

Centro Sector Público - Sector Privado

Opinión y reflexiones
Revista de prensa 2009/2010



© Centro Sector Público - Sector Privado, IESE Business School

Para solicitud de copias dirigirse a:

Centro Sector Público - Sector Privado
spsp@iese.edu
Tel.: +34 93 253 42 00

Av. Pearson, 21
08034 Barcelona

Presentación

El centro SP-SP tiene como misión la creación y difusión del conocimiento sobre la interacción entre el sector público y el sector privado, así como proporcionar un punto de encuentro para el intercambio de opiniones y el debate. En este documento el centro recoge los puntos de vista de sus investigadores sobre temas de actualidad que han ido apareciendo recientemente en la prensa nacional e internacional.

Firmas:



Xavier Vives

Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado, IESE Business School
Profesor de Economía y Finanzas del IESE Business School
Titular de la Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas



Luis Cabral

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado y profesor de Economía, IESE Business School



Jordi Gual

Profesor de Economía y Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, IESE Business School
Economista Jefe de “la Caixa”



Núria Mas

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado y Profesora asociada de Economía, IESE Business School

Índice

Copagando la crisis

Núria Mas, *La Vanguardia*, 11/8/2010

¿Somos competitivos?

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 8/7/2010

¿Euro débil?

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 18/5/2010

El rescate del euro

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 11/5/2010

El dilema del euro

Jordi Gual, *ABC (Empresa)*, 9/5/2010

Vértigo

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 5/5/2010

Tiempo de descuento

Xavier Vives, *El País*, 26/4/2010

La nueva ley de la sanidad de EE.UU.

Luis Cabral, *La Vanguardia*, 28/3/2010

Catalunya y la credibilidad

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 17/3/2010

Ajustar el cinturón

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 18/2/2010

Euroblues

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 12/2/2010

Credibilidad fiscal: ¿Quién la tiene?

Jordi Gual, *ABC*, 11/2/2010

Alarma y reformas

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 2/2/2010

Obama y la sanidad

Luis Cabral, *La Vanguardia*, 27/1/2010

Estrategias de salida

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 15/1/2010

An Antitrust Counter-Revolution

Xavier Vives, *L'Echo* (Bélgica), *Borsen* (Dinamarca), *FT Deutschland* (Alemania), *Vilaggazdasag* (Hungría), *Verslo Zinios* (Lituania), *Logos Press* (Moldavia), *Goodwill* (Eslovaquia), *Al Watan Daily*, *Al Jarida* (Kuwait), *Alroya Aleqtissadiya* (Emiratos Árabes Unidos), 15/1/2010

La crisis y la reforma del sistema financiero

Xavier Vives, *El País*, 15/1/2010

L'euro i la crisi

Jordi Gual, *Avui*, 20/12/2009

El ajuste bancario

Jordi Gual, *ABC*, 20/12/2009

Crisis y transparencia

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 17/12/09

La fortaleza del euro

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 10/11/2009

Europa y la recuperación económica

Jordi Gual, *ABC*, 27/10/2009

El fallo de los economistas

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 19/10/09

España en otoño

Xavier Vives, *La Vanguardia*, 16/9/2009

Una crisis de valores

Jordi Gual, *Avui*, 13/9/2009

La crisis financiera, crisis de confianza

Jordi Gual, *El Mundo*, 13/9/2009

¿Economistas en crisis?

Jordi Gual, *La Vanguardia*, 2/9/2009

Copagando la crisis

Núria Mas

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado y Profesora asociada de Economía, IESE Business School.

Este artículo fue publicado el 11 de agosto de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Un copago para el uso de urgencias sería aconsejable, y más aún si se reembolsan las visitas justificadas.*

El futuro del modelo de bienestar. La crisis actual y los elevados déficit públicos han reabierto el debate sobre la sostenibilidad del Estado del bienestar. Cada vez son más las voces que se preguntan sobre la amenaza que la recesión puede suponer para un sistema de salud que cuesta ya el 8,5 % del PIB español. En este contexto, el copago ha reaparecido como una de las soluciones (si no “la solución”) de moda. Nos proponemos repasar algunas de las lecciones que podemos aprender de otros países que han adoptado ya esta fórmula. El copago viene respaldado por una larga lista de experiencias internacionales de países tan dispares como Taiwán, Canadá, Australia, Suecia o Estados Unidos, que avalan su contribución a la reducción del uso de los servicios de salud y a la reducción del gasto. Pero obsesionarnos solamente con la reducción del gasto es una visión incompleta del problema, ya que olvida su impacto sobre la salud de la población, que es el objetivo principal de todo sistema sanitario. Una implementación responsable del copago requiere plantearnos las siguientes preguntas: Primero, ¿qué efecto tiene esta disminución de la utilización de los servicios sanitarios sobre la salud de la población? Segundo, ¿cómo cambian estos efectos con las características de los pacientes? Tercero, ¿qué tipo de servicios de salud (necesarios y menos necesarios) cae más con la introducción del copago? Y, finalmente, ¿qué forma va a tener el copago? Las experiencias internacionales nos pueden ayudar a responder algunas de ellas. Destaca el ya clásico estudio del Rand Health Insurance Experiment en Estados Unidos, que entre 1971 y 1982 asignó unas 2.750 familias entre seguros de salud con distintos copagos. Sus resultados resaltan primero que un mayor copago en promedio no se traduce en una peor salud de la población. Segundo, que hay dos excepciones: los pacientes de alto riesgo (hipertensos, con problemas de corazón, etc.) y los más pobres, que se veían perjudicados por un mayor copago. Tercero, cuando los pacientes pagan parte del coste cometen muchos errores y no saben priorizar, de manera que acaban reduciendo su consumo sanitario tanto de tratamientos valiosos como de los menos valiosos para su salud. La única excepción son los servicios de urgencias, donde el copago no pareció reducir su uso en situaciones realmente urgentes. Este resultado se corrobora también con la experiencia más reciente de Suecia. Debemos recordar que hay muchos tipos de copago: el seguro privado (que en definitiva es una forma voluntaria de copago y que se podría impulsar con desgravaciones fiscales); copago por la restauración de hospitales, como una penalización para aquellos que hagan un mal uso de los servicios de salud, etc. Con estas lecciones, podemos concluir que, en caso de introducir un copago, deberíamos incorporar una cláusula *stop loss* que limite el gasto máximo en el que puede incurrir el paciente y, probablemente, ésta debería variar con su renta y estado de salud. Además, lo peor que podemos hacer es poner copago para ver al médico de familia. Allí, una reducción en el número de visitas puede tener un papel adverso en la prevención, mientras que un copago para el uso de urgencias puede ser más aconsejable, y más aún si se traduce en el reembolso posterior de todas las visitas justificadas. Las opciones son muchas, pero las soluciones correctas son menos y mirar las experiencias internacionales nos puede ayudar a encontrarlas.

¿Somos competitivos?

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 8 de julio de 2010 en *La Vanguardia*.

- *La cuota española en las exportaciones mundiales ha resistido los últimos diez años.*

Las dudas de los inversores internacionales sobre el futuro de la economía española se basan, en parte, en la pérdida de competitividad experimentada a lo largo de los últimos diez años. Se considera que, en ausencia del recurso a la devaluación, el diferencial de competitividad es un lastre que condena a España al estancamiento y la deflación. Sin embargo, en la cuestión de la competitividad se repite un fenómeno que ha sido característico de la crisis de deuda soberana de los últimos meses: la percepción de los mercados no encaja con la realidad, en gran medida por una comunicación defectuosa. Lo primero que debe señalarse es que la corrección del déficit por cuenta corriente ha sido espectacular. En los últimos dieciocho meses ha pasado del 9,5% del PIB al 4,3%. En comparación, el ajuste de los años noventa fue muchísimo más lento y exigió tres devaluaciones de la peseta. Se certifica así que gran parte del déficit tenía su origen en el fuerte empuje de la demanda interna. La recesión en España, a pesar de coincidir con la de los principales socios comerciales, ha reconducido el desequilibrio de manera drástica y aún queda margen para un recorte adicional. Es verdad que a lo largo de los últimos diez años la posición competitiva en términos de precios se ha deteriorado. Las causas son conocidas. Un raquítico crecimiento de la productividad y un sistema de formación de precios y salarios que han generado un exceso de inflación. Sin embargo, la magnitud de este efecto se exagera. En términos de índices de precios al consumo, el diferencial acumulado por España frente a la media de la eurozona desde 1999 es de un 10%. Éstas no son pérdidas de competitividad que sean irrecuperables en un marco macroeconómico en el que no es posible devaluar. Su corrección exige reformas que mejoren el crecimiento de la productividad y flexibilicen los sistemas de fijación de precios y salarios en nuestro país. Esta perspectiva razonablemente optimista sobre la posición competitiva de la economía española se sustenta en el examen de la contrapartida de la competitividad en precios. Es decir, la participación en los mercados, de exportación e interno. Ahí los datos confirman el diagnóstico. La cuota española de las exportaciones mundiales ha resistido bien los últimos diez años, período en el que China y otros emergentes han ganado un gran protagonismo, y en el que países comparables a España (Francia e Italia) han retrocedido. En el caso del mercado interior, ocurre algo similar. La penetración de las importaciones como porcentaje de la demanda final crece en Alemania, Francia e Italia entre 1999 y 2009 y se reduce en España. La economía española afronta momentos complejos, con perspectivas de una salida lenta de la recesión a causa de la debilidad de la demanda interna, lastrada por el excesivo endeudamiento de muchos agentes económicos. La esperanza de una recuperación sostenida ha de residir en el sector exportador. Un examen sereno de los datos muestra que es un sector competitivo y que, por tanto, contribuirá positivamente a la recuperación aprovechando la reactivación global.

¿Euro débil?

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 18 de mayo de 2010 en *La Vanguardia*.

- *La política monetaria y presupuestaria de Estados Unidos amenaza al dólar.*

Desde el pasado mes de diciembre el euro ha perdido casi un 20% de su valor en relación al dólar, pasando de 1,50 dólares por euro a 1,23 pocos días después de la intervención conjunta de los gobiernos europeos para detener las presiones sobre los mercados de deuda de la eurozona. ¿Tiene sentido lo que está ocurriendo? O, por el contrario, ¿estamos asistiendo a un nuevo episodio de exageración de los mercados financieros, en este caso centrado en el mercado de divisas?

A mediados de otoño parecía claro que el dólar debía iniciar una senda de apreciación, apoyada por la esperada mejoría de la economía estadounidense, por delante de la zona euro. Se anticipaba así una mayor rapidez en la subida de tipos de interés en Estados Unidos. Además, el valor del dólar había estado prácticamente en mínimos históricos desde primeros de 2008 –incluso rozando los 1,60 dólares por euro–, con la excepción de un breve período en el que el billete verde fue refugio para todos los inversores en el cenit de la crisis financiera internacional. Esa infravaloración había contribuido ya a reducir el elevado déficit comercial americano, que se corrigió entre 2006 y 2009 hasta llegar al 2,5% del PIB. Por todo ello, la apreciación era un escenario más que probable. Sin embargo, lo que ha sucedido a lo largo de los dos últimos meses seguramente va más allá, en magnitud y rapidez, de este análisis de los fundamentos y bien podría constituir un episodio más de sobrerreacción de los mercados.

Se ha argumentado que la falta de confianza en la moneda europea obedece a las últimas decisiones del Banco Central Europeo (BCE), cuando ha decidido intervenir en los mercados de deuda pública asegurando su liquidez; o a las dificultades que puedan tener los países de la Unión consolidando sus presupuestos con riesgos para el crecimiento. Estos argumentos no se sostienen, puesto que en ambos renglones la comparación de la zona euro con la zona dólar arroja resultados concluyentes y favorables a la eurozona. Estados Unidos está saliendo más rápidamente de la crisis que Europa, sin duda, pero no es ajeno a esta circunstancia el hecho que el déficit público norteamericano se sitúe en el 12,5% cuando en la zona euro es del 6,3%. Como tampoco debiera ignorarse que en Estados Unidos la compra directa por la Fed de deuda pública y activos financieros privados ha conducido a una brutal expansión de su base monetaria (145% frente al 40% de la zona euro). Ante esa trayectoria, el BCE no pasa de ser un mero aprendiz de la monetización de la deuda pública.

Descartadas estas alternativas, hay quien argumenta que la rápida depreciación del euro sólo puede explicarse por la debilidad institucional de la moneda europea, puesto que no cuenta con el respaldo de una sólida unión política y fiscal. Es verdad que la política no favorece al euro, pero el razonamiento pierde fuerza tras la creciente unidad de acción demostrada por los líderes europeos, con el objetivo declarado de avanzar hacia una coordinación fiscal más estrecha, e incluso vinculante.

Qué duda cabe que Estados Unidos tiene una economía flexible, dinámica y competitiva. Pero su política monetaria y presupuestaria es frágil y constituye una espada de Damocles para el valor de su moneda. Es una amenaza tanto o más grave que la debilidad política lo es para el valor del euro.

El rescate del euro

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 11 de mayo de 2008 en *La Vanguardia*.

