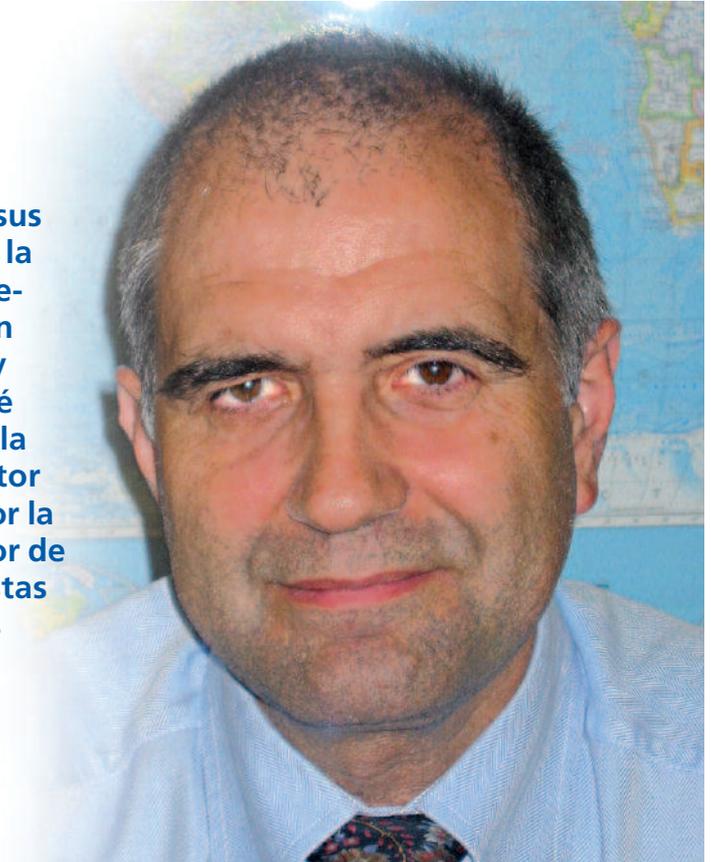


ENTREVISTA

Coordinador: **Lázaro Villada**
Elaboración: **L. Villada y J.M. Rubio**

José Antonio Hercé

El momento económico actual, su génesis y sus consecuencias invaden todos los ámbitos de la información. ACTUARIOS no podía ser indiferente a lo que ha sido un devastador ciclón del tejido financiero y productivo mundial y ha buscado quien nos dé las respuestas. José Antonio Hercé, riojano, profesor titular en la Universidad Complutense de Madrid, doctor en Economía, Máster of Arts en Economía por la Universidad de Essex (Reino Unido) y director de Economía Aplicada y Territorial de Analistas Financieros Internacionales (AFI), entre otros títulos y puestos de responsabilidad internacionales que como asesor ha ocupado, nos ha contestado ampliamente y sin rodeos a todas nuestras preguntas.



Para empezar, permítasenos que utilizemos las tres preguntas que Galbraith se hace sobre toda crisis desencadenada por una euforia financiera:

P. ¿Qué provocó el hundimiento?

R. El hundimiento ha sido progresivo, aunque rápido, y se ha preparado a conciencia durante mucho tiempo. Las entidades americanas especializadas en el segmento de hipotecas subprime (llamadas así porque los prestatarios no tienen plena capacidad de pago, pero sí una garantía real cuyo valor puede oscilar) hicieron demasiadas operaciones de este tipo en los años

del boom inmobiliario americano previo a 2006. Pero esto, por sí solo, no habría provocado esta crisis de no haber sido porque esos créditos se vendieron a los bancos de inversión, quienes los empaquetaron con otros activos de más calidad, titulizaron dichos paquetes y los vendieron a su vez en todo el mundo. Cuando el mercado hipotecario comenzó a zozobrar en la segunda mitad de 2006 y los titulares de hipotecas subprime dejaron de pagar las cuotas dejando las viviendas cuyos valores eran cada vez menores en manos de las entidades, los productos estructurados a partir de estas hipotecas pasaron a ser altamente arriesgados, contaminando a la parte de

activos buenos que contenían. Esto se hizo evidente en agosto de 2007 y, con alternativas tan graves como la de Lehman Brothers, hasta hoy.

