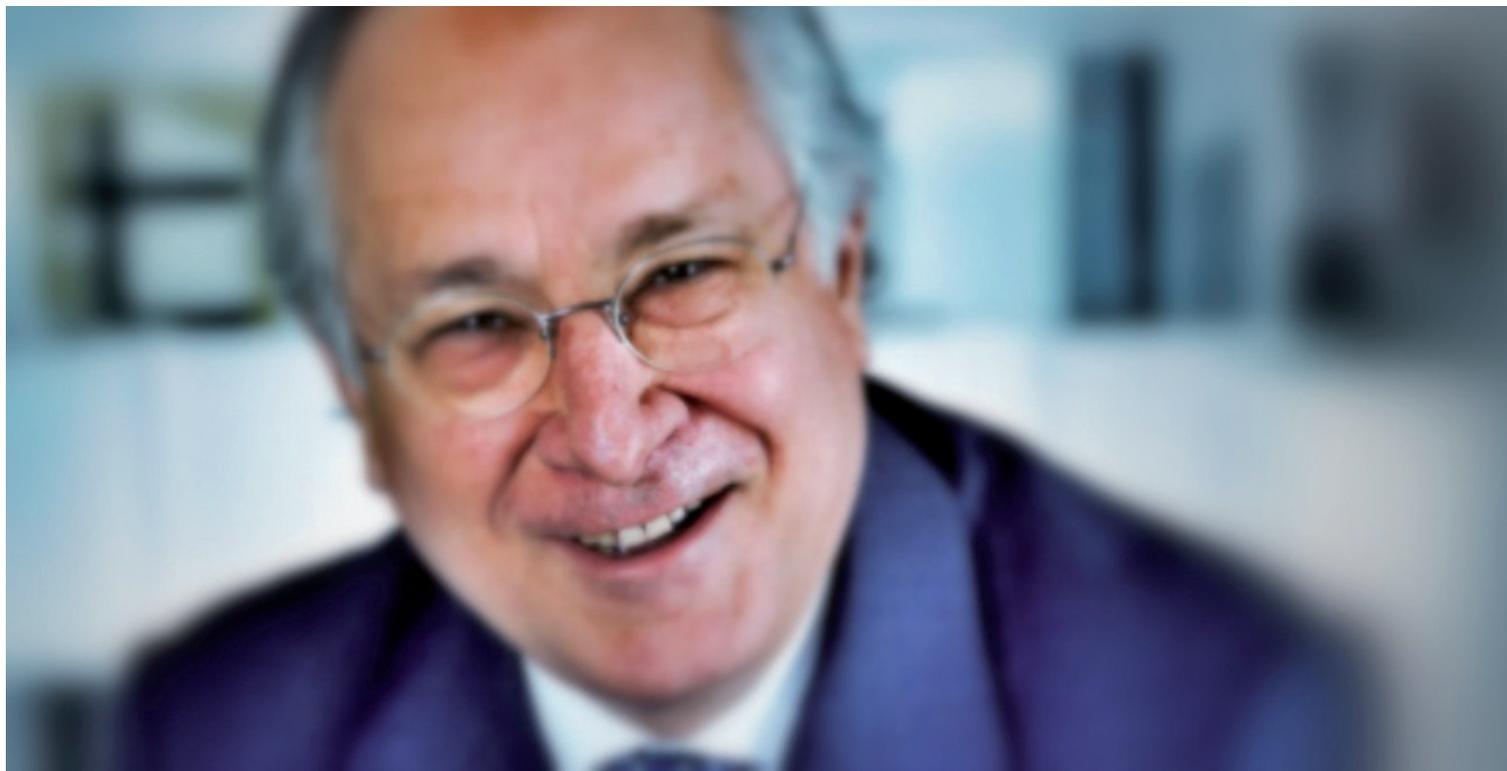


## D O C U M E N T O



# Necesitamos recuperar la confianza como hombres libres

Juan María Nin \*

**M**e gustaría compartir algunas reflexiones sobre la situación actual. Una situación realmente compleja cuya gestión exige, ante todo, un diagnóstico correcto. ¿Dónde nos encontramos? Inmersos en la peor crisis desde la Segunda Guerra Mundial. Una crisis de carácter global, con elementos comunes entre países, pero también con desequilibrios y excesos autóctonos, con algunas bifurcaciones a lo largo de estos años, incluso mutaciones!, pero con un denominador común: hemos llegado hasta aquí porque la confianza se ha quebrado.

Adelanto, por tanto, la conclusión final a la que quiero llegar: únicamente con medidas, con decisiones que consigan recuperar la con-

fianza perdida lograremos, de una vez, salir de la situación actual y volver a la senda de crecimiento sostenible. Confianza en nuestros gobiernos, confianza en los reguladores, confianza en nosotros mismos, confianza en la sociedad privada, en nuestra capacidad para seguir corrigiendo, aprendiendo y avanzando en positivo.