- *Inundar de dinero el mercado elimina el problema de liquidez pero no el de solvencia.*

El fallido rescate de Grecia por 110.000 millones no fue suficiente, pero esta vez sí, tras doce horas de negociaciones y 720.000 millones de euros de compromisos de ayuda las bolsas, la deuda pública y el euro se estabilizan... y recuperan fuertemente. Las manadas de lobos, en el lenguaje colorista del ministro sueco de finanzas, han sido detenidas antes de que hicieran pedazos a los países más débiles (léase España entre ellos). El paquete de emergencia es un acuerdo entre la eurozona y el FMI que participa con 220.000 millones. El FMI tendrá un papel protagonista en supervisar que los ajustes en los estados miembros se lleven a cabo. El BCE intervendrá con la compra de bonos de los Estados y facilitará la necesaria liquidez junto con los otros bancos centrales.

Algunos apuntes de urgencia. Primero, la eurozona ha entendido, en el mismo borde del abismo, que se debe actuar en los mercados con una intervención masiva (doctrina Powell para las crisis financieras). Segundo, la idea de que la crisis internacional había sido superada se ha demostrado incorrecta: después de una crisis financiera viene una crisis de deuda. Tercero, la práctica de inundar de dinero el mercado cuando hay una crisis elimina el problema de liquidez pero no el de solvencia. Grecia sigue teniendo un problema de solvencia y su deuda con probabilidad alta deberá ser reestructurada. Las preguntas sobre la sostenibilidad fiscal de países como Portugal o España siguen planteándose. El método de inundación monetaria pospone el problema de fondo y elimina a corto plazo la necesaria disciplina en toda inversión (¿por qué preocuparse por la calidad de un emisor cuando sabemos que va a ser rescatado?). Cuarto, la sostenibilidad del área euro no está garantizada sin el retorno a la disciplina fiscal del pacto de estabilidad con mecanismos creíbles de coordinación. La involucración del FMI para vigilar los compromisos de consolidación fiscal representa la asunción del fracaso de los mecanismos de disciplina internos, paradójicamente dinamitados en su momento por Francia y Alemania. Quinto, el BCE ha hecho seguramente lo único que podía hacer al utilizar la “opción nuclear” de compra de bonos de los Estados, negada repetidamente con anterioridad, pero ha comprometido su independencia al confundirse la política monetaria con la fiscal. No habrá límites a las compras de bonos de los Estados. El BCE está en terreno inestable sin una política fiscal común. Sexto, el papel de los denostados mercados como impulsores de las reformas que no se llevan a cabo por la incapacidad política de los gobiernos se ha puesto de manifiesto otra vez.

La buena noticia es que el área euro deberá reformarse y avanzar en una política fiscal común si quiere sobrevivir. La mala noticia es que no será fácil. Habrá que poner en marcha mecanismos independientes de vigilancia que controlen el gasto de manera que las penalizaciones por incumplimiento no sean impuestas por los mismos gobiernos. Quizás la Corte Europea de Justicia pueda tener un papel.

El dilema del euro

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 9 de mayo de 2010 en *ABC* (Empresa).

- *La zona euro es como un edificio a medio construir. Ofrece ya cobijo, funciona, pero aún es insuficiente para el temporal que le ha tocado sufrir. Ha llegado el momento de completar el proyecto.*

La crisis financiera internacional y sus secuelas han colocado a los dirigentes políticos europeos ante un verdadero dilema. Por un lado, las consecuencias presupuestarias de la crisis ponen de manifiesto que es preciso avanzar en el proceso de integración europea, precisamente en un momento histórico en el que no parece existir mucho consenso al respecto. Al mismo tiempo, la alternativa de tratar de poner parches a la crisis del euro, con soluciones parciales y *ad hoc*, supone un grave riesgo, tanto en términos económicos como políticos.

A lo largo del desarrollo de la crisis, desde aproximadamente febrero, se han escuchado numerosas críticas a Alemania, como si, de algún modo, sus excedentes comerciales, su alta tasa de ahorro y su elevada competitividad fueran los causantes de los males que aquejan a la eurozona. Según esta corriente de opinión, Alemania debería impulsar su demanda interna para, de este modo, arrastrar a la economía europea hacia la recuperación y, por el camino, aliviar la presión financiera sobre los países periféricos que están hoy en el disparadero.

Es francamente curiosa esta teoría que culpa de los desequilibrios internacionales no a los países que incurrir en exceso de gasto y cuyos precios y costes crecen demasiado, sino a aquellos que son frugales, que no gastan más allá de lo que ingresan, y cuyos ingresos salariales reales tienden a subir a lo largo del tiempo en función de la productividad real. Recuerda, sin duda, la teoría del “exceso de ahorro”, defendida por la Reserva Federal estadounidense para explicar los desequilibrios globales. Lo grave de esta teoría es que constituye un diagnóstico erróneo de los problemas actuales de la zona euro y, como resultado, conlleva unas propuestas de política económica equivocadas.

El problema básico de la zona euro es bien conocido desde el propio origen de la moneda. Ya se advirtió entonces que una unión monetaria era como un trípode, en el que la primera pata la constituía la supresión irrevocable de los tipos de cambio; la segunda un cierto grado de unión presupuestaria, y la tercera, una elevada movilidad laboral entre los países adheridos.

La integración presupuestaria, aunque fuera parcial, y la movilidad de los trabajadores, eran los dos mecanismos que debían servir para preservar el equilibrio interno de la zona ante cambios bruscos en el entorno económico que alterasen las posiciones competitivas de las diversas economías del bloque.

Como es bien sabido, a fecha de hoy esos dos componentes adicionales del trípode son prácticamente inexistentes. No es, por tanto, sorprendente que la Gran Recesión de 2009, la mayor, recuérdese, desde la Gran Depresión del siglo pasado, esté haciendo tambalear todo el edificio. Una política presupuestaria más compartida y un mercado laboral más flexible e integrado habrían facilitado el ajuste de los países más afectados por la crisis y permitido una política coordinada de gestión de la demanda interna europea. No existió voluntad política para avanzar en esa dirección en su momento, y ahora se deben afrontar los costes, sociales y políticos, de la ausencia de dichos instrumentos.

En cuanto a los elevados desequilibrios de pagos que se registran en el seno de la zona, es importante resaltar que no son la causa de la crisis, sino una consecuencia más del diseño político incompleto de la zona. Son una fuente de vulnerabilidad, generada por la propia zona y sus deficiencias políticas de origen.

En primer lugar, los desequilibrios son, en parte, causados por el propio proceso de introducción del euro. La nueva moneda generó un fuerte flujo de capitales hacia algunos de los países periféricos, en un contexto de tipos de interés nominales y reales bajísimos, y un *boom* de crédito y gasto que dificultó el control de la posición competitiva (precios y salarios) y alimentó el desequilibrio exterior.

Por otro lado, a más largo plazo, los desequilibrios financieros, más o menos acusados, son inevitables, en la medida en que constituyen un reflejo del empobrecimiento o enriquecimiento relativo de los países. Lo que ocurre es que entre territorios con moneda única y unión política, esos déficit y superávit son compensados, al menos parcialmente, mediante las patas fiscales y laborales de la unión monetaria. En último término, además, entran en juego transferencias presupuestarias interregionales, a menudo lamentablemente de carácter crónico, que sólo pueden sustentarse en el marco de un alto grado de integración política.

La pertenencia a la zona euro exige de los Estados Miembros una gran disciplina en el control de sus cuentas públicas y reformas institucionales que garanticen un aumento de las rentas del país acorde con las mejoras de productividad. En ausencia de un mayor grado de unión política, estas exigencias son si cabe más importantes, y hay quien diría que en determinadas circunstancias, imposibles de alcanzar puesto que entrañan períodos deflacionarios políticamente muy costosos.

Por ello, el momento es grave. Es importante solucionar la situación crítica que vive Grecia, pero es imprescindible resolver el dilema del euro dando los pasos políticos necesarios para completar la construcción de la moneda única. De lo contrario, corremos el enorme riesgo de perderla, con consecuencias económicas y políticas incalculables.

Vértigo

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 5 de mayo de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Cada semana que pasa sin avance en las reformas supone para España acumular números para un ataque especulativo.*

La constatación de que el rescate de Grecia por importe de 110.000 millones de euros por parte del FMI y la UE no será suficiente para que el país haga frente a sus vencimientos de bonos hasta 2012 ha desencadenado bajadas importantes en las bolsas europeas y de la cotización del euro en relación al dólar, así como subidas en la prima de riesgo de los bonos de las economías periféricas en Europa con relación al bono alemán. La cuestión es que el problema de Grecia es de solvencia y no de liquidez, y la probabilidad de que no pueda pagar, a pesar de la ayuda, es apreciable. La perspectiva de una reestructuración de la deuda griega está ahí. La idea de que invertir en deuda griega al 5% es un buen negocio, tal como se ha sugerido, es un tanto sorprendente suponiendo, por ejemplo, que la probabilidad de una quita eventual del 30% del valor nominal de la deuda no es descabellada. ¿Cómo va a pagar Grecia cuando el programa de austeridad la va a sumir en una recesión profunda y con gran agitación social? ¿Qué va a pasar en el país de Europa occidental con más economía sumergida al elevar el IVA en cuatro puntos?

El primer ministro griego es valiente y articulado, pero es de temer que esto no sea suficiente.

El Banco Central Europeo (BCE) ha decidido aceptar el bono basura griego como colateral en las operaciones para que los bancos griegos obtengan liquidez. Esto quiere evitar que la banca griega se hunda, pero pone en peligro el balance del mismo banco. El BCE ha violado la receta de Bagehot de prestar con garantía de buen colateral al participar en un rescate por un problema de solvencia que no de liquidez. Esto sienta un precedente peligroso que tendrá, tiene ya, consecuencias en el euro. Sí, el euro se tambalea al no cumplirse las condiciones del pacto de estabilidad. Las reglas de funcionamiento de la moneda única han saltado por los aires y hay que rehacerlas. Pero, pensándolo bien, ¿por qué se dejó entrar a Grecia en el euro cuando su falta de ajuste a los criterios de Maastricht, con trampas contables incluidas, ya se sospechaba? La idea de que la unión monetaria forzaría, por una parte, una mayor unión política y, por otra, una mayor disciplina en la periferia europea, no ha funcionado. El área euro necesita una mayor coordinación fiscal, sin descartar la imposición de un impuesto federal y un mecanismo de resolución de crisis financieras.

España ha quedado a merced de la tempestad en los mercados financieros por sus desequilibrios: nivel alto de endeudamiento privado y público, con gran dependencia de la financiación exterior, y pobres perspectivas de crecimiento. España es vulnerable. Cada semana que pasa sin un avance sustancial en el programa de reformas necesario, con tres ejes principales en el mercado laboral, saneamiento de balances bancarios dañados, y consolidación fiscal con un programa creíble de ajuste del sector público, España está acumulando más números en la lotería de un ataque especulativo a sus valores

financieros, ya sean bonos o acciones. La razón es que sin las reformas, las perspectivas de crecimiento del país seguirán estancadas. El primer aviso serio de los mercados entreabrió el debate de las reformas necesarias, ahora hay que plantearlas de manera concreta. Amagar y no dar es irresponsable y tendrá consecuencias funestas.

Tiempo de descuento

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 26 de abril de 2010 en *El País*.

- *El Gobierno debe reconocer la gravedad de la crisis y ser audaz en el planteamiento de las reformas.*

La economía española vive en tiempo de descuento. Hace sólo un año no se reconocía apenas la gravedad de la crisis y se pensaba que las reformas del sistema económico eran invocaciones de economistas y analistas obcecados. Así, por ejemplo, nuestras instituciones del mercado laboral y el futuro de las pensiones gozaban de buena salud. No se debía tocar lo que funcionaba. El Gobierno prometía que nadie quedaría desamparado por la crisis, el Estado protegería a los afectados y se extenderían los beneficios sociales hasta donde hiciera falta. En este ambiente de confianza se subió sustancialmente el sueldo de los funcionarios en 2009. De hecho, España ha sido el país de la Unión Europea que en 2008 y 2009 ha realizado un esfuerzo de gasto más importante en relación a su producto interior bruto (PIB) mediante el Plan E, las ayudas sectoriales, el gasto social y la deducción de los 400 euros en el impuesto de la renta.

Este incremento del gasto ha aumentado el déficit público hasta más del 11% del PIB en 2009 y la deuda a más del 55%.

Al final del año pasado llegó un aviso de los mercados internacionales sobre la sostenibilidad de la deuda pública y el Gobierno introdujo un plan de consolidación fiscal para llegar al 3% de déficit en 2013 con un ajuste previsto de seis puntos del PIB. Al mismo tiempo, se amaga, y se da marcha atrás, con la reforma del sistema de pensiones para hacerlo viable a largo plazo. Con la Ley de Economía Sostenible se introducen medidas parciales acertadas (por ejemplo, la reducción de los incentivos a la compra de vivienda), pero no hay medidas de calado. Los acuerdos de Zurbano plantean más medidas parciales que, junto con el plan extraordinario de infraestructuras, configuran de facto un apoyo sustancial al sector de la construcción. En efecto, se plantea un impulso a la rehabilitación de la vivienda, la ampliación del apoyo a promotores para vivienda de protección oficial de venta, y la prórroga de los criterios de valoración del suelo urbanizable. Más recientemente se ha abierto el tema “intocable” de la reforma del mercado de trabajo con la propuesta de extensión del contrato de fomento del empleo y el modelo austriaco.

