



MONOGRÁFICO: LOS RETOS ECONÓMICOS PARA EL FUTURO

Una visión de la economía en 2009. LUIS ÁNGEL ROJO, JOSÉ MARÍA SUMPSI, ALEJANDRO JARA, CHARLES GOODHART, AURELIO MARTÍNEZ ESTÉVEZ, JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO, JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA.

Abril'10

Descarga nuestras publicaciones en www.fundacionareces.es



INSTITUCIONES Y ECONOMÍA

Cómo las instituciones condicionan el funcionamiento de la economía española

Fundación Ramón Areces.



REVOLUCIÓN NANOTECNOLÓGICA

Estado actual de las aplicaciones prácticas y avances de la Nanociencia: desde las aplicaciones robóticas-biomédicas a las energéticas

Monografía de las ponencias del Ciclo de Conferencias y Debates en Ciencias

Fundación Ramón Areces-Nature Publishing Group.



EL FÍSICO COMO PROFESIONAL DE LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA

Fundación Ramón Areces-Real Sociedad Española de Física.



SCIENCE WITH 8-10M TELESCOPES IN THE ERA OF ELTS AND THE JWST

Fundación Ramón Areces-Instituto Astrofísico de Canarias.

LOS RETOS ECONÓMICOS PARA EL FUTURO

ÍNDICE

5

Introducción

7

La crisis económica actual

por Luis Ángel Rojo

19

La crisis global de la agricultura y la alimentación

por José María Sumpsi

33

Los desafíos del Comercio Internacional

por Alejandro Jara

45

Los retos de la economía española en la crisis financiera internacional

por José Luis Malo de Molina

61

El futuro de la regulación financiera

por Charles Goodhart

75

Dos años de crisis financiera internacional: ¿Dónde estamos?

¿Se percibe la salida?

por Aurelio Martínez Estévez

95

**Beyond the financial crisis:
Some issues on the future of central banking**

por José Manuel González-Páramo

Depósito Legal: M - 51664-2009

© 2010 Fundación Ramón Areces

Edita: Fundación Ramón Areces / **Director:** Raimundo Pérez-Hernández y Torra / **Consejo Asesor:** Federico Mayor Zaragoza, Luis Ángel Rojo Duque, Julio R. Villanueva, Juan Velarde Fuentes, Jaime Terceiro Lomba, Avelino Corma Canós, Juan González-Palomino Jiménez, Alfonso Novales Cinca / **Director:** Manuel Azcona de Arriba / **Servicio de Publicaciones:** Consuelo Moreno Hervás / **Diseño y Maquetación:** Omnívoros Marketing y Comunicación / **Administración y Redacción:** Calle Vitruvio 5. 28006 MADRID. Teléfono: 91 515 89 80. Fax: 91 564 52 43 / **Web:** <http://www.fundacionareces.es> / **Ilustración de portada:** Roberto Díez / **Retratos:** Salomé Villarroya Méndez / **Imágenes:** páginas 12, 16 y 57 cedidas por Mario Izquierdo / **Fotomecánica:** Da Vinci / **Impresión:** Gamacolor Servicios Gráficos Integrados / Queda prohibida la reproducción total o parcial de las informaciones de esta publicación, cualquiera que sea el medio de reproducción a utilizar, sin autorización previa o expresa de Fundación Ramón Areces. La Revista no se hace, necesariamente, responsable de las opiniones de sus colaboradores.



INTRODUCCIÓN

El presente Monográfico “Los retos económicos para el futuro” recoge las conferencias pronunciadas entre los meses de enero y junio de 2009 por Luis Ángel Rojo, Presidente del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces y ex Gobernador del Banco de España; José María Sumpsi, Subdirector General de Cooperación Técnica de la Organización de Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO); Alejandro Jara, Director General Adjunto de la Organización Mundial del Comercio; Charles Goodhart, Catedrático Emérito de Finanzas y Mercados de la London School of Economics; José Luis Malo de Molina, Director General del Servicio de Estudios del Banco de España; Aurelio Martínez, Presidente del ICO; José Manuel González-Páramo, uno de los seis miembros –y único español– que forman parte del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Los ponentes analizaron la actual crisis financiera, los retos relativos a los problemas alimentarios de la población mundial, los problemas del comercio mundial y los retos estructurales de la economía española.

Los textos que ahora publicamos recogen los contenidos de dichas conferencias y reflejan, por tanto, la visión que en ese momento tenían sus autores de las causas y posibles remedios de la crisis económica y financiera. La rapidez con que evolucionan los acontecimientos económicos y financieros hace que las opiniones de los conferenciantes puedan variar. Sin embargo, todos ellos coinciden en el importante valor documental que tiene la publicación de los textos tal como se comunicaron en su día.

Luis Ángel Rojo

Presidente del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces, fue Gobernador del Banco de España entre 1992 y el año 2000. Nacido en Madrid, 1934. Licenciado en Derecho (1955) y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid (1961). Ampliación de estudios en la London School of Economics. Técnico Comercial del Estado desde 1957. Excedente. Catedrático de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad Complutense de Madrid (1966). Director General de Estudios en el Banco de España (1971-88). Miembro, a título personal, del Comité de Planificación del Desarrollo de las Naciones Unidas, (1983-87). Primer Premio de Economía "Rey Juan Carlos" (1986). Subgobernador del Banco de España (1988-92). Gobernador del Banco de España (1992-2000). Vicepresidente del E.M.I. (1994-98). Miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (1998-2000). Doctor Honoris Causa en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá (1995), y la Universidad de Alicante (1998). Premio "Tiépolo" de la Cámara de Comercio e Industria Italiana para España (1998). XIV Premio de la Fundación CEOE a las Ciencias (2000). Miembro del Group of Wise Men (2000). Premio "Infanta Cristina" de Economía, de la Junta de Castilla y León (2001). Académico de la Real Academia Española de la Lengua (2002). Premio "Rey Jaime I" de Economía 2006, Generalitat Valenciana. Premio de Economía 2006 de la Fundación Cabarrón.



