y con la ayuda de un experto en presupuestos de la Universidad de Harvard, la guerra de Iraq puede llegar a tener un coste de 2 trillones de dólares, dos tercios de lo que nos cuesta la estimación a la baja de esta Gran Recesión. Y esos costes de la mayor crisis de los últimos ochenta años no sólo los paga Estados Unidos, sino que, a diferencia del Plan Marshall, la factura también la pagan Europa, Asia y el resto de continentes. Incluso África, a pesar de su pobreza, tendrá que sufragar algo de esos costes.

Sí, es inconcebible, pero todo el mundo paga su cuota, muy alta para Suiza y mucho mayor para Alemania y el Reino Unido. España la sufre por la destrucción de empleo y por el empobrecimiento general del país. Lo escribió John Maynard Keynes: «Lo inevitable nunca ocurre; sólo sucede lo inesperado».

En España la Gran Recesión necesita medidas de gran calado y un acuerdo social. El mayor coste es la destrucción de empleo, así como las familias que pasarán a engrosar la lista de las que ya no perciben ningún subsidio de paro.

Con todo, España afronta la situación con un buen bagaje, y pocos parecen recordar el antecedente que hizo posible la transición democrática: los Pactos de la Moncloa (1977). Después de las inversiones de capital y tecnología de las grandes multinacionales que acudieron a España a partir de la década de los cincuenta (otras lo hicieron antes), tuvimos diez años de internacionalización de nuestras empresas, grandes y medianas. Prácticamente el 73% de las que cotizan en el selectivo Ibex 35, y no

pocas del mercado continuo, tienen cuentas de resultados diversificadas y a prueba de crisis. Y en la década anterior, los empresarios, en vez de seguir vendiendo empresas a las grandes multinacionales extranjeras, dieron un vuelco a sus estrategias y se convirtieron, en expresión de una revista inglesa, en «los nuevos conquistadores del mundo». Pero hoy todo eso no sería posible sin unas centrales sindicales que han sabido encontrar vías de diálogo, incluso sacrificando los salarios nominales de los próximos dos años, a cambio de conservar los puestos de trabajo.

### ¿Cómo sucedió todo?

No es una cuestión para responder con frivolidades. Las hipotecas de baja calidad pudieron tener cierta influencia, pero las causas fueron, por desgracia, de un alcance del que todavía ahora se descubren nuevas raíces. Tampoco se produjo de un día para otro (aunque se señale como inicio el 9 de agosto de 2007), sino que fue un movimiento perverso que fue creciendo como la bola de nieve que gana masa a medida que va rodando cuesta abajo. Los especuladores querían ganar más, y hacerlo no ya sobre los beneficios sino sobre la facturación, y ya no les bastaron los ingresos de un año sino que pidieron —y obtuvieron— participación en los ingresos de los tres próximos años y opciones sobre unas acciones que no parecían tener ningún techo.

Ellos descubrieron que era posible *originar* y *distribuir*. Por originar entendían crear productos financieros cada vez más complejos y sofisticados y distribuirlos en todo el mundo, no importa a quién, a qué plazo, con qué riesgo ni dónde. Como un reguero de pólvora, en los mercados que dominaban los especuladores corrió el lema de que con tipos de interés tan bajos (al principio del «gran juego» habían llegado al 0,75% anual) quien no se endeudaba no tenía perdón. Y entonces, a principios del nuevo siglo, descubrieron que el sistema financiero de Estados Unidos tenía rendijas donde no existía ninguna regulación, control o vigilancia. Lo opaco, lo no regulado y lo que

quedaba fuera de luz y taquígrafos fue su terreno ideal para amasar grandes fortunas, porque si las pérdidas han sido grandes, las ganancias no fueron mediocres. Lo que siguió es fácil de imaginar. Se emitieron títulos amparados en otros títulos, y éstos, aparentemente, en activos que no podían perder valor. Y se distribuyeron de una forma tan diabólica que un pequeño banco de Noruega, cerca del Círculo Polar Ártico, descubrió hace pocos meses que en sus cofres tenía también productos tóxicos. Y la sorpresa no fue menor en Moscú, Taipei, Shanghai o Australia. No es necesario citar Madrid o Barcelona. En plena crisis y no sin un cierto grado de desesperación, Christopher Cox, presidente de la Securities Exchange Commission, agencia que controla los mercados de valores de Estados Unidos, pedía que alguien regulara de una vez por todas el mercado de productos derivados y los CDS (*credit default swap*), que no son propiamente permutas (*swap*) sino de nuevo derivados que pretenden cubrir el riesgo de impago de las más diversas y sofisticadas situaciones financieras, y en los que quedaron atrapadas las compañías de seguros y, entre ellas, el gigante mundial, AIG, que tuvo que ser varias veces rescatada por el Gobierno americano, a costa de los contribuyentes.