Hemos pasado de no reconocer la gravedad de la crisis y pensar que las reformas del sistema económico eran invocaciones inútiles a reconocerla, a plantear medidas parciales, sesgadas hacia el sector de la construcción, y emprender con muchos titubeos un debate sobre las reformas necesarias. Bienvenido sea, pero el tiempo se acaba puesto que el próximo aviso de los mercados internacionales puede ser más brutal. No creo exagerado afirmar que el consenso sobre las reformas necesarias en la economía española crece entre expertos y organismos internacionales. No se trata aquí de repetir el catálogo de las mismas, pero apuntaré tres urgentes. En primer lugar, y para permitir un mejor acceso al crédito por parte de empresas y familias, la limpieza del balance de aquellas entidades financieras que lo tienen dañado por su gran exposición al inmobiliario. Esto requiere no solamente la reestructuración de entida-

des, sino también no frenar artificialmente el ajuste del sector inmobiliario. El sector de la construcción residencial será necesario en la recuperación, pero para ello hay que ajustar precios y vender primero el stock de viviendas en el mercado.

En segundo lugar, la reforma del mercado de trabajo con la instauración de la negociación colectiva a nivel de empresa y un contrato indefinido único para nuevas incorporaciones con coste de despido razonable.

Finalmente, la reforma de las administraciones públicas para aumentar la eficiencia, eliminar la superposición de funciones y poder cumplir con el ambicioso plan de austeridad del Gobierno. En ninguno de los tres casos los parches y las medias tintas funcionarán.

El Gobierno tiene la responsabilidad de liderar las reformas y no puede escudarse en la potencial falta de consenso. Afortunadamente, no estamos ya en un Estado corporativo en donde la “concertación” de los distintos intereses debe dictar la política a seguir. Ello requiere valentía por parte del Gobierno en dos aspectos. En primer lugar, debe cambiar el discurso y decir claramente que vienen malos tiempos y que la salida de la crisis no será indolora sino con más trabajo y esfuerzo por una compensación que no crecerá. Ello requiere, naturalmente, que el sector público predique con el ejemplo. Hay que explicar que la protección social depende de la marcha de la economía a medio plazo.

En segundo lugar, el Gobierno debería ser audaz y tomar la iniciativa en el planteamiento de las reformas y no esperar los avisos de los mercados u organismos internacionales. Creo que ello tendría efectos muy beneficiosos en las perspectivas de financiación de la deuda, puesto que éstas dependen fundamentalmente de las perspectivas de crecimiento de la economía, y daría un margen mucho mayor para la política económica. Por ejemplo, la anunciada subida del IVA para julio es técnicamente correcta, pero hubiera podido ser pospuesta para cuando la economía estuviera más recuperada si hubiéramos aprobado el paquete de reformas necesarias el año pasado. El mercado internacional nos hubiera dado crédito.

La nueva ley de la sanidad de Estados Unidos

Luis Cabral

Profesor de Economía y Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 28 de marzo de 2010 en *La Vanguardia*.

- *A modo de resumen, aunque la reforma actual es, probablemente, un paso en la dirección correcta, aún queda mucho por hacer para arreglar el sistema sanitario de Estados Unidos.*
- *Muchas empresas (aunque no las más pequeñas) verán aumentados sus costes laborales.*
- *Comparado con los sistemas europeos de calidad similar, los americanos gastan casi el doble en sanidad.*

La aprobación de la nueva ley sanitaria en el Congreso estadounidense el 21 de marzo marca un hito del todo histórico. Se ha llegado a comparar al movimiento de los derechos civiles de los años sesenta y la legislación federal que le siguió. Es posible que la comparación sea algo exagerada, el tiempo lo dirá. Para los demócratas, y sobre todo para Obama, fue un día memorable.

Tras realizar múltiples promesas durante la campaña electoral de 2008, el presidente tuvo un primer año de legislatura con pocos resultados concretos. Obama necesitaba que se aprobara la nueva ley sanitaria para recuperar algo del crédito perdido. Al final logró mucho menos de lo que esperaba (y de lo que había prometido), pero mejor eso que nada.

Para los republicanos, la votación fue un serio revés político, sobre todo si tenemos en cuenta la intensidad y radicalidad con que el partido hizo campaña contra prácticamente cualquier reforma. En la práctica, los conservadores obtuvieron muchas pequeñas victorias, como la supresión de la idea de un seguro público o la confirmación de la prohibición de utilizar dinero público para practicar abortos. Pero la percepción política es que perdieron una importante batalla.

Las elecciones a mitad de legislatura en noviembre de 2010 constituirán un test importante de las consecuencias políticas de la votación del 21 de marzo. Normalmente, el partido en el poder pierde algunos escaños en el Congreso. El gran interrogante es si el partido demócrata perderá unos cuantos escaños o muchos. La creciente popularidad del movimiento *tea party*, además de la elección en enero de un nuevo senador por Massachusetts, indica que los demócratas podrían pagar un alto precio por su reciente victoria en el Congreso. Veremos.

EL DOCUMENTO

¿En qué consiste la nueva ley? Es difícil resumir con unas palabras un documento de 2.000 páginas, pero lo intentaré. Básicamente, hay cinco conceptos clave:

1. En 2014, la mayoría de los americanos se verán obligados a elegir entre tener una póliza de sanidad o pagar una multa, excepción hecha de aquellos con menos ingresos, que estarán cubiertos por Medicaid, un programa estatal.

2. Los empresarios también tendrán que pagar a sus empleados un seguro médico, o se verán obligados a pagar una multa de 2.000 dólares por empleado. Las empresas con menos de 50 empleados, sin embargo, no estarán sujetas a esta norma.
3. El programa Medicaid, que ya representa una proporción elevada del gasto sanitario total, será ampliado para incluir un número mayor de pacientes de renta baja como, por ejemplo, las familias de cuatro personas con unos ingresos anuales inferiores a 30.000 dólares.
4. Las aseguradoras ya no podrán negar la cobertura a pacientes más caros o “de mayor riesgo” ni podrán cobrarles pólizas más elevadas.

Además, las aseguradoras tendrán que cubrir servicios preventivos como las vacunas.

5. El proceso entero costará “un trillón de dólares”, lo que en Europa llamamos un billón o un millón de millones de dólares. Este gasto se financiará subiendo los impuestos, sobre todo a las familias con ingresos totales superiores a los 250.000 dólares.

A nivel económico, estas nuevas medidas tendrán efectos significativos.

Muchas empresas (aunque no las más pequeñas) verán aumentados sus costes laborales. Las familias de renta alta pagarán un porcentaje en impuestos más acorde con sus equivalentes europeos. Las empresas aseguradoras verán incrementados sus costes, y lo más probable es que transfieran este aumento a los pacientes y al Gobierno. Por último, el Gobierno incrementará el presupuesto sanitario considerablemente. Parte de este incremento se financiará con el aumento impositivo, y el resto contribuirá a hacer crecer un déficit cada vez mayor.

Políticamente, la votación del 21 de marzo marca un giro hacia la izquierda, acercando el contrato social americano (con referencia a la distribución de la renta) a niveles típicamente europeos. La gran pregunta, tal como he dicho antes, es si este giro será permanente o si tendrá un efecto negativo para los demócratas a partir de las elecciones de noviembre. Varios estudios indican que los americanos están dispuestos a pagar un poco más para conseguir la cobertura universal, pero no las cantidades que establece la reforma actual. En otras palabras, muchos votantes sienten que la reforma les está siendo impuesta. ¿Cuántos son “muchos”? Veremos.

La ley aprobada en el Congreso es bastante significativa. Ampliar la cobertura a los 32 millones de americanos sin seguro es un paso importante. Pero la reforma no resuelve del todo un problema fundamental del sistema sanitario norteamericano. Comparado con los sistemas europeos de una calidad similar, los americanos gastan casi el doble en sanidad. La nueva propuesta no ofrece apenas soluciones a un aumento del gasto en sanidad que podría llegar a niveles insostenibles.

Los economistas lo expresan con palabras sencillas: todo gira alrededor de los incentivos. El sistema actual está demasiado distorsionado y lleva a profesionales de la sanidad y pacientes a incurrir en gastos que no son realmente necesarios. Dicho de otra forma, los dólares gastados en sanidad podrían ser invertidos de forma mejor. Por ejemplo, el anormalmente alto nivel de obesidad en Estados Unidos indica que los americanos invierten menos de lo que deberían en medicina preventiva.

A modo de resumen, aunque la reforma actual es, probablemente, un paso en la dirección correcta, aún queda mucho por hacer para arreglar el sistema sanitario de Estados Unidos.

Catalunya y la credibilidad

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 17 de marzo de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Catalunya debe impulsar un “plan renove” para las Pymes.*

España tiene un problema de credibilidad a raíz de la crisis griega y sus pobres perspectivas de crecimiento económico. Esto ha pasado a pesar de que España no es Grecia y que tiene grandes empresas internacionales en sectores como la banca, la energía, las telecomunicaciones, la construcción y la gestión de infraestructuras. España, y Catalunya en especial, tienen un sector exportador dinámico e importante. Hemos discutido hasta la saciedad las reformas necesarias para que la economía pueda volver a crecer con vigor cuando la coyuntura internacional mejore. Ha llegado el momento de la verdad, las reformas meramente cosméticas no funcionarán y el endémico problema de la baja productividad de la economía española no se solucionará.

¿Qué puede aportar Catalunya a la resolución de la crisis? En primer lugar, por su menor dependencia relativa del sector inmobiliario y la construcción, mayor diversificación del tejido productivo y presencia destacada de un segmento de empresas exportadoras, Catalunya indica el sentido de la transformación del modelo productivo en España. En segundo lugar, puede mostrar la articulación de una estrategia regional dentro de Europa que supere fronteras y consolide una masa crítica necesaria para potenciar actividades avanzadas de I+D, docencia y centros de decisión empresarial. Aquí hay que cuidar, sin embargo, las alianzas con las regiones vecinas.

En tercer lugar, Catalunya puede propiciar un pacto en España para que las reformas imprescindibles se lleven a cabo, bajo el liderazgo del Gobierno, y España recupere su credibilidad. Finalmente, puede impulsar el cambio en aspectos de su competencia autonómica que avancen en las reformas necesarias. Dos ejemplos: la nueva ley de educación y aspectos innovadores en la política de apoyo a la investigación. Los dos son cruciales para mejorar el capital humano, en donde se librará la batalla de la productividad. A éstos se podría añadir un compromiso de austeridad y simplificación de la Administración pública, y un “plan renove” para las pequeñas y medianas empresas (Pymes), que están siendo vapuleado por la crisis y en donde Catalunya se juega buena parte de su futuro industrial (y del empleo). También hay que recuperar el crédito, y esto depende, en parte, de hacer limpieza en los balances de algunas entidades financieras con problemas por créditos a promotores e inmobiliarios.

La renovación de las Pymes se debe fomentar para que mejoren sus métodos de gestión, adopción de tecnología, escala e internacionalización. Este plan no debería servir para mantener estructuras que no son competitivas, sino para transformar las que no lo son. El reto al que nos enfrentamos en esta crisis es formidable, la respuesta también lo debería ser.

Ajustar el cinturón

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 18 de febrero de 2010 en *La Vanguardia*.

- *¿Tiene sentido un drástico rigor fiscal cuando la coyuntura aún es débil?*

En la Unión Europea se vive un serio debate sobre la situación fiscal de algunos países de la zona euro, especialmente Grecia. Los problemas tienen su origen en el repentino deterioro de sus parámetros fiscales. La inquietud es comprensible puesto que, al formar parte de una unión monetaria, las dificultades de un país pueden poner en cuestión la solidez de la moneda compartida.

Es difícil pensar que Grecia sea el verdadero problema. Su déficit es un 12,7% de su PIB, pero sólo un 0,3% del PIB de la zona euro. Lo que los mercados penalizan es la falta de mecanismos para que los países con menor rigor fiscal introduzcan verdaderas medidas de ahorro. Puesto que la devaluación es imposible, es tentador para estos países recurrir a la ayuda exterior antes que afrontar las dificultades políticas internas. Si este apoyo no se concede y no se realizan los ajustes necesarios, el país puede verse obligado a posponer el pago de su deuda. Esto es lo que los mercados incorporan a la prima de riesgo de la deuda griega.