LA CRISIS ECONÓMICA ACTUAL

Por Luis Ángel Rojo

Presidente del Consejo de Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces
y ex Gobernador del Banco de España

El profesor Rojo mantiene en esta conferencia que el sistema financiero español no se ha visto afectado por la crisis con la intensidad de otros sistemas de nuestro entorno principalmente por dos factores: primero, porque se trata de una banca de tradición minorista y, por tanto, más resistente y segura; y segundo, porque es un sistema de notable prudencia bajo la tarea reguladora y supervisión del Banco de España, que ha reforzado, además, el sistema con un mecanismo de provisiones específicas y dinámicas que ha tendido a ser imitado en otros países.

Fundación Ramón Areces, 12 de enero de 2009

I

EL CICLO ECONÓMICO QUE DESPEGÓ en la década de los años ochenta, y alcanzó su fase álgida en los noventa para descender en los años siguientes, fue una fluctuación de notable intensidad y duración. Dos grandes países, Estados Unidos y, en menor medida, China, actuaron como impulsores básicos del crecimiento económico mundial. La importancia

de los sectores de la construcción y de la informática alentó su avance en términos reales, y la desregulación, la innovación y la globalización fueron los factores de transformación del sistema financiero en el periodo.

En Estados Unidos, el auge de la anterior fluctuación, que se situó entre 1995 y los últimos

meses del año 2000, estuvo impulsado por un ritmo vigoroso de inversión productiva, especialmente intenso en los sectores de nuevas tecnologías, y se vio apoyado por un aumento sustancial de la tasa de avance de la productividad, sobre todo en los ámbitos de la informática y las comunicaciones. La expansión condujo a una reducción importante de la tasa de paro, pero el elevado grado de competencia de los mercados, unas políticas monetaria y fiscal de estabilidad y el rápido crecimiento de la productividad permitieron mantener baja y estable la tasa de inflación. Al mismo tiempo, la expansión real se vio acompañada y estimulada por una elevación muy intensa del precio de los activos financieros, especialmente de las acciones: las incluidas en la agrupación Standard and Poor 500 vieron multiplicarse sus precios por cuatro entre 1990 y los primeros meses del año 2000, y los precios de las acciones tecnológicas se multiplicaron aproximadamente por diez en el mismo periodo. Tan fuerte elevación de los valores bursátiles facilitó la financiación de empresas y familias en los mercados abiertos y en el sistema bancario y contribuyó al rápido avance de las demandas de inversión y de consumo.

Con el paso del tiempo y el despliegue del auge fueron haciéndose más frecuentes las voces de quienes denunciaban que los precios de las acciones americanas habían alcanzado cotas insostenibles que amenazaban con generar presiones inflacionistas cuyo eventual ajuste a la baja podría causar, en su día, graves problemas al sistema financiero y a la economía real. Sin embargo, la Reserva Federal americana se resistía a endurecer su política monetaria por temor a quebrar un proceso que, a través de la inversión y los aumentos de productividad, estaba impulsando con vigor el producto potencial de la economía mientras la inflación se mantenía en tasas muy modestas. Era cierto que el avance de la inversión y el

descenso de la cuota de ahorro de las familias americanas hacia cero estaban conduciendo a un grave deterioro del saldo financiero del sector privado y a un déficit abultado y creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente; pero las autoridades señalaban que las fuertes entradas de capital extranjero, atraídas por el dinamismo de la economía, no sólo cubrían cómodamente ese déficit sino que estaban provocando una importante apreciación de la moneda americana.

La actitud de la Reserva Federal sólo comenzó a cambiar a mediados de 1999. Su Presidente, Alan Greenspan, que hasta entonces se había limitado a recomendar prudencia a los inversores, pasó a señalar su convicción de que los precios de las acciones mostraban una sobrevaloración generalizada respecto de los niveles que podían considerarse sostenibles; y expresó su opinión de que la expansión financiera estaba alimentando un exceso de demanda de bienes y servicios, de modo que la mejora de la productividad estaba induciendo, a través de la elevación de los precios de los valores bursátiles, un crecimiento de la demanda agregada de bienes y servicios superior al avance de la oferta potencial de la economía, con graves riesgos para la estabilidad económica y financiera. Y así, la Reserva Federal decidió, finalmente, abordar un endurecimiento de su política monetaria que, iniciado en junio de 1999, debería acentuarse paulatinamente en los meses siguientes hasta generar una moderación suave de la economía.

La pérdida de ritmo de la economía se inició en el año 2000 y se acentuó en la segunda parte del mismo. El endurecimiento de la política monetaria no fue, desde luego, la única causa del cambio registrado en la economía americana. Tras la etapa de auge vigoroso y prolongado que se había registrado en los últimos tiempos, la economía se encontraba, al adentrarse

en el año 2001, con excesos de capacidad y altos niveles de endeudamiento. Los beneficios empresariales se veían afectados por elevaciones de los costes salariales y por la subida del precio del petróleo, y la demanda de consumo estaba amenazada por el deterioro del mercado de trabajo y por las perdidas resultantes

expansivo más intenso registrado en la historia económica americana desde hacía bastantes décadas. Se deseaba conseguir así una rápida mejoría económica con actuaciones energéticas; pero si bien se logró, con esas políticas, frenar la caída de la producción a través de la expansión de la demanda de consumo y de la



de la caída bursátil. El “aterrizaje suave de la economía” que las autoridades monetarias americanas habían aspirado a inducir estaba resultando más fuerte de lo esperado; así que la Reserva Federal decidió, desde los primeros meses del año 2001, variar de nuevo su política y reducir con vigor y rapidez el tipo de interés para atajar una caída brusca y profunda de la coyuntura. Poco tiempo después, la nueva Administración del Presidente Bush adoptó una política fiscal fuertemente expansiva de rebajas de impuestos y, más tarde, de crecientes gastos públicos. Tras la conmoción del atentado terrorista del 11-S, ambas políticas –monetaria y fiscal– acentuaron su tónica estimulante hasta configurar el esfuerzo

adquisición de viviendas en pocos meses, la reacción general de la economía, especialmente en el componente de inversión productiva, aún habría de esperar hasta los primeros meses del año 2003.