### ¿Existen soluciones?

Sí las hay, pero primero el diagnóstico y luego el tratamiento. Por el momento no tenemos una crisis, sino dos. La financiera retroalimenta a la de la economía real, y ésta a su vez refuerza a la primera. En teoría de sistemas se denominan bucles, que crean procesos que se alimentan en sentido pernicioso (Jay Forrester, Instituto Tecnológico de Massachusetts).

Lo han señalado expertos del FMI: si no se resuelve la primera, la que dio origen a todo, la recesión económica no tendrá solución. Por eso los bancos centrales se volcaron inmediatamente a dar liquidez a los mercados de crédito y crearon un «mercado al por mayor» virtual para los bancos, pues el inter-

bancario se secó. La liquidez se congeló en el mercado de pagarés de empresa de Estados Unidos primero, y luego en toda Europa. Las empresas americanas no pudieron pagar las nóminas hasta que el banco central americano (Reserva Federal) no descontó el papel que le presentaban los empresarios, algo insólito y que no había ocurrido en la crisis de 1929. Europa no pudo emitir bonos y títulos de renta fija y el sistema financiero español tampoco pudo seguir endeudándose en Europa con la emisión de cédulas hipotecarias con la garantía de los préstamos que había concedido.

Desde la Segunda Guerra Mundial no había ocurrido nada parecido. El interbancario de Londres había financiado autopistas, centrales hidráulicas y ferrocarriles tomando prestado a 3 meses, pues se renovaban automáticamente, para luego financiar los proyectos durante 30 años, como la autopista que recorre toda Italia hasta Nápoles, o la que une Francia con Barcelona y Tarragona.

### **¿Cómo hicieron frente otros países a una crisis de tal envergadura?**

Es necesario admitirlo: en los últimos ochenta años ningún país tuvo que hacer frente a una crisis de tales dimensiones, y ninguna fue global, aunque sí se dieron procesos similares al que padecemos y que empezaron por una burbuja inmobiliaria, el crédito bancario excesivo, la caída del precio de los activos y la acumulación de productos tóxicos o activos tóxicos, que son los que tienen poca calidad porque resultaron impagados. Los bancos los fueron acumulando al precio de cerrar el crédito y hundir la economía real.

Las crisis más largas fueron las que estuvieron acompañadas por burbujas inmobiliarias y crisis del sistema bancario. La de Suecia, entre 1990 y 1992, se resolvió en las líneas que proponen los expertos del FMI: primero sanear el sistema financiero, luego inducir la recuperación de la economía real. Suecia tenía

un sistema bancario pequeño y, de los dos grandes bancos, uno estaba prácticamente nacionalizado, pero creó un banco «malo» y estimuló las operaciones de los bancos «buenos». Transfirió los activos tóxicos a los primeros y potenció los segundos. En aquellos años no existían productos tóxicos en la medida que se han expandido desde 2007, de manera que los activos inmobiliarios y los préstamos fallidos pudieron con los años colocarse en el mercado y se evitaron cuantiosas pérdidas a los contribuyentes. La devaluación de la corona dio impulso a las exportaciones, en una situación de comercio mundial expansivo, y en pocos meses el país recuperó la senda del crecimiento.