P. ¿Concurrieron factores específicos que lo hicieron tan dramático o tan drástico?

R. Especialmente concurrió este proceso de estructuración del crédito por parte de los bancos de inversión, autorregulados, es decir, nada regulados, que diseminaron el riesgo por todo el sistema financiero global calando sus raíces en los bancos comerciales, es decir, el sistema crediticio que da oxígeno a la actividad real.

P. ¿Se puede señalar un culpable?

R. Claro, por llamarlo así: los bancos de inversión, más que las propias casas de productos subprime, y quienes tenían que haberlos regulado, es decir, las autoridades de Wall Street (la SEC, el equivalente a nuestra CNMV) y la Reserva Federal.

P. Por hacer un poco de Historia de la Economía, ya que se están recuperando y vendiendo libros de los grandes pensadores de la Economía: Adam Smith, Stuart Mill, Karl Marx, Keynes...: ¿Esta crisis nos va introducir en una nueva era económica, ya se sabe salvajismo, barbarie, esclavismo, feudalismo, capitalismo y..., en qué consistirá la refundación del capitalismo?

R. Cuando esto acabe tendremos un capitalismo más inteligente (*smart*, en realidad) y, esperemos, más empático y con agentes dotados de un mayor sentido común. Hasta que llegue la próxima, una vez olvidadas las lecciones que, indudablemente, sacaremos por algún tiempo. Pero me temo que este fluir es consustancial a la naturaleza humana, en el fondo somos una especie que, evolutivamente hablando, está en su infancia.

P. Se ha analizado esta crisis prácticamente desde el punto de vista financiero, y a los derivados como responsables de la misma. Pero además de haberse unido la crisis de la energía y en algunos países como el nuestro de la construcción, ¿no es cierto que también es una típica crisis cíclica del sistema, es decir, exceso de oferta de producción frente a escasez de demanda?

R. La escasez de demanda se da cuando los agentes se retraen del consumo y la inversión porque sus rentas o perspectivas de rentas se ven rebajadas (pesimismo). En ese momento se inicia una espiral a la baja, pues la caída de la producción provoca nuevas caídas de la renta, peores expectativas, y así sucesivamente hasta que «algo» para el proceso y, eventualmente, lo invierte. La razón por la cual se llega a esta

situación puede ser muy variada, pero una crisis cíclica suele venir causada por algún tipo de exceso de confianza infundada que lleva a una asignación insostenible de recursos (de esta materia están hechas las burbujas), mala gestión de un proceso de crecimiento, etc. No es fácil saber cuándo algo de esto está sucediendo, aunque siempre hay analistas que lo detectan con bastante antelación y lo advierten sin que se les haga demasiado caso, lo cual no es de extrañar pues los agoreros se mezclan con los que no lo son y es difícil distinguirlos. No hay forma de evitar las crisis cíclicas y, a veces, se dan conjunciones especialmente desfavorables de factores adversos que las profundizan rápidamente hasta hacerlas desembocar en recesiones más severas.

P. Y en relación con las consecuencias de la crisis, todos los bancos centrales de un elevado número de países o áreas económicas han acudido a «salvar el sistema financiero» inyectando fabulosas cantidades de dinero al mismo, ¿es el fin del modelo capitalista? ¿Quién va a pagar los platos rotos?

R. No hay otra solución, me temo. Además, el dinero no se les regala en absoluto y si cunde el pánico bancario entonces la economía real retrocede una o dos generaciones. Así que no hay alternativa a lo que han hecho los bancos centrales. Y lo que han hecho es inundar de dinero base el sistema. Otra cosa es que ese dinero se transforme finalmente en circulación crediticia, que es lo que da vida al sistema productivo. No será ni mucho menos el fin del capitalismo, las intervenciones de los bancos centrales han evitado el colapso monetario, aunque no hayan resuelto todavía la restricción crediticia. Los platos rotos los pagaremos entre todos, en forma de desempleo, mayores impuestos y tipos de interés futuros, menos beneficios empresariales, etc., pero de momento el dinero que se inyecta a los bancos no se les regala, se les presta a un coste para ellos.