En efecto, sólo a medida que avanzaba el año 2003 se advirtió una recuperación firme de la economía americana. Al buen ritmo de la adquisición de viviendas y de la demanda de bienes de consumo duradero vinieron a sumarse otros factores estimulantes: las empresas se beneficiaban de tipos de interés a corto plazo muy bajos, del orden del 1%. Sus resultados mejoraban como consecuencia de las reducciones de los costes por despidos. Su grado de

endeudamiento descendía y sus exportaciones se veían alentadas por la rápida expansión de la demanda exterior de los países emergentes asiáticos, con China e India a la cabeza, y por la recuperación de Japón tras bastantes años de estancamiento. Así, la tasa real de crecimiento de la economía americana pasó del 2.2% al 3.2% entre los años 2002 y 2003 y hasta el 4% en el año 2004; y aunque la recuperación pareció mostrar inicialmente una cierta difi-

II

LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN, especialmente en viviendas, fue uno de los principales factores de la expansión vivida por la economía americana en los primeros años del siglo actual. El avance de las rentas disponibles de las familias, los bajos costes de los fondos prestables, el insuficiente acceso a viviendas en

Las economías europeas, reflejando el proceso de globalización, se han visto contagiadas, en general, por la contracción financiera de los Estados Unidos, aunque lo han sido algo menos en términos reales

cultad en la creación de puestos de trabajo, la situación del mercado laboral se fortaleció el año siguiente, periodo en el que se generaron, en efecto, más de un millón y medio de empleos en los Estados Unidos.

Estas eran las condiciones en las que la Reserva Federal americana decidió incrementar su tipo de interés a corto plazo en 2004, primero, en un cuarto de punto porcentual, es decir, hasta el 1.25%, y más tarde, hasta el 1.75%, anunciando su propósito de continuar elevándolo paulatinamente si se mantenía la expansión real de la economía acompañada de avances en los precios. De hecho, tales tendencias se mantuvieron, y así, no es de extrañar que la Reserva Federal persistiera en la subida de los tipos de interés sobre los Fondos Federales hasta llevarlos al 5.25% a mediados del año 2006.

propiedad, la entrada de capitales extranjeros y el desplazamiento de fondos hacia bienes inmuebles, sobre todo tras el atentado del 11-S, fueron muy importantes en el proceso. Los intermediarios financieros, con una liquidez abundante que estaban dispuestos a repartir, en caso necesario, mediante la generación de titulizaciones transmisibles a otros agentes financieros, se mostraban en condiciones de atender la demanda de fondos de los adquirentes potenciales de viviendas, mediante préstamos con garantía hipotecaria y sin realizar, con frecuencia, estudios adecuados sobre la calidad de los deudores. Los préstamos hipotecarios así concedidos iban dirigidos, en general, a clientes de nivel adquisitivo modesto, los clientes denominados *ninjas* (es decir, clientes sin ingresos fijos, sin empleo fijo y sin activos); a estos préstamos se los denominaban préstamos *subprime* –es decir, préstamos con alto riesgo de impago– y se estima que representaban dos tercios de los concedidos en Estados Unidos desde el año 2003 hasta el

2007. Los títulos hipotecarios así creados se proponían estimular el acceso a la propiedad alentando un mercado paralelo.

Así se montó un *boom* inmobiliario de base endeble y alto riesgo. Mientras el mecanismo

cipación de éstos como prestamistas *subprime*, bien directamente, bien a través de titulizaciones tomadas de otras instituciones –es decir, obligaciones garantizadas por hipotecas–. La posición de cada banco en operaciones *subprime* no era transparente para los demás. La si-



se mantuvo en buen funcionamiento, nada grave sucedió en el sistema financiero; pero las dificultades surgieron cuando, como hemos visto, la Reserva Federal, preocupada por el ritmo de avance en la construcción de viviendas y su financiación, decidió iniciar, en 2004, un proceso de elevación de los tipos de interés. El resultado fue un descenso en el precio de las viviendas y un fuerte aumento de la morosidad de los deudores, de los embargos y de las ejecuciones hipotecarias. El mayor número de hipotecas *subprime* se concentraban en la costa Este y en California; y estas eran las zonas donde se registraban los mayores descensos en los precios de los inmuebles. La morosidad, los embargos y la caída de precios de las viviendas determinaban unas pérdidas muy fuertes en los bancos, pérdidas tanto mayores cuanto más intensa había sido la parti-

tución del sistema bancario se caracterizaba, por tanto, por una falta general de confianza entre instituciones al tiempo que los clientes recelaban también de la solidez de sus bancos. La desconfianza era básica en la extensión del desánimo, en el temor al contagio, en la contracción del crédito y, en definitiva, en una expansión de la crisis financiera. La incertidumbre de los mercados era la causa principal de las dificultades.

Las autoridades monetarias americanas estaban dispuestas a intervenir a través del descenso de los tipos de interés y de la provisión de liquidez para estabilizar los mercados, aunque éstos no dejaban de mostrar sus reservas e inquietudes. El anterior Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, con una tónica muy liberal, había sido partidario de resistir la

tentación de adoptar medidas específicas para cada tipo de instrumentos y de instituciones financieras. Su sucesor en el cargo desde febrero de 2006, Ben Bernanke, es también economista de orientación liberal y enemigo de las intervenciones en la banca, pero se ha enfrentado con una situación más compleja: la crisis de las hipotecas *subprime* se ha acentuado con el paso de los meses, las grandes pérdidas en bancos de muy diverso tamaño se han sucedido con reiteración como consecuencia de impagos, el precio del petróleo ha mantenido un alto nivel de crecimiento y a todo ello vino a sumarse, desde el año 2006, una grave inflación mundial en los productos alimenticios. En resumen, en la economía americana se ha ins-

talado una amenaza de recesión complicada con inflación que plantea serias dificultades a la política económica: las rebajas de tipos de interés y las fuertes inyecciones de liquidez, aconsejables para combatir la recesión, pueden alentar las tensiones inflacionistas, y éstas, a su vez, para su contención, requieren políticas monetarias contractivas. Las medidas fiscales, impulsadas desde el Poder Ejecutivo y el Congreso, también plantean posibles consecuencias indeseables. En fin, las autoridades pueden recurrir a sacar de apuros a una ins-

titución bancaria mediante ayudas directas; es decir, pueden practicar lo que se denomina un *bail-out* financiero, pero a costa de inducir una reducción de la toma de riesgos en el sistema.