Frente a esta tesitura, ¿tienen sentido los programas de exigente contención fiscal que se han propuesto? ¿No corren el riesgo estos programas de provocar una mayor contracción de la economía al retirar aceleradamente los estímulos públicos cuando la demanda privada aún es muy débil? Para que estos programas sean efectivos se han de cumplir cuatro condiciones. La primera es que han de ser viables, en el sentido de basarse en unos supuestos conservadores sobre la evolución del crecimiento económico y los tipos de interés; en segundo lugar, se han de fundamentar más en el recorte del gasto que en la subida de impuestos; tercero, tienen que ser políticamente creíbles, y cuarto, se han de llevar a cabo en momentos excepcionales: momentos en los que la prima de riesgo-país es objeto de fuertes presiones al alza. En estas circunstancias, el programa de estabilización, en lugar de tener un efecto contractivo, comporta un efecto de expansión, ya que la eliminación de las presiones en la prima de riesgo facilita el ajuste presupuestario (disminuyendo la carga de la deuda) y genera un entorno favorecedor de los flujos privados de consumo e inversión que puede reanimar la economía.

En el caso español, el plan que ha presentado el Gobierno es factible técnicamente, incluso si el escenario de crecimiento fuera algo menos favorable. Se concentra razonablemente en el gasto, aunque será preciso comprobar que los recortes se llevan a cabo en el gasto menos productivo. Y aunque dubitativamente, ha sido anunciado en el momento oportuno, cuando los mercados ya empezaban a amenazar con una escalada de la prima de riesgo. Para evitar tener que introducir planes mucho más duros, como ha hecho Irlanda o tendrá que hacer Grecia, ya que en ambos países la prima de riesgo se ha disparado, será necesario que el programa se ejecute con rigor y prontitud. Es decir, que sea políticamente creíble.

Euroblues

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 12 de febrero de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Ni Olivier Blanchard, ni Paul Krugman ni Joaquín Almunia están confabulados en contra de España.*

La prensa anglosajona se está regodeando con los problemas del euro. Se avanza todo tipo de recetas, desde que algunos países periféricos abandonen la moneda única, hasta que éstos creen, como California o las provincias argentinas, pagarés que se asimilen a los antiguos dracmas o escudos para transacciones internas en el país, o, sorpréndanse, que Alemania recupere el marco y abandone la unión monetaria! La cuestión es que las tensiones que plantea la actual crisis para el euro son muy fuertes. Desde el principio se ha sabido que tener una política monetaria común, sin tener ni una autoridad fiscal europea común ni un mercado de trabajo europeo integrado, sería problemático. Ahora lo estamos comprobando. La política monetaria del Banco Central Europeo no ha sido buena para España: demasiado laxa en tiempos de la burbuja inmobiliaria y demasiado estricta en tiempos difíciles.

Si la peseta todavía existiera, hubiéramos sufrido un ataque especulativo de grandes proporciones y la peseta se habría devaluado. Esto ayudaría a España a salir de la crisis a corto plazo, empujando las exportaciones, aunque podría comprometer las inversiones extranjeras en el futuro. Estamos en el euro, pero no por eso nos podemos quedar tranquilos, puesto que España ha perdido credibilidad en los mercados internacionales. La semana horrible de la bolsa ha vuelto a demonizar a los especuladores bajistas. Los inversores son miedosos y tienen un comportamiento de rebaño, pero la crisis actual no es una maquinación de la Pérfida Albión, sino que España se ha hecho vulnerable por la falta de una política económica coherente para encarar la crisis. Olivier Blanchard, del Fondo Monetario Internacional; el Nobel Paul Krugman, y el siempre ponderado comisario europeo, Joaquín Almunia, no están confabulados en contra de España, sino que están de acuerdo en que hay un problema grave de fondo y una perspectiva de ajuste doloroso por delante. De hecho, el problema se remonta a la adhesión al euro. Al renunciar a la peseta, España renunció a la devaluación como válvula de escape competitiva en una crisis. Ello requería que se pusiera en marcha un plan para mejorar la productividad de las empresas. Las inversiones en capital tecnológico y humano debían figurar en el primer capítulo del plan. Sin embargo, la rebaja de tipos de interés que supuso la integración en el euro significó una revalorización enorme de los activos en oferta fija como los terrenos en las grandes ciudades y la costa. El resultado fue un trasvase de recursos gigantesco a los propietarios de terrenos y al sector inmobiliario. La consecuencia es que no se invirtió lo suficiente en mejorar la competitividad de las empresas, dado que invertir en terrenos y ladrillo daba un rendimiento asegurado muy elevado. El pinchazo de la burbuja nos coge con una productividad muy baja a pesar de las excepciones que representa un sector dinámico de empresas exportadoras. El problema es que la pérdida de credibilidad va a pasar una factura importante a estas empresas dinámicas, a las empresas cotizadas y a las que necesitan endeudarse. Y a toda la economía, porque empeora las perspectivas de recuperación.

Credibilidad fiscal: ¿Quién la tiene?

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 11 de febrero de 2010 en *ABC*.

Según algunas informaciones, los problemas presupuestarios de los países periféricos de la zona euro, y en especial Grecia, han provocado una fuerte especulación contra el euro en los mercados de divisas. Esto sería, cuando menos, sorprendente. Conviene examinar los datos y analizar pausadamente la cuestión. La economía de Grecia supone aproximadamente un 2,5% de la zona euro. Por tanto, su déficit público estimado para el año 2009, 30.000 millones de euros, representa un 0,34% del producto interior bruto de la zona. Estamos hablando, por tanto, de una economía que es cuarenta veces menor que la del conjunto de la eurozona. Aunque tenga un déficit abultado (un 12,7% de su PIB), su contribución al déficit conjunto continúa siendo minúscula.

Lo verdaderamente llamativo son los elevados déficit de los dos países, Estados Unidos y Reino Unido, de donde proceden las voces más críticas con la eurozona. Los británicos probablemente terminen el año con un 11,6% de déficit, y los estadounidenses, con un 12,5% (datos del FMI). Las cifras no son muy diferentes para 2010 (13,2 y 10%, respectivamente) y quedan lejos de las ratios de la eurozona, cuyo déficit público sería del 6,2% en 2009 y del 6,6% en 2010.

A ello debemos añadir el enorme problema al que se enfrentan tanto Reino Unido como Estados Unidos para retirar la ingente liquidez que han inyectado sus bancos centrales a lo largo de los últimos quince meses. La emisión de moneda para adquirir deuda pública, bonos corporativos y títulos hipotecarios ha disparado los balances de los bancos centrales en más de dos billones de dólares, y es mucho mayor que la cantidad de liquidez inyectada por el Banco Central Europeo, que ha sido mucho más sobrio.

Es cierto que la zona euro tiene un problema de disciplina fiscal intrazona y serias dificultades para ajustar los desequilibrios internos, con duros períodos de desinflación para algunos países cuyos precios y deudas crecieron en exceso en el pasado. Éste es un problema político de primer orden, pero se manifiesta en los países periféricos y, como muestra el ejemplo de Irlanda, se puede ir reconduciendo gradualmente. La falta de disciplina fiscal y monetaria no afecta, en la zona euro, al corazón del sistema. No se puede decir lo mismo de Estados Unidos y de Reino Unido, donde los riesgos de un repunte inflacionario a medio plazo son mucho más significativos.

La depreciación del euro a la que hemos asistido en las últimas semanas corrige la excesiva apreciación que había sufrido en los últimos años, y por tanto debe ser bienvenida. En modo alguno debiera reflejar temores sobre la sostenibilidad fiscal de las finanzas europeas. Los problemas fiscales de la zona euro son menores comparados con los de otros países desarrollados, y son consecuencia de lo difícil que es operar una moneda única sin una mayor integración fiscal, cuando la economía está sujeta a choques tan graves como el que ha supuesto la crisis financiera internacional.

La zona euro debe aprender de la experiencia, y para que no se cuestione su credibilidad fiscal espúreamente, es preciso avanzar en el diseño de un mayor grado de integración presupuestaria que complemente la unión monetaria.

Alarma y reformas

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 2 de febrero de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Se necesita un verdadero golpe de timón que impulse la productividad y garantice el Estado de bienestar.*

Los problemas de Grecia con la perspectiva de impago de su deuda pública han generado alarma sobre el futuro del euro y la deuda pública de países periféricos como España. Europa se puede enfrentar al dilema de la Reserva Federal en Estados Unidos en el momento de la quiebra de Lehman Brothers. Si se presta ayuda y se salva el banco, la disciplina de mercado se resiente y se anima al comportamiento arriesgado. Si se deja caer... bueno, ya sabemos lo que pasó en este caso. Aunque Grecia se ha caracterizado por sus triquiñuelas presupuestarias y trampas contables, es de esperar que sea ayudada para que su impago no contagie de manera fulminante a la periferia de Europa. De entrada, un equipo de auditores externos debería examinar sus cuentas públicas.

La perspectiva de impago de la deuda griega y las posibles repercusiones en la deuda española parecen haber focalizado la atención del Gobierno español, que ha dado un giro a la política económica del “aquí no pasa nada” y “esperemos un poco que esto se arregla”. Sea, pues, bienvenido el cambio. Un programa de ajuste presupuestario de 50.000 millones de euros y la propuesta de alargar la jubilación paulatinamente hasta los 67 años son propuestas que van en la dirección adecuada, pero falta un marco de referencia general donde se inserten.

La economía española necesita una serie de reformas si quiere salir del agujero y no quedar estancada muchos años. Se necesita un verdadero golpe de timón que impulse la productividad y garantice el Estado de bienestar. La reforma del mercado laboral es inaplazable, atenta el sentido común pensar que una tasa de paro que se acerca al 20% no tiene nada que ver con problemas en el mercado de trabajo. La reforma de la Administración pública, con un sinfín de superposiciones e ineficiencias, también lo es ahora. En caso contrario, ¿cómo se puede generar un ahorro de 50.000 millones de euros? Sin mejorar espectacularmente la educación y la justicia, no mejoraremos la productividad de las empresas.

Sí, se necesita capital humano cualificado para competir en el mundo de hoy; sí, se necesita una justicia ágil para resolver cuestiones mercantiles. Se deben reformar las pensiones públicas con un conjunto de medidas que también deben incluir la reducción drástica de las prejubilaciones y cambios en las bases de cotización.

Las reformas son necesarias para que España pueda aprovechar el cambio de ciclo internacional y para poner en una senda sostenible el gasto público y el Estado del bienestar. Aprovechemos la espada de Damocles sobre la deuda española de los mercados internacionales para plantear un plan de reformas coherente. El tiempo se acaba. Estas reformas necesitan consenso. Gobierno, oposición y agentes sociales harían bien en entender que van en un mismo barco que tiene unas vías de agua importantes que reparar. Quedan pocas dudas de que sin reformas vamos al estancamiento.

Obama y la sanidad

Luis Cabral

Profesor de Economía y Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 27 de enero de 2010 en *La Vanguardia*.

- *El quid de la cuestión es la “distorsión”, no el “mercado”, y abolirlo sería pagar a justos por pecadores.*

El debate público sobre la reforma del sistema sanitario estadounidense ha sido recibido con interés al otro lado del Atlántico debido, en parte, a la enormidad del país y, en parte, a que las reformas y experimentos que se llevan a cabo en el sistema estadounidense tienden a repercutir asimismo en el sistema europeo (igual que pasa en Estados Unidos, los sistemas europeos también están sujetos a grandes presiones financieras, aunque en menor grado).

Después de cuatro meses en Barcelona, he constatado que la perspectiva europea más común sobre lo que está pasando en Europa y Norteamérica no siempre es correcta. Intentaré mostrarlo en tres puntos.

Primero, tenemos la idea de que el sistema americano es un sistema en que el Gobierno no tiene cualquier papel. Pero aunque sí es cierto que el mercado desempeña un papel más importante en Estados Unidos que en Europa, las diferencias en cuanto a la función del Gobierno no son tan radicales como a veces se quiere mostrar. Por ejemplo, en Estados Unidos aproximadamente la mitad del gasto sanitario es público (a través de Medicaid y otros programas gubernamentales), mientras que en Catalunya, por nombrar un ejemplo europeo, el 70% de las camas de hospital son privadas.

Segundo, en Estados Unidos hay más de cuarenta millones de ciudadanos sin seguro médico. Es un dato innegable, y es realmente escandaloso que en un país desarrollado haya tanta gente en esa situación. Pero, dicho esto, debemos matizar que la mayoría de los no asegurados no son pobres o personas sin recursos (que pueden optar por formar parte del programa Medicare), sino hombres jóvenes, quizás en paro, pero con una estabilidad económica que les permitiría pagar un seguro médico y aun así prefieren no hacerlo (muchos porque se creen inmortales como jóvenes que son).

Tercero, muchos defienden que los hechos prueban que, aunque el mercado funciona en muchos ámbitos, cuando se trata de la sanidad no hay nada como un sistema centralizado. Pero en gran parte, la crisis del sistema estadounidense tiene su origen en un sistema de mercado distorsionado. Los pacientes pagan una pequeña parte del coste de los procedimientos no esenciales, y los doctores y los hospitales, a su vez, suelen cobrar por servicio realizado. Esto implica que el sistema ofrece demasiados servicios de asistencia no esencial.

En otras palabras, el problema radica en que un sistema de mercado distorsionado implica incentivos equivocados. Pero el quid de la cuestión es la distorsión, no el mercado, y abolirlo sería hacer pagar a justos por pecadores.