P. ¿No le parece que es excesiva la dependencia del capital productivo del capital financiero?

R. Me temo que no hay otro remedio que el que esto sea así. Otra cosa es jugar con el dinero y el crédito y otorgárselo a quienes no saben hacer un buen uso de él. No es posible girar una economía moderna sin anticipos financieros para la acumulación de capital previa a la inversión, la creación de una empresa, etc. Nadie tiene los recursos propios necesarios para empezar sin apalancamiento los proyectos empresariales que requiere una economía descentralizada. Cuando hay apalancamiento lo que cabe esperar es que se gestione bien y que no se dé el grueso del crédito a empresarios fantasiosos o a especuladores. A estos últimos sólo una parte, por si las cosas les salen bien y descubren vías de negocio interesantes, pero sólo una pequeña parte. Si prescindiésemos del giro crediticio aterrizaríamos en una economía de trueque, como las de la Edad Media para abajo. No salimos de esto hace siglos para volver ahora a ello por amor a la vida campestre con riesgo de perder la vida en los bosques o a manos del señor de turno, ¿no? Creo que hay muchas mejores alternativas para construir economías avanzadas, sostenibles en todos los planos, pero creo que esto está fuera de la naturaleza humana, al menos por ahora.

P. Con esta crisis, ¿ha quedado demostrada la necesidad de la acción política como control de la economía y de los mercados?

R. Esta crisis no ha demostrado nada de eso, precisamente. El control político no funciona, ni ha funcionado nunca, ni funcionará jamás. Menos aún con políticos que no tienen la formación adecuada por muy bienintencionados que sean, que tampoco hay muchos. Otra cosa es una buena defensa del interés público, y muy diferente, por cierto, del control po-

ENTREVISTA

lítico del sistema financiero o productivo. Lo que sí ha quedado demostrado es que la banca de inversión, al margen de los golfos, por decirlo suavemente, que puedan ser sus gestores, no es capaz de regularse a sí misma, y menos aún en un contexto de globalización en el que este segmento financiero hunde profundamente sus raíces en la pirámide crediticia comercial, que es la que sostiene todo el sistema productivo real y sí está pesadamente regulada por los bancos centrales, como no puede ser de otra manera.

P. También nos gustaría saber su opinión de lo que va a ocurrir el día después: ¿Habrá más control y en definitiva mayor intervención del Estado o las cosas seguirán como hasta ahora?

R. Claro que habrá más control, aunque no será fácil encontrar un consenso. Los Estados no deben intervenir en esto, si las instituciones financieras, especialmente los bancos centrales y otros reguladores independientes del poder político. Sería bueno que apareciesen instancias de gobierno financiero global debidamente respaldadas y con capacidad ejecutiva.

P. Y hay algún economista, como el turco Nouriel Roubini, que, dado que los mercados no responden a las medidas de los gobiernos, piensa sería mejor cerrarlos en tanto no se modifica el ciclo, ¿sería factible y una posible solución?

R. Me parece una posición muy extrema, aunque nadie está en estos momentos en condiciones de decir si funcionaría o no. ¿Quién suministraría el crédito o canalizaría la financiación adecuada con la estructura descentralizada y la eficiencia requeridas en ausencia de los mercados organizados? Piense lo que pasa con los servicios públicos de empleo para lidiar con la marea de desempleados que acuden a sus puertas. Sencillamente no hay estructura ni especialización. Y no basta con acudir a Internet. La solución sigue



«La solución sigue siendo trabajar desde todas las esferas de la economía para que la confianza vuelva a los agentes y las entidades financieras, una vez saneados sus balances, puedan distinguir los buenos riesgos de los malos, como han hecho casi siempre. De todas formas, Roubini se refiere especialmente a los mercados bursátiles. Aun así, es complicado imaginar una situación en la que no podamos saber lo que valen en el mercado las grandes empresas cotizadas. Surgirían mercados en la sombra con precios muy distorsionados, podría suceder cualquier cosa a su reapertura oficial. Muy complicado»

siendo trabajar desde todas las esferas de la economía para que la confianza vuelva a los agentes y las entidades financieras, una vez saneados sus balances, puedan distinguir los buenos riesgos de los malos, como han hecho casi siempre. De todas formas, Roubini se refiere especialmente a los mercados bursátiles. Aun así, es complicado imaginar una situación en la que no podamos saber lo que valen en el mercado las grandes empresas cotizadas. Surgirían mercados en la sombra con precios muy distorsionados, podría suceder cualquier cosa a su reapertura oficial. Muy complicado.