A pesar de estas reservas, las autoridades monetarias americanas iniciaron, a partir de agosto del 2007, una serie de intervenciones

consistentes en reducciones de tipos de interés e inyecciones sucesivas de liquidez para atajar la crisis financiera. Estas medidas tenían éxito en los primeros días de su aplicación, pero el alivio que proporcionaban duraba poco tiempo; se decía que generaban más bien confusión entre los clientes porque la confianza —que era esencial— no volvería hasta que



se restableciera la estabilidad en los mercados reales; hasta entonces —se concluía— los bancos serían poco propensos a prestar por temor a no ver reintegrados sus fondos. Bernanke había sido criticado, en los primeros meses de su mandato, por estar alejado del mundo real y ser demasiado lento en sus reacciones, aunque a medida que pasaban los meses, Bernanke iba ganando la confianza de los mercados monetarios y de las gentes de Wall Street, al tiempo que dejaba de creer que los problemas fueran a limitarse al mercado de viviendas y se mos-

traba dispuesto a utilizar más instrumentos de intervención financiera.

En medio de estas dificultades, el tipo de interés de la Reserva Federal había descendido desde el 5.25% en agosto del año 2007 hasta el 2% del año 2008, y las inyecciones de liquidez habían sido, por su parte, muy abundantes en el periodo.

Las instituciones americanas habían continuado registrando, sin embargo, fuertes pérdidas incluso en los casos de bancos de primera fila tales como Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Bank of America, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Wachovia o Bear Stearns, bastantes de los cuales se habían visto obligados a cambiar sus máximos responsables en este periodo. En algunos casos se habían

practicado intervenciones más profundas por temor a una crisis más grave y a una mayor extensión de la desconfianza: tal fue el caso de Bear Stearns en marzo pasado, un banco de inversión con 85 años de antigüedad que la Reserva Federal decidió salvar apoyando su compra por J.P. Morgan a un precio razonable –inicialmente a 2\$ por acción, precio que más tarde se elevó a 10\$ por acción para calmar el descontento de los accionistas–. Los cambios en la regulación hipotecaria llevaron también a modificar los criterios aplicados por Fannie

Mae y Freddie Mac, instituciones financieras de carácter semipúblico, que tenían por objeto garantizar las hipotecas de una buena parte de las familias americanas. Pero el caso con más grave repercusión en el sistema bancario americano fue el de la bancarrota de Lehman Brothers en el pasado mes de septiembre, institución dominante en la emisión de papel comercial y cuya caída tuvo efectos muy importantes en el mercado de dinero. No obstante, la institución financiera con mayores pérdidas ha sido la compañía de seguros American International Group, que ha tenido que recibir una inmensa ayuda estatal para poder salir adelante, en una operación de *bail-out* –61 billones de dólares– que aún no está plenamente cerrada y que ha suscitado fuertes polémicas sobre su oportunidad y conveniencia.

La operación Madoff, por su parte, ha tenido un carácter fuertemente delictivo y ha puesto de manifiesto las debilidades del sistema regulador y supervisor al que el marco ha venido ateniéndose, en sus rasgos básicos, desde el *crash* de 1929. El Secretario del Tesoro de George Bush, Henry Paulson, había anunciado la propuesta de un nuevo sistema legal orientado a garantizar la estabilidad de todo el mercado financiero: se ampliaría y reforza-

**La política monetaria
tendrá una eficacia limitada,
de modo que la política
fiscal habrá de desempeñar
un papel dominante en
la lucha con la debilidad
coyuntural, y actuando
más por el lado del gasto
que por el lado de los
ingresos**

ría el papel de la Reserva Federal como regulador y supervisor, se fusionaría al regulador de los mercados bursátiles –la Securities and Exchange Commission– con el de los mercados de derivados de Chicago y Nueva York y se crearía una nueva agencia que supervisaría todos los depósitos de las instituciones financieras para asegurar la salud y la seguridad de los bancos. El debate y la aprobación del proyecto tardarían, sin embargo, bastante tiempo en quedar completados. Aunque, como ha señalado Bernanke, “no podemos permitirnos el lujo de esperar a que los mercados se establezcan antes de pensar acerca del futuro”.

III

ENTRETANTO, EL CRECIMIENTO de la economía de los Estados Unidos fue desacelerándose acosada por la escasez de crédito, la caída de los precios de los activos y el descenso de la demanda y la actividad. Con ellos cayeron los puestos de trabajo al tiempo que la tasa de paro avanzaba por encima del 6.5% de la población activa y, al concluir el año 2008, el crecimiento del producto interior bruto había descendido hasta situarse en torno a un -2%.

La actividad económica americana hubiera podido recibir un empuje adicional procedente de los países europeos, pero el crecimiento de la Eurozona se debilitó a lo largo de los meses siguientes hasta situar las estimaciones para el año 2008 en un -2.4% para el crecimiento del producto real y en algo más del 8.5% para el desempleo. Dentro de la Eurozona, en Alemania, las cifras estimadas para el año 2008 fueron del -3.2% para el producto real y del 8.1% para el paro y las relativas a Francia no sobrepasaron el -2.0% para el producto y el 8.9% para el desempleo; en España, donde

las expectativas también se revisaron fuertemente a la baja, no se ha estimado un avance superior a un -3% del producto para el año 2008 mientras la tasa de desempleo se situaba rápidamente por encima del 18% y con una fuerte tendencia al alza. Tal vez el ritmo de avance hubiera podido mejorar algo para los países de la Eurozona si el Banco Central Europeo se hubiera mostrado dispuesto a rebajar pronto y sustancialmente su tipo de interés; pero su actitud dominante contra la inflación le ha impedido adoptar tal política. Más flexible respecto de la baja de tipos de interés ha sido el Reino Unido, cuya economía también ha mostrado notable debilidad pero donde el Banco de Inglaterra ha tenido menor preocupación que el Banco Central Europeo por contener la inflación.