En la crisis que nos afecta hoy, en el punto más grave de la crisis inmobiliaria los créditos fallidos supusieron en Suecia el 13% del PIB, en Japón el 35% del PIB, y en Estados Unidos el 40% del PIB. En cuanto al déficit público después de resolver la crisis, el de Japón se situaba en el 80% del PIB. En Estados Unidos las cifras son todavía provisionales, pero el gobernador de la Reserva Federal anticipó que podía llegar a necesitar hasta un tercio del PIB americano. Pero el problema queda en el futuro. Como señaló el premio Nobel de Economía Robert Solow en una reciente entrevista en Madrid, lo difícil va a ser sanear la deuda y reconducir el fuerte déficit público, que se acumula al aumentar el plan de saneamiento de la magnitud que ha emprendido la Administración americana, pues incluye no sólo bancos, compañías de seguros y grandes fondos, sino que se ha extendido a la compra del 60% de las acciones de la compañía de automóviles General Motors (GM), con ayudas multimillonarias. Durante medio siglo, cuando en Estados Unidos existía alguna duda sobre la duración de la fase bajista de un ciclo la gente vigilaba las cuentas de GM; si eran sanas se tranquilizaban, porque el lema era muy simple: lo que es bueno para GM lo es para la nación americana. Pero el futuro ya no es lo que era, como adelantó Paul Valery.

## ¿Qué medidas están tomando otros países para recuperar la economía real?

Las primeras, el rescate de los bancos que entraron en dificultades (especialmente Estados Unidos y el Reino Unido). En la aplicación de la segunda medida lleva la delantera Estados Unidos. Se trata de aplicar a los grandes bancos «pruebas de resistencia» (*stress tests*) para probar su capacidad de contar con un volumen de capital suficiente para hacer frente a un empeoramiento de la morosidad, que puede aumentar si se alarga la recesión o, en el peor de los casos, si se agudiza.

España ha hecho público su propio «plan de rescate», al que se ha denominado FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria). Las medidas son urgentes. Es la única vía que puede resolver la situación con seguridad y sanear de hecho los bancos. Pero podría dar mejores resultados si estuviera acompañado de ciertas ayudas complementarias. Se trataría de reforzar las políticas fiscales y monetarias, con la esperanza de que consiguieran estimular el consumo y las inversiones. Los que podrían consumir ahorran y no gastan, y los que podrían invertir prefieren no hacerlo en espera de mejores expectativas. Todo eso impide la recuperación de la demanda interna y, si se tomaran las medidas oportunas, el aumento de las exportaciones netas podría contribuir a la mejora de la economía real. Ésta podría frenar la morosidad y congelar los activos tóxicos de los bancos. Y puesto que el crédito es como el aceite de un motor —y no precisamente la gasolina—, las empresas y los consumidores volverían a tener la financiación que necesitan para recuperar el ritmo de actividad.

¿Es posible aplicarlo en el caso de España? El FROB puede ser un estímulo para que las cajas de ahorros que tengan dificultades de solvencia —y también los bancos pequeños y medianos— planteen al Banco de España sus planes de reajuste para reconducir su situación. Caben varias posibilidades. Una fusión de cajas de ahorros que persiga alcanzar una dimensión mayor,

sin intervención directa del Banco de España, pero contando con su aprobación y en el supuesto de que no tengan problemas de solvencia; o bien fases de intervención, con la aportación de recursos públicos, según se plantea en el capítulo correspondiente.

## Un plan de medidas de choque

Una cosa es el saneamiento de los bancos y otra los planes de estímulo fiscal y financiero del Gobierno central.

Alemania firmó el Pacto por Alemania, de más de 62.000 millones de euros (aproximadamente el 2,5% del PIB), para una tasa de paro del 8,4% al cerrar 2009 (la mitad de la española) y posiblemente el 10,5% en 2010, a pesar de la caída del PIB del 6% en 2009, la mayor desde la Gran Depresión. A pesar de eso, teniendo la mitad de nuestra tasa de paro, destinó una suma ingente para reactivar su economía, porque los mercados internacionales no pueden absorber su capacidad de producir bienes de equipo que hasta 2008 mantenían tres de cada cinco puestos de trabajo del país.

España ha de contar con un plan de choque de mayor envergadura, porque también lo son sus problemas de paro y de productividad, y tiene peores perspectivas. En el capítulo correspondiente se presentan unas medidas que representan para el Estado un coste aproximado del 4,9% del PIB de 2008, para dos años. Se basa en las siguientes ideas directrices.