## **EL ORIGEN DE LA CRISIS**

Empecemos, por tanto, analizando la situación internacional en perspectiva, ¿cómo hemos llegado hasta aquí?

El origen de la crisis hay que buscarlo en las postrimerías del pasado siglo, una vez más....!! Momento del estallido de la primera burbuja global:

la tecnológica. El 5 de diciembre de 1996, Alan Greenspan en un discurso en el American Enterprise Institute habló de exuberancia irracional. Entre ese día y el pico de la burbuja tecnológica en marzo del 2000, el NASDAQ subió un 288%: insoportable!

De hecho, la crisis que estamos viviendo está latente desde ese momento. La ingente liquidez creada con la fábrica más eficiente nunca vista se dirigió, a partir del estallido de dicha burbuja, a la compra de activos financieros y a bienes raíces (principalmente inmuebles). Ello, en un entorno de tipos de interés reducidos, contribuyó a sustentar el crecimiento económico hasta 2007. La abundancia de liquidez también impulsó la innovación financiera, de la buena... y de la mala. Y, a la vez, favoreció el endeuda-

miento de empresas y familias en EEUU, pero también en muchos países europeos. En algunos de ellos, el sector público también se añadió más tarde.

## **EL DÉFICIT FISCAL DE ESTADOS UNIDOS**

Mientras las economías crecían no hubo problema, aunque en muchas zonas se fueron gestando importantes desequilibrios internos:

- La balanza por cuenta corriente se fue deteriorando.

- El déficit fiscal se disparó. En Estados Unidos, por ejemplo, llegó al 4,9% del PIB en 2003, en parte por el gasto derivado de la guerra en Irak. Y Francia y Alemania superaron varias veces el 3% marcado por el Pacto de Esta-

# D O C U M E N T O

bilidad. Fueron los primeros en saltarse el compromiso, un mal precedente.

- En paralelo, se fue creando una nueva burbuja, esta vez vinculada a los activos inmobiliarios. En el período 2000-2007 el precio de la vivienda en EEUU subió un 66% en términos nominales.

## **LA BURBUJA MÁS PELIGROSA**

Se solucionó la burbuja tecnológica, que no había implicado importantes trasvases de recursos productivos ni grandes inversiones reales,

a empaquetar y a trocear convirtiéndose así en productos muy opacos y anónimos: dolía menos y más lejos! La demanda de estos productos, paradójicamente, era elevada gracias a las excelentes calificaciones crediticias que les otorgaban las agencias de rating, las mismas que ahora cuestionan nuestra solvencia... y sobre las que habrá que actuar para mejorar definitivamente su necesario papel en la economía.

En definitiva, la titulización fue la vía por la que el virus tóxico de las subprime se dispersó. A principios de 2008, el mercado de titulizaciones americano tenía un tamaño

(Asset Relief Program), financió distintas inyecciones de capital y compras de activos por un monto total de 413.000 millones. De estos, más de un 77% ya han sido devueltos.

## **LAS HIPOTECAS SUBPRIME**

Y lo que inicialmente era un problema lejano, vinculado a unos productos que prácticamente desconocíamos y derivados de un modelo financiero, el de "originar para distribuir", considerado poco ortodoxo en países como el nuestro, acaba afectando a Europa.

## **PERO EUROPA EMPIEZA A SUFRIR**

Todavía recuerdo la reunión del FMI de octubre 2008, se tocaba el miedo. Había quebrado el elemento básico para que el sistema financiero funcione con normalidad: la confianza. Y rota esta, los desequilibrios económicos latentes desde la época de bonanza económica se hicieron rápidamente patentes... el PIB se contrajo, la demanda privada cayó, el comercio mundial se hundió y, en consecuencia, a la crisis financiera se le añadió una profunda crisis económica.

La complejidad de la situa-

Y lo que inicialmente era un problema lejano, vinculado a unos productos que prácticamente desconocíamos y derivados de un modelo financiero, el de "originar para distribuir", considerado poco ortodoxo en países como el nuestro, acaba afectando a Europa. ¿Por qué? pues porque parte del ahorro europeo se había invertido en las hipotecas subprime.



creando una burbuja inmobiliaria, muy intensiva en mano de obra, muy apalancada en el sistema bancario y, por tanto, mucho más peligrosa... En definitiva, se cambió una burbuja "en la nube" por una burbuja de "bricks and mortar", muy perversa.