En definitiva, las economías europeas, reflejando el proceso de globalización, se han visto contagiadas, en general, por la contracción financiera de los Estados Unidos, aunque lo han sido algo menos en términos reales. Bancos de primera categoría, como Union de Banque Suisse, Credit Suisse, Deutschebank, ING, Société General, Barclays o Northern Bank han registrado fuertes pérdidas con la crisis *subprime* y, en la última de las entidades citadas, el banco ha acabado desapareciendo.

Desde que se inició la crisis financiera de las hipotecas *subprime*, los bancos europeos han registrado pérdidas estimadas en unos 110.000 millones de euros en provisiones y deterioro de activos. El Banco Central Europeo ha colaborado con la Reserva Federal de Estados Unidos en movimientos de tipos de interés e inyecciones de liquidez; pero, como ya hemos visto, la entidad europea ha actuado con mayor firmeza que el banco americano en su deseo de combatir la recesión y de no superar sus objetivos de precios al consumo, señalados en sus normas en un máximo del 1.5%.



Así que los países europeos no han servido de estímulo, en su conjunto, a la economía de Estados Unidos.

Como ya vimos anteriormente, los países emergentes, con tasas de crecimiento del orden del 9% en China, del 7% en India y Rusia y del 6% en áreas como Indonesia, Malasia o Brasil, contribuyeron al crecimiento del mundo más avanzado en las primeras etapas del pasado auge. Sin embargo, las previsiones económicas de esos países han quebrado desde el otoño del pasado año con el descenso de la coyuntura mundial, como consecuencia de la caída de los precios de las materias primas y del petróleo, el cierre virtual de acceso a los mercados de capitales, la depreciación de sus tipos de cambio, el descenso de los tipos de interés a largo plazo y el fuerte retroceso de los mercados de valores; además, todos estos países han tendido a sufrir un deterioro de sus balanzas de pagos por cuenta corriente desde mediados del pasado año. En resumen, el efecto estimulante de los países emergentes sobre la economía mundial también ha tendido a reducirse en los últimos meses.



IV

A MEDIDA QUE AVANZABA el año 2008, y especialmente en sus últimos meses, se acentuaron las preocupaciones de los países y de sus gobiernos: se agravaba la situación económica, resultaba cada vez más oscura la salida de la crisis, la situación de los mercados financieros

no mejoraba, la evolución real de cada economía era cada vez más delicada y la destrucción de puestos de trabajo y el paro aumentaba con desusada rapidez.

Los Gobiernos han reaccionado ante este deterioro general con medidas reactivadoras de mayor o menor envergadura; y puesto que la crisis se inició en el ámbito financiero

y desde él se ha extendido a otros campos, la atención de las autoridades se ha centrado en el sector financiero y bancario. En los casos más graves, las instituciones de este ámbito se han clausurado, nacionalizado total o parcialmente, o fusionado; y ante problemas menos extremos se ha procedido a inyectar liquidez en cantidades variables, generalmente acordadas entre el Gobierno del país y los bancos afectados.

Los Bancos Centrales han actuado, por su par-

te, expansivamente, reduciendo sus tipos de interés hasta situarlos entre el 0% y el 0.25% en los Estados Unidos, rebajándolos actualmente hasta el 2% en el Reino Unido, hasta el 1% en el Banco Central Europeo y hasta el 0.10% en el Banco Nacional del Japón. Estas medidas han pretendido cortar el declive coyuntural y enderezar las economías de modo que puedan recuperarse en la segunda parte del año 2009; pero es más que dudoso que este objetivo pueda lograrse. De hecho, a pesar de los esfuerzos reactivadores, la actividad económica real ha continuado descendiendo, el desempleo americano ha seguido aumentando a un ritmo bastante superior al esperado, los mercados financieros han continuado con un ritmo débil y mostrando una morosidad creciente, y los mercados inmobiliarios han mantenido muy escasa actividad.

La crisis actual ha adquirido tal magnitud que los Bancos Centrales habrán de mantener tipos de interés probablemente muy bajos durante un periodo prolongado de tiempo. Si en el pasado reciente las autoridades monetarias han centrado su atención básicamente en la inflación de precios al consumo, descuidando en cierto grado el crecimiento total de activos y la inestabilidad financiera, las dificultades actuales deberán llevarlas a prestar una mayor atención a la evolución del crédito y a la interpretación y aplicación de los principios básicos de la consolidación contable para reducir la desconfianza y la morosidad de los mercados. Una buena regulación y sobre todo una buena supervisión del crédito son necesarias para evitar los peligros de la inestabilidad financiera.

Aun así, la política monetaria tendrá una eficacia limitada, de modo que la política fiscal habrá de desempeñar un papel dominante en la lucha con la debilidad coyuntural, y actuando más por el lado del gasto que por el lado de

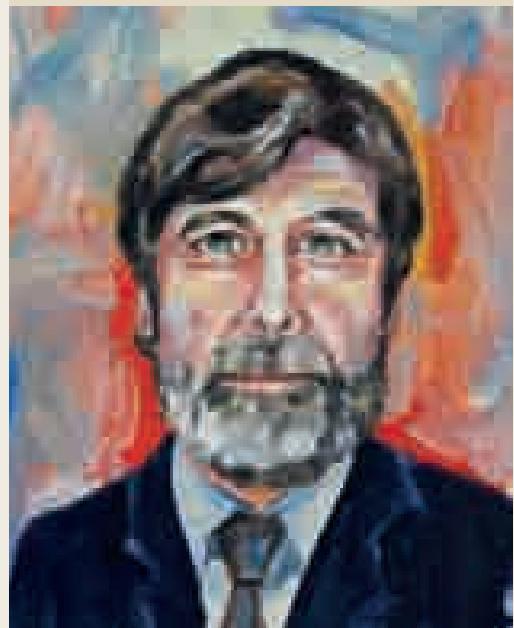
los ingresos. En todo caso, la actuación fiscal deberá ser intensa para lograr efectos significativos en un periodo corto y habrá de estar coordinada con una política monetaria de dinero barato.