P. ¿Qué medidas pueden y deben tomar los mercados para que sean verdaderamente transparentes y evitar, tras lo que peyorativamente se denomina ingeniería financiera, que se superpongan titulizaciones a los activos subyacentes?

R. Transparencia la justa en el sentido que damos los economistas a este término: la que sea eficiente, óptima para el mejor funcionamiento de los mercados, sin pasarse ni quedarse cortos. No vaya a ser que por sacrificarlo todo a la transparencia nos carguemos de procedimientos costosos y, en definitiva, perdamos bienestar. Responsabilidad toda, con organismos ejecutivos e independientes encargados de asegurarse que se ejerce, pues, y no me cansaré de decirlo, la naturaleza humana es la que es y no ha cambiado mucho desde hace 200.000 años, cuando la especie Homo sapiens apareció sobre la faz de la tierra (estamos en el año Darwin, no se olvide). Los derivados sobre activos subyacentes se han dado «toda la vida», pero los activos subyacentes deben ser buenos, y si no lo son, que puede haberlos con todas las de la ley, que no se amasen con los que sí lo son y se vendan como si lo fuesen.

P. Nos hemos resistido a reconocer la crisis en nuestro país, hasta que la recesión ha llamado, también, a nuestra puerta: ¿Realmente qué es lo que le ha pasado a la economía española? ¿Estamos tan mal como dicen algunos? ¿No tan mal como dicen otros?

R. Nos hemos resistido a admitir que la construcción tenía que tener un ajuste rápido e intenso. Cuando los precios de la vivienda expulsan a los compradores que necesitan una vivienda principal y la formación bruta de capital de la economía alcanza el 30% del PIB basándose en la construcción residencial, el ajuste está cantado. Nos hemos resistido a admitir que la conjunción de este problema español en la

construcción con las condiciones crediticias importadas es potencialmente letal cuando tenemos que encontrar 100 millardos de euros al año para financiar nuestro déficit por cuenta corriente. Y nos hemos resistido a admitir que ante consecuencias potencialmente muy graves derivadas de esta conjunción hay que actuar con rapidez, contundencia, perseverancia y unidad de acción por parte de todos los actores relevantes. El resultado de todas estas reticencias ha sido un hundimiento de la confianza de los agentes económicos más agudo de lo que tocaba y el inicio de la espiral recesiva que tenemos en este momento. Estamos tan mal como dicen los indicadores, que son más fiables que los expertos. Luego, podemos interpretar esos indicadores, pero, en mi opinión, son malos-malísimos, sin paliativos, no muestran todavía un suelo y, lo que es peor, aún tanteando para contener su deterioro.

P. ¿Han sido eficaces los organismos de control españoles, léase: Banco España, CNMV o Dirección General de Seguros?

R. El Banco de España ha hecho una gran labor desde que adquirió su independencia formal en 1995. Sin saber que a partir de 2007 tendríamos las condiciones financieras y crediticias que se han dado, impuso con mucha antelación las medidas más estrictas que le permitía la normativa del BCE (no todos los BC del eurosistema lo hicieron) para asegurar la solvencia de los bancos españoles, además de controlar sus decisiones de activos y pasivos de forma que los productos exóticos resultasen poco atractivos para nuestras entidades, lo que ha resultado decisivo para evitar el contagio masivo con los productos estructurados por los bancos de Wall Street. Las otras dos entidades han hecho también su trabajo y las compañías bajo su supervisión no han presentado episodios que no se expliquen por las propias condiciones de los mercados.