En verano de 2007, la situación cambia radicalmente. En EEUU, estalla la crisis financiera de las "hipotecas subprime", unas hipotecas que representaban el 14% de la cartera hipotecaria.

El detonante: el estallido de la burbuja inmobiliaria americana, aunque en un primer momento se infravaloró su potencial dañino. El 20 de junio de 2007, Ben Bernanke manifestó "no esperamos que la crisis subprime afecte a la economía". No cabe duda de que infraestimamos el efecto potencial de la crisis subprime: algo quizás peor que el propio problema de base.

Quizás porque en el proceso de transformación y titulización de los créditos subprime éstos se empaquetaron y transformaron en bonos que, a su vez, se volvieron

de unos 11 billones de dólares (11 trillones americanos). Burbuja financiera sobre burbuja inmobiliaria! Muy impresionante.

## **COMIENZAN LAS INTERVENCIONES**

El resultado lo conocemos bien: se tuvo que intervenir.

1. Nacionalizaciones, quiebras, intervenciones...

2. La lista de instituciones afectadas es larga, e incluye a la banca de inversión (Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, en 2008-la mayor suspensión de pagos de la historia de EEUU-), importantes entidades de crédito (Washington Mutual), las agencias hipotecarias respaldadas por el gobierno de los Estados Unidos (Freddie Mac y Fannie Mae) incluso, una de las principales aseguradoras mundiales (AIG). En total 424 entidades financieras americanas fueron intervenidas.

3. El Tesoro, en un programa sin precedentes y de gran alcance - el TARP (Troubled

¿Por qué? pues porque parte del ahorro europeo se había invertido en las hipotecas subprime. También, otra parte en nuestras cédulas hipotecarias, pero ni una sola de esas ha resultado impagada. Cuando veo inversores y analistas en EEUU me gusta recordarlo. Todavía hay diferencias!

Las primeras entidades financieras europeas afectadas por la crisis subprime son alemanas. En julio de 2007, el banco IKB es rescatado con fondos públicos para evitar su quiebra.

Luego vinieron más casos: Commerzbank, RBS, HBOS, Barclays, Northern Rock, Lloyds, UBS, Dexia, Fortis, todas las entidades francesas, la nacionalización de la banca irlandesa ...-pero ninguna entidad española-. Y con todos estos casos, apareció la incertidumbre. La consecuencia: el acceso a la financiación mayorista y al interbancario se colapsó, y la financiación se volvió difícil y cara. Aún continúa así. El BCE se ha convertido en el último recurso.

ción requirió un nivel de intervención de los estados y de las autoridades europeas sin precedentes.

- Se aumentó significativamente la garantía de los depósitos. En España de 20.000 a 100.000€. En paralelo, las contribuciones al FGD también se han incrementado, del 0,6 por mil al 2 por mil actual. Esto tranquilizó pero ha pervertido una acción comercial normal y ha alimentado la guerra del pasivo.

- Se recortaron los tipos de interés. El BCE redujo el tipo repo del 4,25% en septiembre de 2008 al 1% en mayo de 2009, mismo nivel en el que se encuentra ahora, tras un viaje de ida y vuelta en 2011 difícil de explicar.

Prácticamente todos los Estados tuvieron que:

- Avalar las emisiones mayoristas de la banca: 1,1 billones de € (destacan los 160.000 millones de € en Reino Unido, los 135.000 en Alemania, los 93.000 en Francia o los 56.000 en España);

- Inyectar liquidez (mediante compra de activos, por

## D O C U M E N T O

ejemplo): 208.000 millones de euros o

- Inyectar capital: 288.000 millones de euros mediante recapitalizaciones.

• Si revisamos la situación en Europa, es difícil encontrar un país donde el sistema financiero no haya recibido dinero público en forma de capital. España también, aunque a día de hoy, continúa siendo uno de los que menos capital público ha necesitado. 15.817MM€ del FROB, un 1,6% del PIB. Mientras que en países como Irlanda, Reino Unido o Alemania, el capital público inyectado representa el 30%, el 5% y el 3% del PIB, respectivamente. ¡Llueve en todas partes!

• De forma paralela, las autoridades europeas han tomado medidas contundentes. Desde la quiebra de Lehman Brothers, se han celebrado 22 cumbres del Consejo Europeo y un sinnúmero de reuniones bilaterales. Pero, seguimos sin recuperar la confianza, a medida que avanza el conocimiento de la magnitud del problema.

La duración y virulencia de la crisis, los estímulos fiscales utilizados en algunos países para paliar sus consecuencias, y las malas perspectivas de crecimiento en algunas zonas de Europa han acabado deteriorando las finanzas públicas.