Las últimas previsiones del FMI para el año actual son, en términos de producto, del -0.7% para Estados Unidos, del -0.5% para la zona Euro, del 2.2% para el total mundial y del -0.7% para España. Las previsiones presentadas por los profesores Rogoff y Reinhard, de las Universidades de Harvard y Maryland, respectivamente, en la reunión periódica de la American Economic Association del pasado mes de enero, son más modestas que las del FMI tras estudiar cinco grandes crisis recientes observadas entre 1970 y 1990. La duración media de las crisis analizadas por estos autores es, para el PIB y por persona, de unos nueve años y algo más larga para el promedio del mercado de trabajo. No parece exagerado, según esto, situar el final de esta crisis que estamos viviendo hacia 2010 o 2011, aunque dependiendo del peso del sector de la construcción en cada país y de la intensidad de la políticas, monetaria y fiscal, de reactivación.

El sistema financiero español no ha sido inmune a la crisis o, al menos, no se ha visto afectado por ella con la intensidad de otros sistemas de nuestro entorno. Su mejor comportamiento relativo se explica principalmente por dos factores: primero, porque se trata de una banca de tradición minorista y, por tanto, más resistente y segura; y segundo, porque es un sistema de notable prudencia bajo la tarea reguladora y supervisión del Banco de España, que ha reforzado, además, el sistema con un mecanismo de provisiones específicas y dinámicas que ha tendido a ser imitado en otros países. Sin embargo, el peso del sector de la construcción tenderá a alargar el proceso de la crisis en nuestro país.

José María Sumpsi

El profesor José María Sumpsi es Catedrático de Economía y Política del Área de la Escuela Técnica Superior de Ingenieros Agrónomos de la Universidad Politécnica de Madrid. Es un experto en política agraria, desarrollo rural y economía de los recursos naturales. Ha ejercido actividad docente e investigadora. Presidió el Instituto Andaluz de la Reforma Agraria entre 1983 y 1986 y ha prestado sus servicios en el Banco Interamericano de Desarrollo, del que fue experto principal en desarrollo rural. Ha pertenecido a innumerables grupos de trabajos y comités de expertos sobre la reforma de la Política Agrícola Común en la Unión Europea y, en el cargo que ocupa actualmente, se responsabiliza de dossieres tan relevantes como la biotecnología, biocombustibles, código de buenas prácticas agrarias, prevención y gestión de enfermedades vegetales, y tratados internacionales sobre pesticidas, entre otras materias.



LA CRISIS GLOBAL DE LA AGRICULTURA Y LA ALIMENTACIÓN

Por José María Sumpsi

Subdirector General del Departamento de Cooperación Técnica de la FAO

José María Sumpsi desarrolla su conferencia en cinco grandes apartados: una definición y descripción de la crisis mundial de la agricultura y la alimentación; las causas; las reacciones de los gobiernos ante esta crisis; el análisis de las reacciones de la comunidad internacional y del sistema de Naciones Unidas ante esta crisis y, la quinta y última, las conclusiones que se pueden extraer de esta crisis.

Fundación Ramón Areces, 19 de enero de 2009

EN FAO CONSIDERAMOS que un incremento importante de los precios agrícolas es una buena noticia para los agricultores, que siempre se quejan, y con razón, de que los precios están bajos. ¿Por qué entonces deberíamos considerar la actual situación como una crisis? Los precios altos son, en realidad, señales del mercado a las que normalmente reaccionan los agricultores. En esta ocasión la reacción ha venido fundamentalmente de los agricultores de los países desarrollados. Nosos-

tros temíamos que los agricultores de países pequeños, países más en vías de desarrollo, los países más pobres, que se enfrentan a problemas de mercado, a problemas de falta de acceso al crédito, de falta de liquidez, de imperfecciones en el mercado, no puedan acceder fácilmente a los recursos, a los medios de producción necesarios para responder a esas señales de mercado incrementando la producción agraria y, de hecho, eso ha ocurrido. En el año 2008, las cosechas de cereales regis-

traron un récord histórico mundial, primero porque las condiciones climáticas fueron buenas, segundo porque la reacción de los agricultores, aumentando sus siembras, ha sido clara a estas señales del mercado. Pero, y esto es lo que ha ocurrido, el incremento de la producción no se reparte homogéneamente; el fuerte incremento de la producción agraria en el año 2008 ha significado un incremento del 11% de la producción agraria en los países desarrollados y sólo un 1% de incremento productivo en los países en vías de desarrollo.

Por tanto, son los agricultores de los países desarrollados los que se aprovechan de esos precios altos, pero no así los pequeños agricultores de los países en vías de desarrollo. Por otra parte, unos precios altos para los alimentos representa una muy mala noticia para los consumidores, sobre todo para los hogares más pobres de los países en vías de desarrollo. La población vulnerable es la que realmente sufre ante esa situación de precios muy altos de los alimentos. En esos países, esos hogares pueden tener un 60% o 70% de sus ingresos dedicado al gasto en alimentos. Y, además, sus ingresos son bajísimos. Con lo cual, si el precio de los alimentos, como así ha ocurrido, aumenta de media un 120% en un año, significa que estos hogares no pueden acceder económicamente a estos productos, a estos alimentos y, por tanto, la situación alimentaria empeora.

Así lo indican las estadísticas anuales de la FAO. El número de personas hambrientas, el número de personas que no llegan al umbral mínimo de condiciones y de necesidades nutricionales mínimas ha aumentado en 75 millones de personas en el año 2007, pasando de 850 a 925 millones. Y las proyecciones del año 2008 incluyen otro aumento de 40 millones más, hasta 965 millones de personas.