Estrategias de salida

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 15 de enero de 2010 en *La Vanguardia*.

- *Los estímulos fueron tan heterodoxos que su retirada promete un agitado 2010.*

Este año 2010 es clave para lograr una recuperación sostenida de la economía mundial. Un factor determinante para conseguir este objetivo va a ser la retirada con éxito de las excepcionales medidas de expansión monetaria y fiscal que se pusieron en marcha durante la crisis y que han evitado que la gran recesión de 2009 desembocara en una gran depresión.

Las medidas adoptadas han sido tan inusuales y heterodoxas que sería ingenuo pensar que el proceso de vuelta a la normalidad de la política económica –las denominadas estrategias de salida– va a ser sencillo. Nos promete un 2010 como mínimo agitado, cuando no convulso.

El mayor reto es, tal vez, la recuperación del equilibrio en los mercados monetarios mediante el drenaje de la liquidez y la consiguiente contracción de los balances de los bancos centrales –en especial, la Reserva Federal. No va a ser sencillo retirar el exceso de liquidez y al mismo tiempo garantizar, gracias a la definitiva estabilización de los intermediarios financieros, que el dinero y el crédito fluyan de manera regular al conjunto de la economía.

Ello significa, por tanto, que el cambio de ciclo en política monetaria debe ir forzosamente acompañado de un restablecimiento prácticamente total de los sistemas bancarios. Las medidas de apoyo temporal al sector también tenderán a desaparecer a lo largo del ejercicio, pero es crucial que ello suceda cuando esté garantizada la correcta capitalización de los sistemas bancarios, de tal modo que puedan hacer frente al deterioro crediticio que ha generado la gran recesión de 2009.

El tercer frente de actuación es el inicio de los procesos de consolidación fiscal. Tras unos meses de extraordinaria expansión de los déficit públicos, para compensar la debilidad de la demanda privada y evitar una caída del PIB superior a los dos dígitos, los próximos ejercicios, empezando por el actual, deberán estar marcados por la adopción de una senda creíble de reequilibrio presupuestario. El objetivo es evitar la espiral de aumento sin control de la deuda pública, y el desafío es proceder a la consolidación con el ritmo justo para sostener la demanda, conforme el sector privado tome el relevo, y con la combinación de cambios en impuestos y gastos que dañe en menor medida el potencial de crecimiento de las economías.

Un factor adicional que atestigua la complejidad del entorno económico y financiero al que nos enfrentamos es la delicada interacción entre las estrategias de salida en los ámbitos monetario y presupuestario.

La gradual desaparición de las políticas monetarias no convencionales a lo largo de 2010, antesala de posibles aumentos de tipos de referencia a finales del ejercicio, puede exigir una sustancial intervención de algunos bancos centrales en los mercados de deuda pública, vendiendo títulos y retirando liquidez. Será esencial que esta menor demanda de deuda vaya de la mano de la mencionada consolidación fiscal, puesto que, de lo contrario, podríamos registrar graves tensiones en los mercados de deuda, con fuertes alzas en los tipos al coincidir una mayor búsqueda de financiación de los gobiernos con una retracción de los compradores. Si, como esperamos, también se reanima la demanda de fondos por parte del sector privado, el escenario de los mercados de deuda será aún más desestabilizador.

En definitiva, la economía internacional está en franca mejoría, pero la senda de la recuperación es un camino tortuoso por el que jamás habíamos transitado. Es por ello recomendable confiar en el éxito de la expedición, pero al mismo tiempo ser conscientes de que la ruta puede estar repleta de sobresaltos y dificultades inesperadas.

An Antitrust Counter-Revolution

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 15 de enero de 2010 en *L'Echo* (Bélgica), *Borsen* (Dinamarca), *FT Deutschland* (Alemania), *Vilaggazdasag* (Hungría), *Verslo Zinios* (Lituania), *Logos Press* (Moldavia), *Goodwill* (Eslovaquia), *Al Watan Daily*, *Al Jarida* (Kuwait), *Alroya Aleqtissadiya* (Emiratos Árabes Unidos).

The current global financial crisis has made evident the tremendous pressures to which competition policy is subject on both sides of the Atlantic. In particular, competition policy has suffered a setback mostly because of the distortional aid measures to financial intermediaries, as well as a suspension of merger rules to save institutions. Indeed, public provision of capital and other subsidies have made the playing field uneven, with weaker institutions ending up much better capitalized than healthier ones. This is crucial in a sector like banking, where perceptions about the soundness of an institution are fundamental to its ability to compete. For example, Lloyds TSB took over the troubled HBOS, Britain's largest mortgage lender, in a merger opposed by the country's Office of Fair Trading, whereas it was barred from taking over Abbey National bank in 2001. In the United States, the investment banking business has been consolidated with the forced takeovers of Bear Stearns by JP Morgan and of Merrill Lynch by Bank of America. The result is very weak competition among the players left.

Competition policy was attuned to deal with individual crises, but a systemic crisis has almost broken its back. Not only in banking, but in other sectors as well – with automakers at the forefront – massive subsidies are keeping inefficient incumbents in place, limiting the growth of efficient firms or, perhaps even worse, preventing market entry by new firms. In the European Union, national governments maneuver in a subsidy race to shift the costs of capacity adjustment in the car industry to neighbors, as the case of Opel shows. But consolidation to reduce perceived excess capacity in banking and the automotive sector may create long-term anti-competitive market structures. As long as those structures manage to keep new entrants out, market discipline will be suppressed and the consumer will suffer.

It is precisely the size and power of large financial, automotive, and other firms that have conditioned the scope of regulation and public intervention. Indeed, the influence of the United States investment-banking industry's lobbying efforts on the relaxation of prudential standards in financial regulation is widely recognized as a factor leading to the current crisis. And many would argue that the industry has had a substantial impact on the measures to resolve the crisis itself.

The clout of the “big three” automakers in the United States is also evident, despite their relatively poor record in terms of efficiency and delivering value to consumers. Indeed, it is remarkable that, with General Motors seemingly unresponsive to consumer demand, there is now a debate about whether it should be forced to produce more fuel-efficient cars.

If large firms can shape the playing field in their favor through their influence on the political process and regulation – thereby keeping out new entrants in their industries and shifting costs to society – a whole

new perspective on competition policy follows. Or perhaps it is not so new after all. Antitrust policy started in the United States at the end of the nineteenth century with a deep suspicion about large firms, owing to the concentration of power that largeness entails.

This somewhat populist view later gave way to a view of antitrust that focused on efficiency. What it sought to address was market power in a particular sector, not size per se, because market power leads to high prices and potentially reduces variety and innovation. In Europe, the “efficiency view” of competition policy also prevailed. But the current crisis might pose the question of whether the populist view of anti-trust – limiting the size of firms because of the excessive influence they may wield – has some merit. The issue is not only that firms that become systemically vital may blackmail society, but also that very large firms can tilt the playing field to further their interests at society’s expense. The saying that what is good for GM is good for the United States, if it was ever valid, seems hardly tenable today.

It is, however, one thing to recognize the problem, and another to think about measures to address it. Firms can be made to internalize the costs they impose on society with appropriate regulation (for example, capital requirements with a systemic charge for financial institutions), but it is not so obvious what to do with “excessive” influence that comes with size. To limit the size of firms to check the concentration of power is a very blunt instrument – one that highlights the failure of other controls in the democratic process aimed at ensuring that strong lobbies do not end up imposing regulation that is not aligned with social welfare. But if effective checks and balances are not put in place.

19th-century antitrust may be back in fashion sooner rather than later.

La crisis y la reforma del sistema financiero

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 15 de enero de 2010 en *El País*.

- *Se ha evitado una gran depresión, pero urge la limpieza del balance bancario para recuperar la normalidad financiera y que la salida de la crisis no sea en falso. Es clave el resultado de este debate en Estados Unidos.*
- *La UE sigue sin tener una línea de autoridad clara en casos de crisis sistémicas.*
- *La espectacular recuperación de la bolsa no es ajena a la actual política de tipos.*

Se ha evitado una gran depresión, pero urge la limpieza del balance bancario para recuperar la normalidad financiera y que la salida de la crisis no sea en falso. Es clave el resultado de este debate en Estados Unidos.

En otoño de 2008 el sistema financiero internacional estaba al borde del abismo, con los indicadores de volatilidad y riesgo en valores extremos. Un año más tarde, la crisis del sistema se ha superado gracias a inyecciones masivas de liquidez, tipos de interés cercanos a cero y generosos programas de ayuda al sector bancario. Al mismo tiempo, y gracias a programas de estímulo fiscal, se ha evitado que la crisis del sistema financiero derivara en un nuevo episodio de gran depresión, quedando simplemente en gran recesión. Se ha superado la fase crítica de la crisis financiera, y las bolsas se han recuperado parcialmente, pero los problemas de solvencia de la banca todavía están ahí, a pesar de la mejora de los indicadores de rentabilidad. La mejora de las perspectivas económicas no se consolidará hasta que el balance de la banca, empezando por la de Estados Unidos, no esté limpio de activos dañados.

Una banca con problemas en su balance es una rémora para el crecimiento económico, puesto que no puede proporcionar el crédito necesario a la economía. La idea de que una recuperación económica vigorosa alimentada por tipos de interés bajos saneará el balance de la banca por sí sola es atractiva, y cómoda, pero peligrosa. El ejemplo de Japón es claro. Las consecuencias del estallido de su burbuja sin posterior saneamiento bancario todavía se están pagando ahora, con más de una década de estancamiento. Urge, pues, la limpieza del balance bancario para recuperar el funcionamiento normal del sistema financiero y no salir en falso de la crisis.

En noviembre de 2008, en estas mismas páginas, planteaba tres tareas en relación a la crisis. La primera tarea era tomar medidas coordinadas para evitar una gran depresión. Esto está hecho, aunque con la sombra del saneamiento del sector bancario.

La segunda tarea era cómo paliar las consecuencias perniciosas de las ayudas al sector bancario. En efecto, la ayuda generalizada a las entidades con problemas implica que no se castiga la asunción de riesgo excesivo y, por consiguiente, se pone la semilla de comportamientos irresponsables en el futuro. Además, las entidades que han sido prudentes no se ven recompensadas e incluso se pueden ver en inferioridad

de condiciones, con un coste de capital más elevado dado que no gozan del subsidio público. Aquí, los resultados han sido mixtos. Mientras que la Comisión Europea ha insistido en que las entidades que hayan recibido ayudas se reestructuren y reduzcan su tamaño vendiendo activos, como en los casos del Royal Bank of Scotland o de ING, las autoridades en Estados Unidos no han actuado de forma paralela con Citigroup o Bank of America. En cualquier caso, la sensación de que una entidad puede tomar mucho riesgo, ser salvada porque es “demasiado grande para quebrar”, y después el contribuyente pagar los platos rotos, queda ahí para el futuro. No es un buen ejemplo.

La tercera tarea propuesta era la reforma del sistema financiero para hacerlo más robusto y evitar una nueva crisis general. Los avances en este sentido han sido pequeños y corremos el peligro de que las lecciones de la crisis no se hayan aprendido.

El Comité de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board) propuesto por el G-20 ha determinado unos principios para reformar el sistema: fortalecer los requisitos de capital –incluyendo provisiones contracíclicas, en las que el Banco de España ha sido pionero–; introducir requisitos de liquidez con especial atención a las operaciones internacionales; reducir el riesgo sistémico inducido por el comportamiento de las instituciones “demasiado grandes para quebrar”; fortalecer y homogeneizar los estándares contables; mejorar los métodos de remuneración de los empleados de las entidades financieras para controlar los incentivos a tomar riesgo; extender el control supervisor a todas las entidades que actúan como bancos; elevar los estándares de control de riesgo para los mercados de derivados *over-the-counter*; revitalizar la titulización de activos en un contexto de mayor transparencia, menor complejidad y alineación de incentivos entre los inversores y los emisores; y, finalmente, asegurar la coherencia internacional de la regulación y la supervisión. Estos principios deben inspirar la reforma de la regulación y las reglas prudenciales dictadas por el Comité de Basilea.

En la Unión Europea, a resultas del informe de Larosière, se ha impulsado la creación de un sistema europeo de supervisores financieros en las áreas de banca, seguros y mercados para aumentar la coordinación en la supervisión de instituciones y mercados. Por otra parte, se ha propuesto la creación de un Comité Europeo de Riesgo Sistémico (CERS) para asesorar y prevenir en esta materia y en donde el Banco Central Europeo (BCE) está llamado a jugar un papel importante. Esto supone un paso, aún tímido, hacia una mayor integración de la supervisión financiera en la UE. Sin embargo, la UE sigue sin tener una línea de autoridad clara en casos de crisis sistémicas. El propuesto CERS no tendrá capacidad operativa y no es evidente que el BCE cuente con la necesaria información supervisora sobre las entidades individuales.