El *turismo receptor* es uno de los sectores que más contribuyó a generar empleo antes de la burbuja inmobiliaria (aunque en verano es temporal) y tiene una contribución especial a la balanza de servicios de nuestra balanza de pagos. Contribuye con cerca del 11% al PIB y genera más de dos millones de empleos. La oferta de los hoteles de playa está perdiendo la batalla frente a los nuevos enclaves del Adriático y del Mediterráneo oriental, que tienen establecimientos menos obsoletos y juegan con la ventaja de las depreciaciones de sus monedas contra el euro. Si

tiene alguna justificación el plan Renove para los coches, en mayor medida lo exige el sector hotelero. Si se llevara a cabo la rehabilitación de los hoteles de más de 20 años (establecimientos de playa) y plazos similares para los de ciudad, el sector de la construcción recuperaría una parte de los obreros que quedaron en el paro al terminar la burbuja inmobiliaria, contribuiría al PIB por la generación de consumo y rentas, y se habría protegido uno de los flancos más vulnerables de la economía del país.

Lo mismo ocurre con las *exportaciones* españolas, que han perdido capacidad de competir al no ganar posiciones nuestra productividad y por el hecho de competir con una moneda que gana valor frente a toda el área del dólar, desde Canadá a América Latina, el Pacífico en Asia y Australia. Hoy vende quien da crédito, especialmente si son bienes de equipo o instalaciones llaves en mano, y es preciso reconocer que hasta ahora el Instituto de Crédito Oficial (ICO) no ha financiado las exportaciones de las empresas españolas en la proporción que éstas necesitan.

Es muy difícil inducir a las empresas a que inviertan si sus expectativas de demanda van a peor, tanto en la Europa de los 27 como en el resto del mundo. Y no obstante, si no reactivamos el consumo lo suficiente y tampoco lo hacemos con la construcción y las obras públicas, el efecto multiplicador de las inversiones se perderá. Como mínimo, quienes reinviertan sus ganancias empresariales en nuevos proyectos deberían recibir incentivos y, en cualquier caso, no sufrir ningún gravamen. Y el coste de la mano de obra también tiene algo que ver si se trata de crear nuevos puestos de trabajo fijos.

El Gobierno (y el Banco de España) han de acelerar el saneamiento del sistema bancario español. Disponemos de los instrumentos legales, pero en cuestiones bancarias lo importante es el ritmo de avance. El plan de rescate español es más modesto y, si bien puede aplicarse a los bancos, del texto se desprende que está inspirado en la posible situación de algunas cajas de ahorro que pudieran atravesar dificultades de solvencia, en la actualidad o —según señaló en la rueda de prensa la vicepresidenta primera De la Vega, «en los próximos meses».

El plan de reestructuración tendría como objeto la fusión de la entidad con otra u otras (si fuera una caja de ahorros, con otra u otras cajas) y el traspaso total o parcial del negocio mediante la cesión global o parcial de activos (cartera de créditos, inmuebles, participaciones en otras compañías) o de pasivos (deudas con otras entidades de crédito, acreedores por suministros y, en general, los depósitos de clientes). Esta fase contempla medidas de apoyo financiero, que pueden ser a fondo perdido o basarse en la concesión de garantías, préstamos, suscripción o adquisición de valores representativos de recursos propios y otras modalidades.

En definitiva, y según se expone en el capítulo 5, el plan de rescate español quiere anticiparse a las dificultades que puedan surgir en los próximos meses, pues el texto reconoce que durante los dos primeros años de la crisis las dotaciones que habían acumulado bancos y cajas de ahorros fueron suficientes para hacer frente a las necesidades de capital.

Por su parte, el Banco de España da un balón de oxígeno a las entidades financieras al suavizar la exigencia de dotar provisiones extraordinarias para los créditos morosos, y así se modifican las duras condiciones del año 2004 para dotar provisiones con las que hacer frente a la morosidad. Y eso va a permitir que bancos y cajas puedan mejorar sus cuentas de resultados, al no tener que castigarlas por los aumentos de la morosidad. En su informe sobre España (22 de abril de 2009) el FMI destacó como peligro más inminente para nuestro sistema financiero el aumento del paro y, a través de éste, una morosidad que sería creciente si se diera el caso de que los titulares de muchas hipotecas perdieran sus empleos.

Antes de las recientes medidas del Banco de España, algunas entidades ejecutaron las hipotecas para evitar que aumentara la morosidad, y todas esperan que mejoren los precios de mercado para desprenderse de los activos que mantienen en sus balances o en algunas de sus filiales. Al escribir estas líneas había en España más de 600.000 viviendas terminadas y no vendidas y cerca de 380.000 en construcción y no vendidas. En total, las viviendas disponibles se aproximaban al millón.