### SITUACIÓN LÍMITE TRAS ESTALLAR LA BURBUJA

Efectivamente, el impacto de la crisis económica y financiera, desencadenada tras el estallido de la burbuja inmobiliaria americana, ha llevado a una situación límite en la que la solvencia de algunas entidades financieras privadas, muchas con ayudas públicas, ha arrastrado la credibilidad de la deuda soberana. ¿Qué ha pasado para que se produzca esta equivalencia deuda pública/sistema financiero?

El principal catalizador de la crisis de deuda soberana fue, y sigue siendo, el caso griego cuyo detonante fue el importante deterioro de las cuentas públicas. Un deterioro que durante años pasó desapercibido, gracias a dudas contables y a una vana esperanza por ocultar la realidad o esperar tiempos mejores.

Tras sucesivas e importantes revisiones al alza del nivel de deuda pública griega, a finales de 2010 éste se situó en el 145% del PIB- recordemos que nuestro nivel de deuda pública aquel año era del 60% del PIB.

La espiral perversa de ajuste-reacción que sufre Grecia ha generado un nivel de desconfianza y unas turbulencias

deuda soberana de países solventes como activo sin riesgo y sobre esta calificación la de todo el sistema financiero que la respalda: cimientos como arenas movedizas! Qué difícil!

Por dónde empezamos, ¿por la deuda o por el sistema financiero? La EBA, la Autoridad Bancaria Europea, decidió realizar unos Tests de Estrés incorporando más exigencias de capital sobre la cartera de deuda soberana. Un error, en mi opinión, que ha proyectado grandes incertidumbres en la construcción ordenada de una actividad económica sostenible a largo plazo y resguardada de la histeria cortoplacista, destructiva y nada ética de un mercado suicidamente especulativo y con grandes impactos en la economía real -lo estamos viendo cada día....

### MAYOR EXIGENCIA DE CAPITAL

La creencia por parte de los reguladores de que el aumento de los requisitos mínimos de capital para las entidades financieras contribuirá a relajar las tensiones sobre la deuda pública y la economía en general no es nueva. Es más, la demanda de más capital realizada por la EBA,

se había cumplido ni 2 años de su aplicación, el Comité de Basilea anunció los principios que regularían Basilea III, más exigentes que los anteriores, y con un período de adaptación aparentemente amplio, pero que en la práctica no se está cumpliendo.

Los Test de Estrés de la EBA, o en nuestro caso las exigencias de capital principal, se han encargado de anticipar el calendario, los mercados no esperan. Así, a la sencilla pregunta de ¿cuál es el ratio de capital mínimo exigido a la banca? La respuesta ha de ser, depende: el 2% de los APRs en BIS II, el 7% en BIS III, el 8 o 10% en capital principal, y el 5% o 9% en función de los Test de Estrés EBA I o II... ¡no está mal!

Decía que el argumento utilizado para incrementar estas exigencias mínimas ha sido que a mayor base de capital mínima, menor asunción de riesgo y, por tanto, menor probabilidad de futuras crisis financieras. Pues bien, la crítica más evidente a estas exigencias crecientes de capital es que esta correlación no es evidente ni desde un punto de vista teórico ni empírico. De hecho, hay quien argumenta que Basilea II no sólo no evitó la crisis financiera de 2007-2011, sino que incluso

## En EEUU, después del 2º Quantitative Easing la liquidez inyectada ha sido de 2 billones de dólares, el 15% de su PIB

En Europa, la liquidez más visible es la de las subastas del BCE, la última a 3 años ha sido de 500.000 MME. El total de préstamos del BCE se sitúa en 809.000 MME. 489.000 MME están depositados en el BCE al 0,25%.

Entra en escena el siguiente grado de desestabilización, de quiebra de confianza: la crisis de la deuda soberana. Una crisis que ya se ha cobrado varios gobiernos y que ha puesto en jaque la recuperación económica. Hemos roto un principio de gestión de "res pública" que ya no tiene reparación y que cambiará el futuro del sistema público y del sector privado financiero como no podemos ni imaginar.

de tal calibre que han acabado contagiando a otras economías fundamentalmente solventes, como la nuestra.... Y todo ello con una economía que representa el 2% del PIB de la Unión Europea!

Y he aquí el problema: el contagio de la situación griega ha generado que, por primera vez, la visión de los mercados institucionales, básicamente agencias de rating, cuestione el valor de la

se une a otras exigencias ya en marcha desde el inicio de la crisis.

La hipótesis básica utilizada en ellas es que una mayor exigencia de capital debería reducir el nivel de riesgo asumido, razón última de la crisis subprime y detonante de buena parte de nuestros males. Bajo este argumento, a finales de 2007 pasamos de Basilea I, vigente desde el año 1988, a Basilea II y, cuando no

contribuyó a ella.