Además, el problema de la resolución de la quiebra de entidades transfronterizas, con el caso de Fortis como ejemplo, sigue ahí. Este problema se paliaría con el requisito que las entidades paneuropeas suscribiesen un seguro de depósito y se constituyera un fondo de garantía europeo. Al mismo tiempo, se tiende a una regulación más estricta de los gestores de *hedge funds* y de capital riesgo. Esta regulación corre el peligro de ser reglamentista y poco efectiva. Algunos países han instituido límites a las retribuciones de los ejecutivos bancarios, y Reino Unido un impuesto extraordinario temporal sobre los bonos recibidos, al que la City ha reaccionado con desagrado. La idea del impuesto extraordinario es que los beneficios recientes obtenidos por la banca se deben a las ayudas recibidas más que a la gestión realizada.

En Estados Unidos se debate la arquitectura de la regulación financiera. El Congreso propone un papel preponderante de la Reserva Federal en la gestión de crisis, un consejo de riesgo sistémico y la creación de una agencia de protección de los consumidores. El Senado está considerando una propuesta de creación de un super-regulador que quitaría competencias de supervisión a la Reserva Federal, la cual quedaría en segundo plano entre el regulador y el consejo de riesgo sistémico. Se especula incluso con la posibilidad de que el banco central no actúe como prestamista de última instancia del sistema para así poder preservar su independencia. La batalla promete ser dura, puesto que la Reserva Federal, y Ben Bernanke en particular, están en entredicho por su papel antes del estallido de la crisis y por su reacción ante ella. El presidente Bernanke ha defendido recientemente, para sorpresa de muchos, que la política de tipos de interés bajos antes de la crisis no es responsable de la burbuja inmobiliaria, sino una regulación inadecuada. De acuerdo con la ortodoxia precrisis, un banco central no puede ni debe hacer nada para prevenir la formación de burbujas de activos reales o financieros. La llamada “opción de Greenspan”, de acuerdo con la cual la desinflación de los precios de los activos se combate con bajadas de los tipos de interés, parece más viva que nunca. De hecho, la espectacular recuperación actual de la bolsa no es ajena a la actual política de tipos de interés.

El panorama es, pues, complejo, y tanto la regulación financiera como la configuración de su arquitectura están en el aire. Existe un consenso en los puntos generales del Comité de Estabilidad Financiera, pero no en los detalles. Asimismo, está en juego el papel de los bancos centrales en la preservación de la estabilidad del sistema financiero. El resultado del debate en Estados Unidos tendrá repercusiones internacionales. La reforma sustantiva de la regulación no puede quedarse en agua de borrajas, con cambios esencialmente cosméticos que reflejen un “aquí no ha pasado nada”. Si esto fuera así, la crisis habría sido una oportunidad perdida para construir un sistema financiero más robusto y solamente cabría esperar nuevos episodios en los que nos volveríamos a acercar al abismo.

L'euro i la crisi

Jordi Gual

Research Fellow del Centre Sector Públic - Sector Privat, Professor d'Economia de l'IESE i Economista Cap de "la Caixa".

Aquest article es va publicar el 20 de desembre de 2009 a *Avui*.

- *La moneda única, element central de la recuperació.*

Seria més fàcil sortir de la crisi si la nostra economia no fos part de la Unió Econòmica i Monetària? Es a dir, si en comptes de l'euro tinguéssim la nostra pròpia moneda? Aquesta és una pregunta que es fan molts ciutadans, davant la magnitud de la recessió econòmica que hem patit aquest 2009 i les perspectives de recuperació molt gradual per l'any que ve. La intuïció de moltes persones és que si existís l'antiga pesseta, la seva devaluació permetria una forta recuperació del sector exterior espanyol, i d'aquesta manera una sortida més ràpida de la crisi.

Prescindir de l'euro no sols és economia-ficció. Es política-ficció i és un escenari absolutament impensable. Tanmateix, plantejar-nos que succeiria en la seva absència constitueix un bon exercici d'anàlisi, ja que ens fa palès com la moneda única serà un factor clau en la recuperació econòmica sòlida del país, de la mateixa manera que va ésser un element fonamental en la gènesi dels anys d'eufòria que hem viscut.

Es ben cert que una devaluació de la moneda és un mecanisme que, en principi, facilita un ajust ràpid de les economies quan han anat acumulant desequilibris en els seus intercanvis comercials amb la resta del món. En el cas de l'economia espanyola, els preus i costos interns han crescut en excés al llarg dels darrers anys. Algunes estimacions quantifiquen la pèrdua de competitivitat al voltant del 15% i una devaluació els ajustaria d'un sol cop a un nivell més raonable. A més, també abaratiria el preu dels actius interns, per exemple els immobiliaris, pels inversors estrangers i d'aquesta manera potser facilitaria el flux de finançament internacional.

Però sols "potser" ja que l'efectivitat d'una devaluació per restablir l'equilibri de la balança de pagaments d'una economia no depèn sols de la possibilitat d'ajustar el valor de la moneda, sinó de la capacitat de posar en marxa polítiques que impedeixin la reproducció futura del desequilibri, i de convèncer als inversors internacionals de que això serà possible. Si no es resolen els problemes interns que fan augmentar els preus i els costos, de poc serveix la devaluació.

Es per això que l'euro és un element central de la recuperació. Ens imposa limitacions serioses de política econòmica: no tenim capacitat de crear nou diner, ni de controlar els tipus d'interès de mercat. Això vol dir que disposem de poca capacitat d'actuar envers els canvis de conjuntura econòmica i que no podem tractar de reduir el nostre deute públic generant inflació amb la impressió de bitllets. L'euro ens priva de la política monetària i ens limita fortament la capacitat d'endeutament públic. Però recórrer a aquestes polítiques no ens aportaria solucions duradores al problema de la competitivitat de la nostra economia. Així, formar part de la Unió Econòmica i Monetària ens imposa una única via de política econòmica i,

de fet, és el camí que constitueix una font estable de guanys de competitivitat: la reforma de les nostres institucions econòmiques i socials.

L'euro és, essencialment, un mecanisme de disciplina social. Ens obliga com a societat a renunciar a la manipulació de la moneda o dels pressupostos públics per tal de resoldre, artificialment i ben segur que temporalment, els problemes d'ajust de la nostra societat als reptes que la crisi suposa. I comporta que davant d'un problema real, ens haguem d'oblidar de respostes monetàries, i l'enfrontem amb reformes reals, microeconòmiques, adaptant les nostres institucions i els nostres mercats a les realitats competitives del món actual.

La recessió actual està suposant una prova important per la nova moneda, i especialment pels països que, en accedir-hi, o bé no disposaven d'una economia poc inflacionària, amb finances públiques sanejades (com seria el cas de Grècia) o bé varen patir seriosos desequilibris originats –al menys en part– per la pròpia incorporació a la zona euro (casos de Irlanda i Espanya). Serà interessant també contrastar la evolució d'aquests països, amb la d'altres, com per exemple el Regne Unit, que varen decidir restar fora de la zona i que per tant s'han pogut ajustar a la recessió utilitzant una major autonomia de política econòmica.

Es possible que l'economia britànica, mitjançant la devaluació de la lliura esterlina i una política monetària bastant més agressiva que la que ha portat a terme el banc central europeu a la zona euro, surti més aviat de la recessió que els països perifèrics de la Unió Econòmica i Monetària, però la clau serà la sostenibilitat de la sortida. La única solució duradora és la reforma dels mercats i les institucions econòmiques. A la zona euro i per l'economia espanyola això és una obligació. Els britànics poden disposar de més instruments, però a la fi només aconseguiran una solució duradora si les mesures de política conjuntural van acompanyades de reformes estructurals.

El ajuste bancario

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 20 de diciembre de 2009 en *ABC*.

- *El principal reto al que se tiene que enfrentar el sistema financiero español es mejorar su rentabilidad económica, que lleva años deteriorándose.*

A fuerza de repetirlo, corremos el riesgo de acabar creyéndolo. Me refiero a la idea, ya muy extendida, de que en España existe un exceso de oficinas y personal bancario.

El argumento es sencillo y se ha repetido hasta la saciedad durante los últimos meses: el sector financiero español estaba dimensionado para el período dorado de expansión inmobiliaria, y el colapso de aquel sector requiere un redimensionamiento a la baja de la banca, conforme se reduce el nivel de actividad, especialmente crediticia.

Es cierto que el volumen de crédito concedido entre 2003 y 2008 fue extraordinario, de tal modo que la ratio crédito sobre PIB se situó en 170%, muy por encima de lo que correspondería a una tendencia histórica razonable. Este indicador, además, es muy superior al de algunos de nuestros países vecinos. Sin embargo, ello sólo es indicativo de que los crecimientos de negocio crediticio futuro serán probablemente más moderados. No se trata de un dato muy informativo sobre la naturaleza del ajuste del sector.

El sistema bancario español también destaca en el número de oficinas por habitante, que es claramente superior al de nuestros homólogos internacionales. No obstante, esto es así desde hace más de dos décadas y refleja una apuesta por la cercanía en el servicio, con determinantes relacionados con la dispersión de la población en el territorio. Además, la elevada capilaridad geográfica está de sobras compensada por un modelo de oficinas «ligeras», con muchos menos empleados por oficina que en otros países. De hecho, si analizamos el empleo en el sector bancario en relación al tamaño de la población española, observamos que nos situamos algo por debajo de las cifras de países como Alemania, Francia o Italia y del promedio de la zona euro.

Por tanto, el verdadero problema del sector financiero español no parece ser su tamaño. El principal reto al que se tiene que enfrentar es mejorar su rentabilidad económica, que lleva años deteriorándose de manera sustancial. Los años de rápido crecimiento del negocio generaron un entorno de fuerte competencia por cuota de mercado, con bajos tipos de interés para el crédito y unos costes crecientes, a menudo ignorados en un entorno de expansión eufórica. La peligrosa infraestimación del riesgo durante los años del *boom* inmobiliario creó la ilusión de una elevada rentabilidad contable, ocultando el deterioro de la rentabilidad económica. Esta ilusión contable ha ido desapareciendo a lo largo de los últimos meses por el repunte de la morosidad.

El sector se enfrenta, por tanto, no sólo a una coyuntura compleja como resultado de los tipos de interés bajos y el entorno de recesión con morosidad al alza, sino también a la necesidad de un cambio estructural para restablecer un entorno de rentabilidad económica sólido que garantice un crecimiento solvente futuro. ¿Significa ello que el sector requiere un ajuste de capacidad con disminución de oficinas y personal? No necesariamente, puesto que ya hemos visto que en esas variables estamos en línea con los parámetros internacionales. La realidad del sector es mucho más compleja. Lo que sí es preciso es una mejora de la rentabilidad. Para lograrlo es imprescindible acometer un proceso de reestructuración que conlleve una optimización de la distribución de la red de oficinas, una reducción del número de entidades que permita una mayor explotación de las economías de escala de servicios centrales, una recuperación de los márgenes con la prima apropiada por el riesgo y una mejora de la eficiencia en costes. Cuidado con las recetas simplistas, que podrían llevarnos a un ajuste inadecuado: las oficinas son puntos de venta, y las personas son esenciales para el asesoramiento personalizado, que es la principal herramienta comercial en un mundo financiero cada vez más complejo.

Crisis y transparencia

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 17 de diciembre de 2009 en *La Vanguardia*.

- *La tentación de subir impuestos es grande, pero puede tener resultados perniciosos.*

Las crisis tienen muchos inconvenientes y una ventaja: los agentes económicos consideran cuidadosamente los costes. Así, en la alegría del *boom* y desenfreno inmobiliario, la sensación de riqueza, revelada ficticia ahora, hacía que los consumidores aceptaran pagar precios elevados por determinados productos y servicios. Pensemos, por ejemplo, en los precios de la restauración. La atención a precios y costes es un efecto benéfico puesto que induce a las empresas a ser más eficientes, incrementar la productividad y ganar la competitividad perdida en los mercados exteriores. Las virtudes de la competencia en un mercado desaparecen cuando los clientes no se fijan en lo que pagan.

El efecto positivo de la crisis en el sector privado será de profilaxis y de reforzamiento de las empresas más competitivas. ¿Y en el sector público? El sector público en España ha gastado por encima de sus posibilidades a medio y largo plazo debido a los ingresos extraordinarios derivados de la burbuja inmobiliaria. El contribuyente parecía tener una personalidad disociada del ciudadano, que reclama más servicios sin pensar que éstos se deben pagar con más impuestos.

Las Administraciones públicas se lanzaron a gastar alegremente sus rentas de la burbuja. Se han planificado grandes infraestructuras en el contexto mundial (España es líder en kilómetros de tren de alta velocidad y magnas terminales de aeropuertos que empiezan con la letra T), se han dado subsidios extraordinarios a sectores (España líder en subsidios, a cargo del consumidor, a las energías renovables), etc. El común denominador de estas inversiones es que no se ha realizado un análisis en profundidad del coste-beneficio en términos sociales. Ahora la crisis presupuestaria puede ayudar a racionalizar un proceso insostenible (porque no se puede pagar). Las Administraciones pueden entrar en razón dilutando en el tiempo las actuaciones más faraónicas o eligiendo alternativas menos costosas.