Por tanto, en dos años hemos pasado de 850 millones de hambrientos a 965; una noticia pésima, que significa que, respecto del primer Objetivo del Milenio, que es reducir a la mitad la pobreza y el hambre, no solamente no nos acercamos a dicho objetivo, sino que, después de esta crisis, nos estamos alejando del mismo, lo cual, realmente, es una muy mala noticia para la comunidad internacional.

Los países en vías de desarrollo se han visto obligados a establecer reducciones arancelarias y de impuestos, que han significado una menor recaudación tributaria, con el consiguiente desequilibrio de las balanzas fiscales

A este problema de seguridad alimentaria hay que añadir el extraordinario crecimiento de la factura de importación de alimentos de esos países pobres, lo cual ha provocado importantes desequilibrios en sus balanzas comerciales. En consecuencia, estos países en vías de desarrollo se han visto obligados a establecer reducciones arancelarias y de impuestos, que han significado una menor recaudación tributaria, con el consiguiente desequilibrio de las balanzas fiscales.

Por último, esta situación, y sobre todo en países muy pobres, ha provocado estallidos



sociales, protestas en la calle e, incluso en algunos países, caídas del Gobierno. Por tanto, creo que la situación configura realmente un panorama de crisis, que se inicia hacia finales del año 2007, que alcanza su punto más alto de precios en julio-agosto de 2008, empezando a bajar los precios agrarios después de julio-agosto de 2008, hasta finales de año.

Una crisis global, multifactorial y de larga duración

ESTA CRISIS ES UNA CRISIS MUY ESPECIAL y muy distinta a las anteriores, básicamente por tres razones: es global, es multifactorial y es una crisis de larga duración. Tres elementos que configuran una crisis de enorme complejidad, por lo que abordarla y enfrentarla resulta francamente difícil, no solamente para Naciones Unidas, sino para todos los gobiernos del mundo, tanto los países en desarrollo, como los países desarrollados.

Es una crisis global, porque vivimos en una economía global en la cual las políticas de un país repercuten en el resto de países. Es lo que llamamos la interdependencia espacial, que hace que lo que ocurra en un punto afecte a los demás puntos del planeta. Pero la interdependencia no sólo es espacial, sino también sectorial. Uno de los elementos más novedosos de esta crisis es que no puede entenderse sin el efecto combinado de tres crisis: la crisis energética, la crisis financiera y la crisis alimentaria.

La crisis energética ha provocado un claro impacto en la crisis alimentaria por dos vías. Por una parte, el rápido incremento del precio del petróleo produce una inflación de costes en la agricultura ya que ese aumento se traslada a los pesticidas, los fertilizantes,

los plásticos, el gasoil que utilizan los tractores, etcétera, lo que finalmente se traslada al precio de los alimentos. Por otra parte, un precio alto del precio del petróleo hace aflorar el interés y la rentabilidad de la producción de biocombustibles; lo cual afecta a la crisis alimentaria en la medida que, al destinar parte de la producción alimentaria a la producción energética, disminuimos la oferta de alimento y esto implica una presión sobre el mercado, que hace subir los precios de los alimentos.

La crisis financiera del año 2007, y sobre todo del periodo 2006-2007, que empieza por el sector inmobiliario y que afecta a productos financieros, genera una elevada incertidumbre que hace que una parte importante del capital que estaba invertido en productos financieros, salga de dichos fondos y se traslade desde el sector financiero a las grandes bolsas de contratación de productos agrarios; básicamente, a mercados de futuros y mercados de opciones, como el mercado de Chicago y otros mercados, o Londres. Es evidente que ese movimiento importante de esa masa de capital que pasa al sector financiero, a lo que son las bolsas de contratación de materias primas agrarias, tiene un impacto clarísimo en la presión alcista sobre los precios, sobre todo de los cereales y de las semillas oleaginosas.

En la crisis financiera hay otros aspectos adicionales como, por ejemplo, la importante depreciación del dólar en 2006 y, sobre todo, en 2007, que contribuyó a generar un cambio en los flujos comerciales agrarios, repercutiendo adicionalmente en el incremento de los precios de los productos agrarios y alimentos. Por tanto, la interacción de crisis energética, financiera y alimentaria es uno de los elementos nuevos de la crisis.



La mayor recurrencia de desastres naturales (sequías, inundaciones, ciclones, huracanes, etcétera) de los últimos años, en distintos países productores importantes ha reducido la productividad de la agricultura

La crisis actual es multifactorial porque interactúan muchos factores entre sí, factores que podemos agrupar en tres categorías: los exógenos a la agricultura, los endógenos a la agricultura y las políticas.

La crisis financiera, la depreciación del dólar, el incremento del precio del petróleo y del interés de los biocombustibles, y el cambio climático están actuando como factores exógenos. La mayor recurrencia de desastres naturales (sequías, inundaciones, ciclones, huracanes, etcétera) de los últimos años, en distintos países productores importantes ha reducido la productividad de la agricultura.

Entre los factores endógenos cabe mencionar el aumento de la demanda de productos

agrarios y de alimentos en los países en desarrollo, especialmente en los países emergentes como India o China, y el hecho de que la oferta de productos agrarios no ha seguido el ritmo de incremento de la demanda. Ese es un tema absolutamente clave y esencial para entender la crisis de la agricultura y de la alimentación.

En los últimos diez años, la tradicional brecha entre oferta y demanda a favor de la oferta se ha ido cerrando como consecuencia del incremento de la demanda a una tasa muy superior a la de la oferta. Por tanto, la situación excedentaria de productos agrarios y de alimentos se ha ido reduciendo hasta que, prácticamente en 2007, esa brecha desaparece. Y esto ha producido una situación que,

en opinión de muchos expertos, es elemento clave para entender la crisis alimentaria y agraria que se inicia a finales de 2007, mucho más que los factores exógenos. Y ese elemento clave endógeno es el nivel de *stocks* de productos agrarios en el mundo, especialmente de granos. El nivel de *stocks* al que se llega en 2007 es el nivel más bajo en los últimos 30 años. Eso significa que el mundo no tiene margen de maniobra, que no tiene reservas; es decir, cualquier *shock* de oferta o de demanda se traslada automáticamente a los precios de los productos agrarios y alimentarios. No tenemos colchón.