Y esta situación en su conjunto conduce a una circunstancia ciertamente paradójica. Me explico:

• Los grandes inversores del mundo: planes de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, fondos soberanos y hedge funds, gestionan unos activos por valor de 87 billones -euros- de dólares

• En EEUU, después del 2º



# D O C U M E N T O

Quantitative Easing la liquidez inyectada ha sido de 2 billones de dólares, el 15% de su PIB

- En Europa, la liquidez más visible es la de las subastas del BCE, la última a 3 años ha sido de 500.000 MM de euros. El total de préstamos del BCE se sitúa en 809.000 MM€. 489.000 MM€ están depositados en el BCE al 0,25%.

- Y las reservas internacionales de los Bancos Centrales mundiales se elevan a 10,2 billones de dólares. Sólo China, cuenta con 3,2 billones, Japón 1,3, Arabia Saudita 550.000 millones de dólares y Rusia 463.000.

¿A dónde quiero llegar? El mercado cuenta con liquidez, ¡hay más liquidez que nunca! Pero toda esta liquidez es estéril porque se ha roto el principio básico: la confianza. Y sin confianza, toda esta liquidez resulta ineficaz porque no fluye, no se mueve, no circula, no se invierte....

## **SIN LIQUIDEZ NO HAY CRÉDITO**

Así que, más capital, en un entorno de poca fluidez de la

momento!. Pero ¿es necesario? ¿Es conveniente?

Unos efectos sobre la economía real que, en parte, se explicarían por el impacto sobre el coste de financiación de la nueva regulación. El Comité de Basilea afirma que, al menos a largo plazo, el coste de financiación no aumenta.

El fundamento teórico para tan categórica afirmación es uno de los teoremas más famosos de economía y finanzas: el de Modigliani-Miller según el cual, bajo determinadas circunstancias, el coste de financiación de una empresa es independiente de su estructura de financiación entre capital y deuda. Esta teoría es la predominante en el marco analítico actual, pero ello no implica que constituya una buena base para la política regulatoria.

¿Es este teorema una aproximación razonable a la realidad como para ser usado como guía de la política regulatoria? La respuesta es que quizás no: no hay evidencia de que el teorema y sus implicaciones se cumplan en la práctica.

Para que el teorema sea aplicable, a una mayor ratio

## **¿DÓNDE ESTÁ ESPAÑA?**

Hemos hablado de EEUU, de Europa... y ¿dónde está España?

De nuevo, para poder hacer un balance realista de la situación, debemos utilizar una cierta perspectiva. En nuestro caso, un buen punto de partida es el inicio de la democracia. Los avances en estos 37 años son más que notables:

- En efecto, el crecimiento medio de nuestra economía en este período ha sido del 2,5% anual, algo a lo que sin duda ha contribuido la mejora de nuestras instituciones, nuestro capital humano, nuestras infraestructuras y, por supuesto, nuestra integración en la UE y en la economía global.

- Así, la renta per cápita, en paridad del poder adquisitivo, ha pasado de menos de 4.000 € en 1975 a 25.000 € en 2011, cifra que está infraestimando la renta real per cápita si tuviésemos en cuenta la economía informal. De hecho, la economía informal sesga muchos de los indicadores de nuestra economía.

- Y en términos de estado

Ni la complejidad de la situación, ni la volatilidad del momento, deben impedirnos visualizar correctamente las ventajas comparativas de las que disponemos.

- Para empezar, nuestro nivel de deuda pública representa el 70% del PIB, por encima del 60% del Tratado de Maastricht, pero sensiblemente inferior al de Alemania, 82%, Francia, 87%, o Italia, 121%. Esto nos ha dado cierto margen de maniobra, pero no nos podemos confiar: la disciplina en materia económica deber ser máxima. Sobre todo teniendo en cuenta que la deuda total de la economía (la de las AAPP, familias y empresas) es del 291% del PIB y que de ésta, aproximadamente un 60% está financiada con ahorro externo.

## **EL DÉFICIT PÚBLICO EN NUESTRO PAÍS**

- En lo que se refiere al déficit público, el sacrificio y los esfuerzos de corrección están siendo notables. Parece que terminamos 2011 con un déficit alrededor del 8%, 2 puntos por encima del objetivo,

Hemos acabado la primera fase de reordenación en la que ha participado prácticamente todo el sector de cajas, 43 de las 45. Y que ha supuesto una reducción del número de cajas (de 45 a 14), un aumento de su tamaño medio (de 30.000 millones de euros en activos a 86.000), y una reducción de la capacidad instalada (16% de las oficinas, 13% de los empleados).

liquidez, dificulta el crédito y resta potencial de crecimiento económico. Se alimenta el proceso procíclico.