El problema es que los ingresos públicos extraordinarios en buena parte no van a volver y se va a consolidar un déficit estructural en las finanzas públicas. Este déficit se puede superar mediante subidas de impuestos o reducciones de gasto. La tentación de subir impuestos es grande, pero puede tener resultados perniciosos para la recuperación económica y el crecimiento a largo plazo de la economía. Corremos el peligro de estancarnos. La alternativa es recortar el gasto público y acomodarlo a las posibilidades reales de la economía española. Un primer paso en la contención del gasto debería ser que los ciudadanos fueran conscientes del coste real de los servicios. Así como en la seguridad social se presenta una factura ficticia de coste para el paciente, el ciudadano debería ser informado del subsidio encubierto de viajar en AVE, utilizar una terminal supermoderna o coger el metro o el tranvía. Sin transparencia no hay contención de costes, sino un futuro complicado. Hay que aprovechar la crisis para aumentar la transparencia.

La fortaleza del euro

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 10 de noviembre de 2009 en *La Vanguardia*.

Desde hace algunas semanas la cotización euro-dólar se ha situado en cotas muy altas, cercanas a los máximos históricos, y ha cundido la alarma en muchos círculos económicos y empresariales de la eurozona. ¿Debe preocuparnos un euro caro en España? ¿Es un factor que puede dificultar aún más la salida de la crisis?

Ante todo es importante evaluar la naturaleza y la magnitud de la posible sobrevaloración del euro. Su reciente apreciación frente al dólar nos ha llevado a niveles similares a los que se registraron antes del paréntesis que supuso la crisis financiera. Durante el año y medio de alta volatilidad de los mercados financieros internacionales, el dólar se revalorizó temporalmente como moneda refugio, pero una vez concluido este episodio, la cotización ha vuelto donde ya estaba. Su valor actual refleja en parte que sobre el euro recae el grueso del ajuste de la moneda americana. Esto es así porque la divisa que debería apreciarse, el renminbi chino, se está manteniendo artificialmente infravalorada por la intervención de las autoridades chinas.

Ésta es una situación que no ayuda a que la economía mundial consiga crecer razonablemente sin depender tanto del consumidor americano. Un eventual ajuste hacia paridades más acorde con el verdadero valor de las principales monedas interesa al bloque europeo, puesto que conduciría a una depreciación del euro, tanto respecto al dólar como en relación al renminbi. Mientras esto no ocurre, ¿perjudica un euro fuerte a la economía española?

Naturalmente, el euro fuerte dificulta la salida de la recesión de algunos países importantes de la zona euro, que exportan mucho a terceros países y son un motor de la recuperación del continente. Y en el caso español sin duda es un factor negativo para nuestra exportación al resto del mundo e incluso para competir contra terceros países en la zona euro.

Pero a esos factores negativos se les debe contraponer un factor positivo, tal vez más importante. Un euro fuerte es, por sí mismo, un factor de contención monetaria y, por ello, en la medida en que se mantenga, aleja aún más en el tiempo la fecha en la que el Banco Central Europeo se puede decidir a aumentar los tipos de interés de referencia. Para España, una economía excesivamente endeudada que tiene que vivir un complejo proceso de desapalancamiento, la fortaleza del euro es positiva. Ayudará a mantener bajo control la carga de la deuda, algo imprescindible para que gradualmente se recomponga la maltrecha demanda interna. Además, puesto que nuestro principal mercado sigue siendo la zona euro, a la que se dirigen casi el 60% de nuestras exportaciones, el euro caro tampoco perjudica tanto el crucial relanzamiento del sector exterior.

La economía es la disciplina de la escasez. Puede, en ocasiones, conducirnos al pesimismo cuando nos obliga a reconocer que no todos nuestros deseos son alcanzables. En este caso nos recuerda que si tuviéramos un euro más débil, probablemente ello sería a costa de unos tipos de interés que subirían más rápidamente. Sin embargo, en lugar de lamentarnos por un euro fuerte, es seguramente más constructivo alegrarnos por su efecto favorable en las condiciones monetarias en España.

Europa y la recuperación económica

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 27 de octubre de 2009 en *ABC*.

Las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre el crecimiento de las principales economías para el bienio 2009-2010 muestran un dato que ha pasado algo desapercibido. Según este organismo internacional, Estados Unidos, epicentro de la crisis financiera internacional, tendrá una caída de la actividad del 2,5%, para luego recobrar pulso en 2010 y encaramarse un 1,2%. Es decir, en dos años el producto interior bruto (PIB) habrá caído sólo un 1,3%. Por el contrario, la zona euro, que en gran medida ha importado la crisis, registrará una dura caída este año, 4,2%, y apenas se recuperará en el siguiente, 0,5%, con una caída total del 3,7%. ¿Cómo es esto posible? ¿A qué se deben los malos resultados europeos? ¿Es posible aún reequilibrar la situación?

Además de cuestiones estructurales como el grado de exposición al comercio internacional, una primera explicación del diferencial Estados Unidos-zona euro es la rapidez y contundencia de la respuesta de política económica en Estados Unidos. Tanto en política fiscal como en política monetaria, los estadounidenses han actuado con mayor celeridad y en proporciones claramente superiores a la respuesta europea. En Estados Unidos, la política monetaria ha amortiguado la caída de la demanda privada, y ésta además se ha visto complementada por el gasto público. En la zona euro, la reacción ha sido más cauta y comedida. Esto a corto plazo entraña mayores dificultades, pero debemos confiar que nos protege de los serios riesgos inflacionistas a medio plazo que genera la brutal inyección de liquidez y gasto que ha llevado a cabo Estados Unidos.

Un segundo factor clave es la dificultad que tiene la zona euro para implantar una política efectiva de reestructuración financiera. En la zona euro, el sector bancario juega un papel mucho más importante que en Estados Unidos. Según el propio FMI, sus tenencias de activos y títulos eran en el primer semestre de este año un 50% superiores a las del sector bancario estadounidense. Ello implica que a pesar de que la tasa de pérdida estimada para el período para la zona euro sea inferior a la de Estados Unidos, el impacto total en pérdidas sea parecido (cercano a los 800.000 millones de euros). Esto tiene serias consecuencias para el sistema financiero europeo, que en gran medida descansa en la intermediación bancaria. En Estados Unidos, los mercados de capitales juegan un papel comparativamente mayor, y además se están recuperando gracias a las agresivas intervenciones en los mismos por parte de las autoridades.

En la zona euro, el proceso de ajuste financiero se ha visto dificultado por la ausencia de un marco de política financiera suficientemente armonizado y claro. A lo largo de la crisis hemos asistido a intervenciones unilaterales de los Estados Miembros, en las que no ha primado una visión global del sistema y un ajuste siguiendo las reglas del mercado (con la pérdida de peso de las entidades más débiles), sino más bien una política proteccionista, orientada a la salvaguarda de los intereses nacionales. El Consejo Europeo y la Comisión han tratado de coordinar este proceso de intervenciones para impedir la ruptura

del mercado interior, pero siempre a remolque de los acontecimientos y sin disponer de los instrumentos adecuados para hacer frente al reto que la crisis suponía.

Ahora que empezamos a vislumbrar la recuperación, los europeos debieramos tomar buena nota de lo sucedido. Como en otros campos de la política económica, la experiencia de la crisis debiera enseñarnos que las acciones unilaterales son contraproducentes para la efectividad de la política, y que las ganancias que un país pueda obtener individualmente, son inferiores al coste de un avance global menor del conjunto. Es el momento de introducir reformas en el sistema institucional para que una mayor coordinación de las políticas financieras de los Estados europeos, actúe de catalizador de la actividad en la senda de recuperación que se está iniciando.

El fallo de los economistas

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 19 de octubre de 2009 en *La Vanguardia*.

- *Nadie sabía (y todavía hay dudas) el número de cadáveres en los armarios de las distintas instituciones financieras.*

Se achaca a los economistas que no vieran venir la crisis. Esto no es cierto del todo, puesto que diversos economistas alertaron de la insostenibilidad del *boom* inmobiliario, allá donde se produjo, y de los excesos del crédito fácil. Experiencias históricas no faltaban. Aun así hubo demasiada complacencia, porque los mensajeros de malas noticias y otros aguafiestas no acostumbran a ser bien recibidos, y sus opiniones tienden a no ser escuchadas, cuando la economía va a toda máquina.

Recordemos que hace poco la persona que osara decir que los precios inmobiliarios podían bajar recibía todo tipo de improperios. Además, una cosa es observar que una burbuja en proceso de expansión explotará en algún momento y otra decir cuándo. Mientras lo primero se puede afirmar con un grado de confianza elevado, para lo segundo hace falta tener una bola de cristal, y los economistas no la tienen. Lo que sorprendió a todo el mundo fue la extrema gravedad de la crisis financiera que siguió al pinchazo de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos. No es que no haya modelos de crisis sistémicas en el sector financiero, en buena parte desarrollados después de la crisis de 1929, pero se pensaba que la combinación de mercados eficientes y de un banco central omnisciente hacía imposible una crisis general en el corazón de los países avanzados. Sin embargo, fallaron las dos premisas.

Los bancos centrales han seguido un modelo de política monetaria que no ha tenido en cuenta los precios de los activos siempre que la inflación estuviera contenida. Así se podía inyectar dinero de forma masiva y bajar los tipos de interés, en respuesta a pinchazos de burbujas como la de la tecnología de la información, y elevar las cotizaciones de la bolsa. Avances en la productividad o las importaciones de China mantendrían el IPC bajo control. El caso de Japón era una anomalía ignorada. Resultó, sin embargo, que una innovación financiera para titularizar créditos hipotecarios junto con una regulación laxa permitió a un buen número de entidades financieras tomar riesgos enormes y de manera opaca, sobre todo a través de un sistema bancario paralelo no regulado.

Cuando se vio que las hipotecas podían entrar en mora, el castillo de naipes se desmoronó, y con ello el mercado interbancario, dado que nadie sabía (y todavía hay dudas) el número de cadáveres en los armarios de las distintas instituciones financieras. Los reguladores, supervisores y analistas infraestimaron el riesgo en el sistema, entre otras razones porque no tenían información suficiente.

Moraleja: hay que revisar el modelo de política monetaria y la regulación mejorando la medida del riesgo sistémico. Estas revisiones se deberían agilizar no sea que la actual inyección masiva de liquidez en

respuesta a la crisis, tal como sucedió después de la burbuja de las tecnologías de la información, nos coloque en la fase de despegue de otra burbuja, y – predicción de economista–... de otro castaño.

España en otoño

Xavier Vives

Profesor de Economía y Finanzas y Director Académico del Centro Sector Público - Sector Privado del IESE.

Este artículo fue publicado el 16 de septiembre de 2009 en *La Vanguardia*.

- *Si se aumentan los impuestos a la clase media asalariada, nos estancaremos.*

Los brotes verdes que se aprecian en algunas economías europeas no parecen contagiar a España por el momento. Se ha puesto de moda últimamente que España ha entrado en decadencia y se “argentiniza”, en versión fuerte, o se “italianiza”, en versión más amable. El argumento es que el populismo y el descontrol público corren desbocados en la primera versión, y que la parálisis política y social impide impulsar reformas en la segunda. En relación a la primera versión, y sin negar elementos populistas en la política en España, sólo cabe decir que los que la propugnan no parecen conocer el caso argentino. Recordemos el reciente caso de intento de control político del periódico *Clarín*. Los parámetros institucionales de España y de sus distintos niveles de gobierno, así como del sector privado, están decididamente en el rango de los países europeos. La supuesta italianización es un poco más paradójica en este momento, puesto que Italia parece responder mejor a la crisis gracias a sus dinámicas empresas exportadoras, sus grandes empresas internacionales (no hace mucho tiempo nadie hubiera creído que Fiat se hiciera con Chrysler, por ejemplo) y un nivel razonable en la escuela secundaria. Bien mirado, si italianizarnos significara acercarnos al nivel de vida del Norte de Italia, la perspectiva no parece tan mala.

Dicho esto, España no va bien. Las causas ya han sido examinadas: la baja productividad en buena parte derivada de problemas estructurales en educación, capital tecnológico, y rigideces en los mercados de servicios y laboral, están en la base del problema que ha estallado con el pinchazo de la burbuja inmobiliaria. Las medidas de choque del Gobierno han sido poco consistentes. La rebaja de los 400 euros y la subida salarial de los funcionarios en un contexto de deflación no ayudan a recuperar productividad y suponen un estímulo efímero a la economía. Habrá que ver también hasta qué punto el plan de estímulo al empleo se habrá gastado de forma productiva. En todo caso, el aumento del déficit público es impresionante y el peligro de entrar en una espiral de desconfianza para la deuda pública española existe. Se necesita un plan de gastos que se ajuste a los ingresos públicos previsibles, que serán inferiores a los generados en el período de la burbuja. Si se intenta tapar el agujero presupuestario con un aumento de la carga impositiva a la clase media asalariada, será muy contraproducente para la productividad, y entraremos en una fase de estancamiento. Sin un plan fiscal coherente a medio plazo, que incluya recortes en gasto público improductivo y la Administración pública dando ejemplo del ajuste que debe hacer la sociedad, el horizonte no estará despejado.