P. ¿Qué le parecen las medidas tomadas por el Gobierno español para hacer frente a la crisis?

R. En mi opinión, el Gobierno, los Gobiernos regionales y locales y los interlocutores sociales, es decir, los sindicatos y las organizaciones empresariales, tendrán que hacer bastante más de lo que han hecho hasta ahora si quieren evitar que continúe el deterioro del empleo y la confianza de los hogares y empresas. Las medidas adoptadas han sido muy dispersas, ha habido de todo (algunas puramente testimoniales, como los 400 eu-



«En mi opinión, el Gobierno, los Gobiernos regionales y locales y los interlocutores sociales, es decir, los sindicatos y las organizaciones empresariales, tendrán que hacer bastante más de lo que han hecho hasta ahora si quieren evitar que continúe el deterioro del empleo y la confianza de los hogares y empresas. Las medidas adoptadas han sido muy dispersas, ha habido de todo (algunas puramente testimoniales, como los 400 euros) y hasta hace poco no ha habido un orden discernible en su adopción, coherencia y puesta en marcha»



ros) y hasta hace poco no ha habido un orden discernible en su adopción, coherencia y puesta en marcha. Fruto sin duda de la lentitud en admitir la gravedad de lo que estaba observándose en los indicadores de coyuntura. Apenas se ha destinado un 2% del PIB a medidas anticrisis propiamente dichas, es decir, estimular la demanda de bienes y servicios, ya que las líneas de avales, garantías de depósitos, etc., que tienen importes muy elevados, no suponen desembolsos efectivos, sino garantías para desbloquear crédito o evitar el pánico bancario. Pero, sin embargo, los estabilizadores automáticos (impuestos y prestaciones) ya han causado la desaparición del superávit público de 2007 y la aparición de un déficit cercano al 4% del PIB en 2008, antes siquiera de que se empezasen a gastar los recursos de las medidas anticrisis. El «impulso fiscal» ha sido enorme, pero pasivo y lo único que hace es evitar que los hogares pierdan todavía más renta disponible, pero no va a llevarnos a recuperar los empleos perdidos ni evitar que se pierdan algunos más. El impulso fiscal debería ser activo, sustantivo y continuado: gasto público productivo (el que haga falta) para tirar de la demanda agregada y crear empleo o mantener el que tenemos. Puede que no haya margen de déficit, pero hay margen de deuda que se podría explotar con la obligación de recomponer las finanzas públicas en cuanto pase la crisis.

P. ¿No sería más efectivo que ya que se está insuflando dinero público a las entidades financieras para dotarlas de liquidez, hubiera una presencia del Gobierno en sus consejos de administración donde pudiera tener voz y voto en la decisión sobre la concesión de préstamos a particulares y a los agentes activos de la economía que son quienes generan empleo?

R. Si el dinero público se presta a las entidades financieras, no veo por qué el Gobierno tendría que sentarse en los consejos de aquéllas. Otra cosa es que

ENTREVISTA

esos apoyos tengan sus propias condiciones y que las entidades las acepten o no. Si el Gobierno compra activos de los bancos y cajas, tampoco debería sentarse en sus consejos, pues su problema es gestionar dichos activos creando el vehículo que le parezca más adecuado. Pero si el Gobierno compra acciones de los bancos, entonces no tendrá más que ejercer sus derechos políticos en los consejos. Creo que hay bastante confusión sobre este tipo de operaciones. Lo último, no se les habrá escapado, consiste en dar pasos hacia la nacionalización de la banca y creo que incluso este proceso debe medirse con cautela. ¿Cree alguien que un sistema bancario nacionalizado concederá más crédito que un sistema bancario no nacionalizado? Y lo que es más importante, ¿cree alguien que esos créditos se concederían con criterios de eficiencia y correcta asignación de recursos? Los bancos y cajas tienen en estos momentos como primera obligación sanear sus balances de riesgos malos y provisionar adecuadamente los riesgos restantes y, luego, conceder crédito a quienes puedan devolverlo, pues no sólo de esta manera generan beneficios (en eso consiste su negocio), sino que preservan los intereses de sus depositantes.

P. Todas las empresas financieras están en pleno proceso de implantación de un modelo de gestión de riesgos como es Basilea II para las entidades de tipo bancario y Solvencia II para las entidades de tipo asegurador. ¿Para qué han servido realmente, si han servido de algo? ¿Qué va a pasar ahora con estos modelos?