Efectivamente, diversos analistas, algunos tan reputados como el IIF (Instituto de Finanzas Internacionales), estiman que una regulación basada en más capital y más liquidez, como Basilea III, podría tener impactos significativos sobre la economía mundial: reducción acumulada del PIB en 5 años de un 3,2% y menor generación de empleo, 7,5 millones de puestos de trabajo, y en qué

de capital le debe corresponder una percepción de menor nivel de riesgo algo que, como ya hemos visto en esta crisis no tiene por qué suceder, ni suceder!

Ahora bien, en lo que todos estamos de acuerdo es en un mínimo de capital suficiente para dar soporte a la actividad crediticia del sistema financiero y a la pérdida extraordinaria no cubierta por un sistema prudente de provisiones, como el español, que no imprudente, como el de otros países de nuestra área.



del bienestar, las mejoras en la cobertura y calidad de los servicios de interés general proporcionados por el Estado han sido significativos.

Por tanto, si bien es cierto que debemos redimensionar algunos de los aspectos antes mencionados, no podemos permitir que la falta de confianza actual, fraguada en una visión miope y cortoplacista, borre los avances conseguidos. Se lo debemos a las generaciones pasadas y ha de ser nuestro legado para las generaciones futuras.

Insisto, prima la perspectiva a medio y largo plazo.

un desfase que no debe repetirse. Los objetivos siempre tienen que ser ambiciosos, además de realistas. Pero una vez establecidos, deben ser irrenunciables, excepto en casos justificadísimos. Esto es en general. Para los déficits de las AAPP, también. Es algo que debemos tener en cuenta para este 2012.

- Otro elemento a valorar: la mejor de la balanza comercial. El vigoroso avance de la exportación junto con el menor dinamismo de las importaciones a raíz de la debilidad de la demanda interna han derivado en una

## D O C U M E N T O

notable y rápida corrección del déficit por cuenta corriente -desde el 10% en 2007, hasta el 4% en 2011-; y, por lo tanto, de las necesidades de capital externo. Además, las ventas externas de servicios, lideradas por un sólido sector turístico, han evolucionado de forma mucho más positiva que la de la mayoría de sus socios europeos.

Dicha robustez ha permitido a las exportaciones españolas de bienes y servicios mante-

empresarial es más rica y con mejor potencial que el de algunos de nuestros socios europeos. Somos un país con gran capacidad de innovar, punteros en sectores altamente competitivos y de alto valor añadido y con un gran esfuerzo investigador.

Los avances conseguidos, por ejemplo, por el Centro Nacional de Investigaciones Oncológicas Carlos III (CNIO), el Centro Nacional de Biotecnología (CNB - CSIC), el Cen-

- Para empezar, saneando nuestras cuentas públicas, llevando a cabo los ajustes necesarios para garantizar la sostenibilidad de nuestra deuda y asegurar el cumplimiento de los compromisos adquiridos con nuestros socios europeos. En ese sentido, es fundamental la determinación del nuevo Gobierno en cumplir con los objetivos marcados y restaurar el equilibrio fiscal a medio plazo.
- Pero, aunque la crisis de

años hasta alcanzar niveles de equilibrio.

Ajustar este todavía excesivo nivel de deuda privada requiere de un proceso de desapalancamiento largo, pero gestionable. ¡Es cuestión de tiempo!

Y, ¿cuánto puede durar este proceso? De nuevo, la evidencia empírica nos puede servir de referente:

- si el desapalancamiento sigue el patrón marcado por otros países que han sufrido

**Si la reacción de las autoridades europeas ante la crisis de deuda no es lo suficientemente contundente, estamos expuestos al contagio financiero, complicando nuestros esfuerzos por retornar cuanto antes a una senda sostenible tanto de deuda como de crecimiento. Por lo tanto, es esencial que las instituciones europeas no bajen la guardia.**



ner una cuota de exportación estable tanto a nivel mundial -en torno al 2,2% del total exportado- como dentro de la eurozona -en torno al 3,5%. Un aspecto que choca con algunos registros de competitividad. Parece, por tanto, que los indicadores de competitividad-precio exageran la pérdida de competitividad real de nuestra exportación. Además, la competencia ya no sólo se dirime en base a precios, sino, sobre todo, en base a estrategias de diferenciación e innovación.

- En ese sentido, confío plenamente en el desempeño de las empresas españolas. Contamos con un gran capital empresarial y humano: grandes corporaciones, medianas y pequeñas empresas con excelentes gestores y profesionales.

Una gran base empresarial que ha hecho un gran trabajo de reconversión que explica muy bien el sostenido crecimiento de exportaciones y el mantenimiento de nuestra cuota de mercado. Son el gran fondo de resistencia y la base para la creación de futuro empleo.