Una crisi de valors

Jordi Gual

Research Fellow del Centre Sector Públic - Sector Privat, Professor d'Economia de l'IESE i Economista Cap de "la Caixa".

Aquest article es va publicar el 13 de setembre de 2009 a *Avui*.

- *Els anys del diner fàcil, de la satisfacció pràcticament immediata de necessitats creixents i sovint espúries, gràcies a la disponibilitat de liquidesa i al potencial per a l'enriquiment mitjançant negocis especulatius, han arraconat l'anomenada cultura de l'esforç.*

A mesura que la magnitud de la crisi econòmica s'ha anat fent palesa, comencem a entendre la seva veritable naturalesa. En darrer terme, la crisi és conseqüència d'un llarg procés d'erosió d'alguns valors socials que són fonamentals per al correcte funcionament de l'economia de mercat.

El primer és, sens dubte, el de la confiança. Amartya Sen ho ha ressaltat recentment, tot assenyalant que el mateix Adam Smith no concebia el funcionament del sistema d'economia de mercat sense la confiança entre les persones. Confiança en el si de l'empresa, entre treballadors i directius o empresaris, i en el mercat, entre les parts que intercanvien béns i serveis –car és impossible formalitzar contractualment totes les circumstàncies possibles d'una relació comercial–. Quan manca la confiança es pot produir una aturada dels afers econòmics a causa de l'excessiva burocratització i judicialització de la vida econòmica. De fet, hi ha moltes relacions econòmiques importants que no es porten a terme en mercats organitzats i en les quals la confiança i el coneixement mutu entre els agents juga un paper determinant. Al llarg de les darreres dècades hi ha hagut una certa tendència a despersonalitzar les transaccions econòmiques i a dur-les a terme en mercats organitzats en què la confiança entre les persones no és necessària. Aquest procés ha contribuït a fer que la confiança hagi estat un valor en retirada.

Un segon valor que ha entrat en crisi, i que de manera més indirecta ens ha portat a on som, és el de l'esforç. Els anys del diner fàcil, de la satisfacció pràcticament immediata de necessitats creixents i sovint espúries, gràcies a la disponibilitat de liquiditat i al potencial per a l'enriquiment mitjançant negocis especulatius, han arraconat l'anomenada cultura de l'esforç. Les nostres societats han oblidat que la recompensa, quan no és el premi d'un joc d'atzar, requereix un esforç. Una mostra de l'afebliment de la cultura de l'esforç la vam viure en els anys d'eufòria econòmica, quan molts joves decidien abandonar els seus estudis i una possible recompensa a llarg termini, per l'atractiu d'una feina immediata i ben remunerada en sectors que llavors empenyien amb força com la construcció o el turisme.

Un tercer valor en crisi, i que cal recuperar, és el del compromís. És a dir, la voluntat i la capacitat d'engar projectes a llarg termini, tant a nivell personal com professional. En el món de l'empresa això s'ha traduït en un creixent predomini d'unes relacions laborals més oportunistes, en què les dues parts estan més pendents de no ésser captives de la relació i de com mantenir el seu valor en el mercat, que no pas de construir una relació sòlida a llarg termini, que mitjançant una actitud cooperadora acabi reportant un guany a tots els actors implicats. És ben cert que en una economia globalitzada i sotmesa a sobtats i

importants canvis tecnològics, la flexibilitat és valuosa, però l'oportunisme és un càncer per a les organitzacions i cal imaginar formes de compromís a llarg termini (per a les dues parts, empresa i treballador) prou flexibles per adaptar-se a les circumstàncies canviants. En el camp de la gestió empresarial és el concepte d'"empleabilitat", entès com una política de desenvolupament professional del personal que afavoreix la seva capacitat d'adaptar-se als canvis econòmics alhora que potencia la competitivitat de l'empresa.

Finalment, un quart valor que ha perdut pes, amb conseqüències negatives en el funcionament dels afers econòmics i socials, és el de la responsabilitat, entesa com l'assumpció per part dels ciutadans dels seus deures personals i cívics. Els anys d'expansió econòmica han legitimat a les nostres societats l'individualisme, com a consubstancial a un entorn econòmic de lliure mercat. Però ha estat un concepte erroni d'individualisme, pràcticament com a sinònim de l'egoisme, i molt allunyat de l'individualisme entès com a capacitat de valdre's per un mateix i disposar d'autonomia personal. L'economia de lliure mercat exigeix l'assumpció de responsabilitat sobre els propis actes i les seves conseqüències, més enllà de la pura legalitat. La crisi financera ha estat provocada, en part, per accions legals però irresponsables de molts agents econòmics, que han portat a terme actuacions en benefici propi sense tenir en consideració el gran risc i perjudici imposat a tercers.

En resum, els trets definitoris de la crisi financera internacional són fenòmens financers com les bombolles especulatives, l'endeutament i la recerca de la rendibilitat a curt termini. Alguns d'aquests problemes es poden atenuar amb noves disposicions legals i una millor política econòmica, però em temo que els efectes pal·liatius seran minsos si no s'aborda el problema de fons. El de mantenir i enfortir els valors socials que són indispensables per al correcte funcionament econòmic i social de les nostres societats: la confiança, l'esforç, el compromís i la responsabilitat.

La crisis financiera, crisis de confianza

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 13 de septiembre de 2009 en *El Mundo*.

Las causas de la crisis financiera que llevó a la economía mundial al borde del colapso hace ahora un año son numerosas: las políticas monetarias demasiado laxas, el apalancamiento excesivo de muchas entidades, la infravaloración del riesgo, una regulación insuficiente, etc. Sin embargo, la magnitud de lo sucedido y la conjunción de tantos elementos que nos llevaron tan cerca del precipicio sólo se entiende por la existencia en nuestros sistemas económicos de algunas tendencias de fondo que inciden en el comportamiento de muchos agentes económicos. Uno de estos fenómenos es la creciente despersonalización de las transacciones financieras, con el gradual aumento del protagonismo de los mercados de capitales desintermediados.

Ésta es, en principio, una tendencia positiva en la medida en que estos mercados aumentan la eficiencia económica cuando son profundos, transparentes y líquidos. La crisis financiera plantea, sin embargo, la cuestión de hasta qué punto estos mercados han estado a la altura de las expectativas que los inversores habían depositado en los mismos. O si, por el contrario, se han desarrollado sin la fortaleza institucional necesaria para generar un sistema fiable, robusto frente a comportamientos oportunistas o abusivos de individuos o entidades concretas. Creo que es evidente que la crisis ha puesto de manifiesto la insuficiencia de los mecanismos institucionales de salvaguarda de los intereses generales y que, por tanto, es urgente proceder a reformas en profundidad del entramado institucional de los mercados para restablecer la confianza de los inversores.

Al menos desde Adam Smith sabemos que una economía de mercado no se desarrolla adecuadamente si, además de las reglamentaciones legales, no existe un entorno de confianza entre los agentes económicos. De otro modo, las relaciones comerciales corren el riesgo de burocratizarse y judicializarse en exceso, aumentando enormemente los costes de transacción. En el caso de los servicios financieros, la crisis pone de relieve que los mercados de capitales no son una alternativa superior a la banca comercial clásica, que ha sido la tradicional en España. Este tipo de banca se ha fundamentado siempre en la confianza; en una relación a largo plazo entre las personas basada en el conocimiento mutuo y en una comprensión de los proyectos empresariales o familiares de los clientes, con una asunción compartida de riesgos.

Probablemente una de las principales lecciones de esta crisis sea la necesidad de trasladar a las instituciones de los mercados de capitales algo de ese espíritu de confianza que permea en la banca convencional. Ésa es una tarea difícil, puesto que va más allá de la pura regulación y se adentra en el complejo mundo de la cultura empresarial, el gobierno corporativo y la independencia de los organismos supervisores.

¿Economistas en crisis?

Jordi Gual

Research Fellow del Centro Sector Público - Sector Privado, Profesor de Economía del IESE y Economista Jefe de “la Caixa”.

Este artículo fue publicado el 2 de septiembre de 2009 en *La Vanguardia*.

- *La crisis debe ser una nueva y seria advertencia para la profesión.*

La Reina de Inglaterra preguntó recientemente a la flor y nata de los economistas británicos por qué la profesión había sido incapaz de pronosticar una crisis financiera y económica tan brutal como la que ha padecido el mundo en los últimos dos años. Esta pregunta se la han hecho muchos ciudadanos. Nos coloca a los economistas en una posición, como mínimo, incómoda. Sin embargo, es una cuestión menor si la comparamos con la grave sospecha que pende sobre la profesión. En la opinión pública empieza a tener predicamento la tesis de que la ciencia económica habría contribuido a la debacle con el desarrollo de teorías que, o bien ignoraban factores clave de la economía o, lo que es peor, los excluían intencionadamente por motivos ideológicos, para propiciar una determinada agenda política favorable a la desregulación de los sistemas económicos.

Por lo que se refiere al pronóstico de la crisis, los economistas debemos ser modestos sobre la capacidad de previsión en sistemas económicos enormemente complejos, sujetos a una constante interacción con el entorno social y político. A lo sumo, el conocimiento económico puede aspirar a detectar períodos en los que algunos indicadores se sitúan en valores difícilmente sostenibles. En la crisis actual, advertencias de este tipo fueron hechas por algunos economistas destacados y algunas instituciones multilaterales, como el Banco Internacional de Pagos de Basilea, que advirtió repetidamente de los graves desequilibrios que se estaban acumulando. Sin embargo, en épocas de euforia, y por razones que tienen que ver tanto con la psicología humana como con los intereses de los diversos grupos sociales, es muy difícil ser portador de malas noticias y más aún ser escuchado.

¿Ha estado la teoría económica dominante en el origen de las políticas económicas que nos han conducido al borde del abismo? Desde la perspectiva de mercados de intermediación financiera como el bancario, hace años que sabemos por la teoría económica y la experiencia que estos mercados están plagados de imperfecciones y exigen una intervención regulatoria para garantizar resultados socialmente aceptables. Sin embargo, a lo largo de las últimas décadas se han asentado fuertemente teorías de finanzas sobre la eficiencia de los mercados financieros cuando están organizados formalmente como en la bolsa. Estas ideas se han utilizado sin duda en el juego político, tanto para la defensa de opciones políticas determinadas como intereses empresariales concretos.

Por otro lado, probablemente el campo en el que la insuficiencia de los modelos teóricos ha sido más manifiesta es la macroeconomía. George Akerlof, un premio Nobel poco mediático pero profundamente innovador, ya advertía a principios de 2007 que nuestros modelos habían mejorado enormemente en rigor analítico, pero se habían basado en una visión de las motivaciones humanas poco realista, sin te-

ner suficientemente en cuenta el contexto social en el que las personas adoptamos nuestras decisiones económicas.

La crisis no supone que la ciencia económica y los economistas estén en crisis, pero sí debiera ser una nueva y seria advertencia para la profesión. Un aldabonazo para redoblar los esfuerzos orientados a incorporar rigurosamente a nuestros modelos y a la enseñanza de la disciplina, tanto el complejo abanico de motivaciones reales de las personas como la experiencia acumulada de muchos años en los que la economía internacional ha vivido períodos de auge, recesión, euforia y decadencia.

El Centro Sector Público - Sector Privado nace en octubre de 2001 con la finalidad de fomentar la investigación en el ámbito de las relaciones entre el sector privado y las Administraciones públicas. Su misión es contribuir en el avance de las fronteras del conocimiento, aportando investigación de primer nivel dentro de sus campos de especialización.

La investigación es el eje principal de su actividad y se centra en las siguientes áreas de actuación: regulación y competencia, innovación, economía regional y política industrial, y economía del estado del bienestar. Los resultados de la investigación se difunden a través de conferencias académicas, seminarios de investigación, publicaciones, foros y coloquios. Con todo ello, se desea abrir una puerta a la cooperación y al intercambio de ideas e iniciativas, fomentando el diálogo entre la academia, la empresa y la Administración.

El Centro forma parte de IESE Business School, la escuela de negocios de la universidad de Navarra. Puede consultar más información en: www.iese.edu/sp-sp.

- Accenture
- Ajuntament de Barcelona
- Caixa Manresa
- Cambra de Comerç de Barcelona
- Departament d'Economia i Finances de la Generalitat de Catalunya
- Departament d'Innovació, Universitats i Empresa de la Generalitat de Catalunya
- Diputació de Barcelona
- Endesa
- FOBSIC
- Fundació AGBAR
- Garrigues
- Institut Català de les Indústries Culturals
- Mediapro
- Microsoft
- Sanofi-Aventis
- ATM, FGC y TMB

Con la colaboración de: Cátedra Abertis de Regulación, Competencia y Políticas Públicas.



Av. Pearson, 21
08034 Barcelona
Tel.: +34 93 253 42 00
Fax: +34 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3
(Ctra. de Castilla, km 5,180)
28023 Madrid
Tel.: +34 91 211 30 00
Fax: +34 91 357 29 13

165 W. 57th Street
New York, NY 10019-2201
USA
Tel.: +1 646 346 8850
Fax: +1 646 346 8852

**DEVELOPING LEADERS
YOU CAN TRUST**
www.iese.edu