¿Qué es lo que impide que se vendan las más de 600.000 viviendas terminadas, del tipo libre? En primer término y de una manera decisiva, el hecho de que no exista todavía demanda suficiente. Y cuando no se realizan transacciones, no existe mercado. Y ¿cómo conocer el precio de esas miles de viviendas acumuladas, si no existen precios de mercado? De una manera indirecta, algunos procedimientos pueden sugerir los posibles precios, pero son tan sólo aproximados y deberían tomarse como un puro ejercicio de tanteo, que se plantea en los capítulos 5 y 10.

### **España: una década inesperada**

La recuperación de la economía española será posible porque en una década inesperada, desde 1997 a 2007, se produjeron profundas transformaciones en la sociedad española. *El día después* puede llegar antes de lo que algunos vaticinan porque años atrás se sentaron los cimientos de lo que, por ser evidente, a veces pasa inadvertido.

En primer término, las centrales sindicales supieron hacer frente a la crisis y supieron encontrar nuevas vías de concertación ante las políticas de algunas multinacionales, entre otras las del sector de la automoción. En algunos casos fue necesario sacrificar incluso los salarios nominales, pues era decisivo conservar el máximo número de puestos de trabajo en una visión a medio y largo plazo. Sucedió en Seat, en la Ford de Almusafes y en otras.

Esa década fue desde luego la de considerables excesos en inversiones, en algunos casos por encima de los cálculos racionales. Los hubo en el sector inmobiliario y se agotaron las posibilidades de futuro, pero en mucha mayor medida esa década fue el gran avance hacia la internacionalización de la economía española.

Así como las décadas anteriores fueron las de vender las empresas españolas a las grandes multinacionales extranjeras, entre 1997 y 2007 las estrategias dieron un vuelco. Fue el gran salto

hacia adelante para comprar, invertir y llegar a acuerdos estratégicos en Europa, América Latina, Estados Unidos y China.

En la memoria anual de 2006 (y también en la de 2007) el Banco de España comentaba el impacto de las inversiones españolas hacia el exterior que crearon salidas de capital importantes por la balanza de pagos, entre ellas las compras de empresas de telecomunicaciones por parte de Telefónica, o las de infraestructuras, aeropuertos y satélites de comunicaciones por parte de Abertis, o las de Inditex en su red mundial de tiendas, o Repsol en nuevos campos petrolíferos (especialmente los de fuera costa, de Brasil), o de Gas Natural en pozos gasistas del norte de África y Trinidad Tobago. Y lo mismo ocurrió con las grandes empresas de ingeniería (Técnicas Reunidas), con las de obras públicas, con las de la industria eléctrica, con las empresas de servicios y con las de servicios sanitarios.

La gran banca española, antes y después del estallido de la Gran Recesión, compró bancos en los países que habían sido pioneros de la banca moderna. Lo hizo Santander en el Reino Unido, Alemania, Holanda, Estados Unidos y años antes desde Río Grande hasta el cono sur de América Latina. El otro gran banco, BBVA, hizo lo propio en Estados Unidos (los Estados del Sur), México, Brasil, Chile y llegó hasta China. «la Caixa» lo hizo a través de Critería CaixaCorp, y los bancos medianos lo hicieron en Estados Unidos: Sabadell en el Estado de Florida, y Banco Popular en Portugal y Puerto Rico.

En seguros, Mapfre se adentró y dominó amplios mercados de América Latina. Las empresas de servicios no se quedaron atrás: aseguraron el suministro de agua potable a grandes capitales, sanearon ríos e hicieron posible una mayor calidad de vida en Cuba, Colombia, México y Argentina.

Tomando tan sólo el índice selectivo Ibex 35, veintiocho de las treinta y cinco grandes compañías cotizadas profundizaron sus negocios en varios continentes. En sus estados financieros, un porcentaje mayoritario de su facturación y de los beneficios procede de esa diversificación internacional. *The Economist* los calificó como «los nuevos conquistadores del mundo». Lo son.