Miren. Cada semana sigo viendo como mínimo un cliente y viaje con mucha frecuencia. Les puedo asegurar que nuestra realidad

tro de Regulación Genómica (CRG) o el Instituto de Investigación Biomédica (IRB), con los que la Obra Social de "la Caixa" colabora activamente a través de un programa de becas, van en esta dirección: nada de esto es posible sin la adecuada base educacional, social y económica de progreso en la que creemos.

Somos un país avanzado. Hay que saberlo, cuidarlo y potenciarlo.

Seguir siéndolo requiere continuar trabajando duro y con sacrificio creciente para poder recuperar la senda de crecimiento sostenible.

### **EL CRECIMIENTO ES LA CLAVE**

¿Qué necesitamos para volver a crecer?

Insisto: Confianza. Confianza de las empresas para que inviertan, de los consumidores para que consuman, de los inversores extranjeros para que no rehúyan nuestros activos, de las entidades financieras para que puedan volver a realizar su función instrumental básica, y de nuestros socios europeos para que sigamos avanzando todos a una. Pero ¿cómo conseguimos recuperar dicha confianza?

deuda soberana europea ha dirigido todos los focos hacia nuestras finanzas públicas, en España, el problema más importante en volúmenes es el endeudamiento privado, un endeudamiento que se disparó en paralelo a nuestra burbuja inmobiliaria. Si bien cabe recordar que en España gran parte del crecimiento del crédito experimentado desde 1996 sirvió para adecuar el nivel de crédito a la mayor capacidad de endeudamiento de la economía.

No obstante, el boom asociado a nuestra propia burbuja inmobiliaria disparó la ratio de crédito hasta el 170% del PIB en 2009, 50 puntos porcentuales por encima de lo que habría indicado la tendencia a largo plazo de esta variable. A finales de 2011, el crédito privado, 1,8 billones de €, representa el 166% del PIB.

### **EXCESIVO NIVEL DE DEUDA PRIVADA**

De esta deuda, el 55% corresponde a créditos hipotecarios a las familias (656.000 millones de €) y a créditos a promotores inmobiliarios a (338.000 millones de €, la mitad calificados como problemáticos). Ambos se corregirán en los próximos

crisis inmobiliarias, la ratio crédito sobre PIB descendería 20 puntos porcentuales durante 6 años... pero el descenso podría ser insuficiente

- y si el patrón se parece al de aquellos episodios históricos más graves asociados a una crisis bancaria e inmobiliaria, el descenso de la ratio será mayor y más duradero en este caso la ratio pasaría del actual 180% del PIB al 140% en 2017, ligeramente por debajo de la tendencia a largo plazo

Hoy por hoy, no es evidente cuál de los dos patrones seguirá la economía española. La reducción de las tensiones en los mercados financieros y la recuperación de la confianza sobre la solvencia de nuestro sistema financiero son claves para que el impacto del proceso de desapalancamiento sobre el crecimiento económico sea mínimo. Por ello, es fundamental:

- Avanzar en la resolución de la crisis de deuda soberana europea y

- Acometer los cambios estructurales necesarios para que el sistema financiero gane en eficiencia respecto a la situación actual. De momento, ya se ha empezado a reducir la capacidad instalada para adaptarla a

## D O C U M E N T O

las nuevas circunstancias de mercado: reducción de 5.000 oficinas y de 13.300 empleados. Y, si se cumple el desapalancamiento comentado (de 1,8 billones de € a 1,4) quedará otro tanto...

En definitiva, prima corre-

dispara el desempleo. Crear empleo cuanto antes es, tal y como señaló recientemente el Presidente del Consejo Europeo, ya no una necesidad, sino una emergencia!

Reencauzar el crecimiento también exige recuperar

MM€ en provisiones y 15.000 MM€ en capital, o más, ya veremos, el sistema financiero se pone al día en cuanto a esfuerzo de provisiones sobre activos inmobiliarios y se prepara, de este modo, para acometer, de manera inmediata,

do social y económicamente, necesitamos recuperar la confianza que hemos perdido en estos años de crisis financiera, económica y soberana.

Es el camino: puede ser un gran sacrificio pero sentiremos una base sólida de

**La toma de decisiones debe ir acompañada de un cambio de registro basado en recuperar los valores que nos han ayudado a construir una sociedad mejor, más libre, justa y progresista, que peligra estos días acuciada por las tensiones de los mercados. Debemos trabajar más y mejor, juntos, sin trampas, aportando nuestro talento...**



gir los desequilibrios que se fraguaron durante el periodo de bonanza anterior a la crisis (apalancamiento privado y burbuja inmobiliaria) o a raíz de la crisis (déficit fiscal estructural y deuda pública) tanto para recuperar la confianza como para volver a crecer cuanto antes. Sin embargo, dichos ajustes imponen austeridad a la demanda interna durante un periodo prolongado de tiempo, con lo cual, cabe recalcar en políticas de oferta para estimular el crecimiento vía mejoras de productividad y vía refuerzo de la confianza en perspectivas futuras alentadoras. En cualquier caso, encauzar una senda de crecimiento robusta exige mejoras sostenidas en la productividad que, por ahora, se han quedado cortas.