R. Si estos modelos se hubiesen implantado antes, posiblemente no nos hubiésemos encontrado con una crisis financiera de esta magnitud. El problema no es que la regulación internacional sea mala, sino que es insuficiente, lenta y carece de autoridad ejecutiva como puedan tenerla los organismos supervisores nacionales. Habrá que perseverar en la aplicación de estos modelos y confiar en

que el proceso del G20 dé algo más de sí en su cumbre de primavera en Londres de lo que ha dado hasta ahora. En la esfera del euro hay mucho más que se puede hacer, pues no en vano es un espacio financiero muy homogéneo. La regulación y supervisión financiera en la zona del euro pueden avanzar mucho más rápidamente e ir más allá de lo que dictan las normas de alcance global, que siempre son de carácter mínimo. Pero las normas globales tendrán que hacerse mucho más estrictas y dotarse de mejores estructuras de gobernanza.

P. Y para finalizar, sabemos que es prácticamente imposible dar plazos sobre la duración de la crisis; no obstante, ¿cuándo le parece a usted que la economía mundial va a empezar a remontarla, y si España va a tardar más que otros países de nuestro entorno, y en qué indicadores nos tenemos que fijar para saber que estamos saliendo del túnel?

R. Contener y revertir las consecuencias reales de la tremenda crisis financiera llevará tiempo, pues se trata de empresas que no se crean, otras que desaparecen, procesos productivos ya languidecientes que en las buenas condiciones no hicieron la reconversión oportuna y carecen de sustitución, circuitos comerciales que habrá que restablecer con nuevos clientes y proveedores. Todo esto lleva tiempo. Para empezar, todavía no se han resuelto esas mismas condiciones financieras y crediticias. Para continuar, la economía global es un conglomerado muy heterogéneo. Algunos países saldrán antes que otros de la crisis (los EE UU entre los primeros), pues son más flexibles y competitivos. La clave nos la dará el comercio mundial. Hasta que no crezca de nuevo a tasas del 3% o superiores, no creo que podamos decir que estamos saliendo de la crisis abiertamente. Para 2009 se espera una caída del 2% en este indicador. Por eso las llamadas al proteccionismo no harán sino profundizar más aún la crisis global.

En 2010, algunos países líderes ya deberían estar saliendo resueltamente de la recesión.

En cuanto a España, creo que en efecto tardaremos algo más que otros países de nuestro grupo. La construcción ya no será un motor del crecimiento hasta dentro de muchos años, a menos que se dedique a las infraestructuras (donde las empresas españolas son muy buenas), y bastante bueno será ya que deje de frenar la salida del túnel. Los sectores industriales, que entrarán en cierta medida en reconversión intensa, pueden ayudar después de que se hayan renovado, lo que no será fácil, pero han sabido hacerlo muy exitosamente en otras ocasiones (cuando entramos en la CEE, por ejemplo). Tienen que ser mucho más competitivos y hacer manufacturas y equipos diferentes. Una buena transición energética ayudaría. Los servicios avanzados son muy buenos en España, pero no tienen masa crítica. Habrá que facilitarles la expansión. Hay demasiados servicios de bajo valor añadido, aunque sean necesarios (comercio al por menor, turismo, servicios personales), que deberían mejorar su contenido y las condiciones de prestación de los mismos. Reformas en el mercado de trabajo, para que la aparente flexibilidad actual que sólo permite crear muchos empleos poco cualificados y temporales que desaparecen a las primeras de cambio con la misma rapidez con la que se han creado, dé paso a una flexibilidad que provea de alternativas a los trabajadores, los mantenga poco tiempo en el paro cuando se produce esta circunstancia y facilite una intermediación más eficiente entre la oferta de servicios laborales de los individuos y la demanda de aquéllos por parte de las empresas. El indicador clave es el empleo. Hasta que el PIB no crezca por encima de entre el 1% y el 1,5% no se creará empleo, aunque para que disminuya el paro hay que crecer el doble como mínimo. Esto, muy probablemente, no lo veremos en 2010 y quién sabe si hasta bien entrado el año 2011. ●