La expansión se produjo también en buena parte de las compañías que cotizan en el mercado continuo de la Bolsa y también en las que, sin cotizar, se habían internacionalizado antes de 1997. Algunas, de tamaño mediano, incluso al producirse la incorporación de España en la CEE, en marzo de 1986.

Ninguna burbuja inmobiliaria se resuelve sin consecuencias, y todavía es más difícil cuando va acompañada de una crisis financiera de los mercados de crédito internacionales. Son las crisis más agudas, más prolongadas y las que dejan más secuelas (Rogoff, 2009).

### Causas de la crisis

Nadie pone en duda la crisis y su impacto en la destrucción de empleos, el empobrecimiento de los países y su extensión y profundidad. Pero otra cosa son las causas. En España se han escrito libros y artículos que atribuyen la crisis de manera casi exclusiva a las hipotecas tóxicas o de baja calidad, también denominadas *subprime* para distinguirlas de las de máxima calidad, las *prime*. Y en lo referente a los tipos de hipotecas, las variantes han llegado hasta donde alcanza la imaginación.

Pero las causas verdaderas no son las que se han escrito sobre los sistemas financieros de Estados Unidos. Se ha demostrado que se produjeron excesos en la concesión de hipotecas y que los bancos prestaron a quienes no tenían medios para pagarlas. Los bancos de inversiones inventaron la forma de dar liquidez a lo que no la tenía y aparentar que eran productos de alta calidad cuando eran simples hipotecas «basura» y de alto riesgo. Las empaquetaron y emitieron títulos que garantizaron con las primeras hipotecas —o las refinanciaciones— y las vendieron por todo el mundo, esta vez recubiertas por una supuesta pátina de oro que para venderlas las hacía parecer de primera calidad.

También los bancos de inversiones, en su afán de ganar negocio, evitaron la transparencia de los mercados regulados y procuraron lanzar productos y revenderlos donde dominaba la

opacidad. Llegó un momento en que los directivos de esos bancos se lanzaron a toda costa a una sola cosa: la fuga hacia la opacidad, hacia la falta de regulaciones y de supervisión. Sabían muy bien que los productos y servicios sometidos a la vigilancia de las agencias de regulación de Estados Unidos tenían márgenes de ganancias más reducidos, además de controles y reservas especiales. (En Estados Unidos el organismo encargado de ese control es la Securities Exchange Commission, y su equivalente en España es la Comisión Nacional del Mercado de Valores [CNMV].)

Pero eso no fue todo. Ahora sabemos que fue una crisis sistémica. Pero para que una crisis sea de esta naturaleza tiene que abarcar a sistemas bancarios enteros y debe ser mundial.

El gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben S. Bernanke, lo manifestó por escrito en 2005 y después, tres meses antes de la crisis de las hipotecas, puso en alerta a todo el mundo ante dos burbujas que suelen ir unidas: la del crédito y la de las viviendas. En España la crisis empezó también con idénticas burbujas aunque de una magnitud distinta, pues nosotros no hemos tenido hipotecas tóxicas. Los bancos no las tienen, pero se les acumulan los activos inmobiliarios tóxicos que recuperan cuando se produce el impago de los préstamos hipotecarios de viviendas de primera y segunda residencia y de los créditos concedidos a los promotores inmobiliarios que han resultado también fallidos.

## Los orígenes más profundos de la crisis

Las hipotecas basura son un problema, pero constituyen la parte más pequeña del conjunto y por sí solas difícilmente habrían tenido la expansión mundial que ahora registramos. Más importancia tuvieron los productos cada vez más sofisticados que inventaron los «magos» que desde los bancos de inversiones huían de la transparencia y diseñaban y originaban productos que nadie entendía, pero que todos compraban. Fueron ellos los

que los *originaron* o diseñaron, y con ello se hicieron ricos; y también, por supuesto, los fondos de alto riesgo (*Hedge Funds*).

Pero había más. La causa inicial y profunda que desató e hizo posible las demás tiene antecedentes más remotos. Ben S. Bernanke pronunció en 2005 un discurso que trataba sobre «El exceso de ahorro mundial y el actual déficit por cuenta corriente de Estados Unidos». En su discurso, Bernanke sostenía que el rápido aumento del déficit comercial de Estados Unidos (importaciones superiores a las exportaciones) no se debía a cuestiones internas del país, sino que había que buscarlas en Asia.