### **LAS REFORMAS ESTÁN MUY CLARAS**

Afortunadamente, las reformas estructurales que debemos acometer para dar un impulso definitivo a la productividad están muy claras. No somos el único país que está sufriendo los efectos del estallido de una burbuja inmobiliaria, ni el único que se ha visto abocado a procesos de desapalancamiento o a una crisis económica. Y, sin embargo, ningún otro ha registrado los niveles de desempleo que hemos registrado en España. Además, no es la primera vez, sino un rasgo recurrente: cae el PIB, se

la confianza necesaria para normalizar la función instrumental última de cualquier sistema financiero: promover proyectos rentables, sostenibles y responsables.

### **LA REFORMA DEL SISTEMA DE LAS CAJAS**

Y también aquí tenemos una ventaja relativa:

1.- Hemos acabado la primera fase de reordenación. Una reordenación en la que ha participado prácticamente todo el sector de cajas, 43 de las 45. Y que ha supuesto una reducción del número de cajas (de 45 a 14), un aumento de su tamaño medio (de 30.000 millones de euros en activos a 86.000), y una reducción de la capacidad instalada (16% de las oficinas, 13% de los empleados).

2.- Una primera fase que, además, ha sido mucho más intensa que la registrada no sólo en otros países europeos, sino también en la última crisis bancaria española, la de comienzos de la década de los 90.

3.- Se han dotado los mecanismos necesarios con la capacidad suficiente para actuar: el FROB, creado a mediados de 2009, tiene capacidad de inyectar hasta 90.000 millones de €, de momento sólo se han utilizado 17.700.

4.- Además, con el nuevo Real Decreto 2/2012, de saneamiento del sector financiero, y la dotación de 35.000

la 2ª fase de reorganización del sector.

### **NO PODEMOS HACERLO SOLOS**

Hasta aquí, lo que está en nuestras manos para recuperar la confianza perdida. Pero, esta vez, España no puede hacerlo sola. Formamos parte de una Unión Monetaria, compartimos nuestra moneda con otros 16 países, y la política monetaria a la que nos sometemos no se diseña exclusivamente para acomodar nuestra coyuntura. Dicha unión afronta en estos momentos su primera gran crisis y en función de cómo se gestione dicha crisis, apuntalaremos más o menos rápidamente la confianza que tanto anhelamos.

Si la reacción de las autoridades europeas ante la crisis de deuda no es lo suficientemente contundente, estamos expuestos al contagio financiero, complicando nuestros esfuerzos por retornar cuanto antes a una senda sostenible tanto de deuda como de crecimiento. Por lo tanto, es esencial que las instituciones europeas no bajen la guardia y sigan reforzando sus fundamentos, mediante un Mecanismo Europeo de Estabilidad potente y avanzando hacia una mayor integración fiscal.

Y ya para finalizar, permítanme referirme a una última idea. A lo largo de mi intervención he repetido insistentemente que para volver a crecer, para seguir avanzan-

recuperación. Es también una paradoja: las medidas procíclicas nos acercan a la solución.

Debemos actuar, cada uno en su ámbito de gestión, con disciplina, con rigor, con liderazgo, tomando decisiones, asumiendo riesgos y aceptando sus consecuencias.

Y esta toma de decisiones debe ir acompañada de un cambio de registro basado en recuperar los valores que nos han ayudado a construir una sociedad mejor, más libre, justa y progresista, que peligra estos días acuciada por las tensiones de los mercados. Debemos trabajar más y mejor, juntos, sin trampas, aportando nuestro talento, para compaginar así el interés general con el individualismo propio e institucional. Pero, en esta crisis hemos aprendido que talento, ambición y voluntad individual exclusivamente son insuficientes o, incluso, contraproducentes cuando se convierten en una finalidad por encima de cualquier cosa.

Decía Hayek: "La colaboración espontánea de hombres libres crea entidades superiores a aquéllas que las mentes individuales hubieran podido elaborar"

Por lo tanto... colaboremos todos!! Les puedo asegurar que si lo hacemos, habrá merecido la pena.

**\* Conferencia del vicepresidente y consejero delegado de Caixabank en el Foro de Nueva Economía**