A mediados de la década de los noventa las economías en desarrollo de Asia habían importado grandes sumas de capital y se habían endeudado en el extranjero para financiar su desarrollo. Lo mismo hizo España en los años de la transición democrática, cuando las transformaciones hacia una economía moderna supusieron el aumento de las importaciones que no podían cubrirse con las exportaciones y fueron necesarios capitales externos. Algunas de nuestras autopistas, como las de Italia, se financiaron desde Londres con dólares americanos.

Pero en el caso de Asia, la crisis de los países del sureste Asiático de los años 1997 y 1998 supuso un cambio en sus pautas de conducta. Empezaron a acumular reservas de divisas, principalmente dólares americanos, lo que suponía a la vez que se convertían en exportadores de capital hacia los países que, como Estados Unidos, tenían balanzas de pago con déficits crecientes. Como señaló Paul Krugman en un artículo del *The New York Times* (marzo de 2009), las nuevas pautas de conducta de esos países asiáticos provocaron que el mundo se inundara de dinero barato que buscaba los mejores lugares donde invertir. Y en aquellos años ninguno parecía mejor que Estados Unidos.

Pero el dinero de los países del sureste de Asia que acumulaban ingentes reservas de divisas no sólo se dirigió a Estados Unidos, sino que también se beneficiaron algunos países europeos y, en proporción a su PIB, las entradas fueron mayores que las que recibió el mercado americano. Como señala Paul Krugman en el citado artículo, por un tiempo esos flujos masivos de capi-

tales dieron a Estados Unidos y a algunos países europeos una evidente sensación de riqueza. Los precios de los activos subían —en España, en Irlanda y luego en Gran Bretaña gracias a la burbuja inmobiliaria— y el euro ganaba posiciones frente al dólar americano. Casi al mismo tiempo que se deshacía la burbuja de las viviendas en Estados Unidos, ocurría lo mismo en España. Todo lo que sube, algún día tiene que bajar; y posiblemente tardará en recuperarse tantos años como se prolongó la explosión de precios.

España tiene carencias notables en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i). Las empresas, incluso antes de la crisis, han tenido dificultades crecientes para competir en los mercados internacionales porque la productividad no ha mejorado al ritmo de los aumentos de los costes de producción, de las cuotas de la Seguridad Social, de los salarios ligados a convenios colectivos y de la fiscalidad. Las asignaturas pendientes son muchas y delicadas, pero las reformas estructurales parecen guardarse para una mejor ocasión. Pero ¿cuándo? En el capítulo 4 se examina la posición de España en materia de innovación y hasta qué punto es preciso recuperar lo que se ha perdido durante muchos años.

Este libro sale de las prensas cuando existen indicios de que China y la India avanzan hacia la senda de los crecimientos que eran normales antes del año 2006. Estados Unidos parece haber salido también de la recesión, pero para que ésta sea estable y duradera es preciso que se produzca un reequilibrio de las balanzas de pagos por cuenta corriente de todo el mundo y que aumenten las exportaciones netas americanas. Si antes fue el mercado que absorbió la producción de todos los países, ahora necesita un modelo opuesto. Sólo China, revaluando su moneda y exportando menos a Estados Unidos, puede conseguir que se restablezca el equilibrio que podría desestabilizar la economía global. Nos encontramos ante un panorama de luces y sombras. Lo peor ya pasó (octubre de 2008), cuando menos en los mercados financieros internacionales. Hubo tres oleadas: la financiera, que está en vías de solución; la consiguiente crisis eco-

nómica de la economía real, que avanza progresivamente; pero la tercera oleada, el paro, es la más difícil de encauzar. Necesitamos varios trimestres para que se creen nuevos empleos. España sobrepasará la tasa del 20% de paro y será necesario crear más de cuatro millones de nuevos puestos de trabajo. En los países de la OCDE, que son los más industrializados, el paro aumentará un 9,9% en 2010 y más de 57 millones de personas no tendrán empleo, mientras que en 2008 eran 37,2 millones.

Pero existen soluciones. Los estímulos de la demanda que aplican los gobiernos no pueden interrumpirse, aunque la Cumbre de Pittsburgh pretenda que se prepare el retorno a presupuestos públicos más equilibrados. Y tampoco pueden cortarse las políticas monetarias expansivas, porque se dañaría la recuperación.