Otro factor endógeno que explica la crisis es la reducción de la inversión en la agricultura y el medio rural. Todos los indicadores se reducen: la inversión pública en los países en desarrollo; la ayuda al desarrollo dedicada a la agricultura; y la cartera de proyectos del Banco Mundial y de todos los bancos de desarrollo regionales del mundo, disminuyen desde hace 15 o 20 años, lo que explica en parte, también, que la oferta no haya seguido el ritmo de incremento de la demanda, especialmente en los países en desarrollo.

La productividad es muy alta en los países desarrollados, donde ha crecido, mientras que en los países en desarrollo la productividad no ha crecido suficientemente. Y es ahí donde está el gran potencial de producción de la agricultura en el mundo: los países desarrollados no han llegado al techo de producción, pero están cerca del mismo; mientras que en los países en desarrollo, el trayecto, el margen que tienen para aumentar substancialmente la producción agraria, es muy importante y es ahí donde hay que concentrar los esfuerzos en los próximos años. Y eso implica inversión en agricultura, gasto público en la agricultura de los gobiernos de los países en desarrollo y, sobre todo, un cambio en la actitud y en la

orientación de los bancos de desarrollo, Banco Mundial y bancos regionales, y una mayor preocupación de los donantes en cuanto a la parte de la ayuda al desarrollo que se dedica a la agricultura y al medio rural.

Esta es una crisis de larga duración. El bajo nivel de *stocks* así lo indica, ya que se necesitarán varias campañas agrícolas para recuperarse. Estimamos que los precios altos de los alimentos se mantendrán entre 5 y 7 años más. No tan altos como el pico al que se llegó en los meses de junio, julio y agosto pero sensiblemente más altos de lo que eran en el periodo 2003, 2004, 2005 y 2006, lo cual perjudica claramente a los hogares más vulnerables de los países en desarrollo. Por tanto, la opinión de FAO y de otras muchas agencias es que la crisis no está superada. Por otra parte, la demanda de alimentos es una demanda con tendencia claramente alcista. Si la demanda sigue empujando y el nivel de *stocks* tarda en recuperarse, tenemos que prepararnos para una crisis de larga duración y, por tanto, necesitamos medidas de medio y largo plazo.

Las políticas de los gobiernos ante la crisis de la agricultura y alimentación

LOS GOBIERNOS HAN ADOPTADO un amplio abanico de medidas para afrontar esta crisis. Podemos agrupar las respuestas políticas en tres grandes categorías: políticas orientadas al consumidor y al consumo; políticas orientadas hacia el mercado y el comercio, y políticas orientadas hacia la producción y el productor.

Las políticas orientadas al consumo se basan en la protección de los grupos de consumi-



dores más vulnerables e incluyen, fundamentalmente, reducciones de impuestos, distribución de *stocks* públicos, subvenciones a los precios de los alimentos básicos, control de los precios de los alimentos básicos y diversos tipos de ayudas sociales.

En la categoría de políticas orientadas al mercado y al comercio, básicamente, se incluyen políticas que tratan de reducir el precio de los alimentos importados y aumentar también la oferta interior de alimentos. Las dos principales medidas en esta categoría son la reducción de aranceles para abaratar el precio de importación al que entra el producto en el país y reducir las restricciones a las exportaciones, con el objeto de tratar de aumentar la oferta doméstica, es decir, la heterodoxia total.

El tercer grupo de medidas están dirigidas a la producción y tratan de promover la respuesta

de la oferta agraria, facilitando el acceso de los pequeños y más pobres agricultores a los medios de producción. Son, esencialmente, la distribución gratis o libre de medios de producción o la subvención de los mismos, es decir, subvención de fertilizantes, semillas, piensos y demás medios de producción.

La reducción de aranceles y reducción de impuestos sobre alimentos básicos ha sido aplicada por 80 países; el apoyo a la producción agraria nacional mediante subvenciones a los medios de producción, por 64 países; la ayuda alimentaria y otras medidas sociales, por 35 países; el control sobre los precios de los alimentos, o sea, la fijación de precio máximo de los alimentos, por 27 países; las subvenciones a los precios de los alimentos, por 25 países; las restricciones de exportación, por 12 países; y la mejora de los sistemas de información de precios y mercados, por 10 países.

Si bien las restricciones a las exportaciones sólo han sido adoptadas por 12 países, su repercusión ha sido realmente importante dado que ha afectado claramente al mercado mundial de productos básicos. Si los principales exportadores restringen su exportación, los precios del mercado internacional se disparan. Y eso ocurrió, por ejemplo, en el mes de abril. En una semana, tres países, fundamentales exportadores de arroz, decidieron congelar la exportación de arroz. En una semana, el precio internacional del arroz subió un 75%.

Quisiera destacar en este punto dos aspectos que considero relevantes. En primer lugar, todas las medidas adoptadas se alejan de los planes de ajuste de los años 80 y 90, es decir, se trata de medidas totalmente contrarias a las políticas liberales que se han promovido en los últimos 20 años. En segundo lugar, se ha producido una pérdida de confianza en los mercados internacionales, muy similar a lo que está ocurriendo en la crisis financiera.

Respecto a la primera cuestión, nos enfrentamos a una situación totalmente nueva porque volvemos a los planteamientos de los años 60 y 70 de autosuficiencia alimentaria como forma de garantizar la seguridad alimentaria. Prevalece la idea de la sustitución de importaciones sobre la promoción de las exportaciones. En ese sentido, hemos ido al revés. Algunos países se han defendido de la crisis limitando las exportaciones, otros, por el contrario, han optado por impulsar la producción propia.

Puede que se trate de un hecho coyuntural pero lo cierto es que varios países de África, que apenas disponen de agua y carecen de regadío, han aprobado programas quinqueniales para aumentar la superficie de arroz y lograr la autosuficiencia, cuando no tienen

condiciones climáticas para producirlo. Esta decisión se explica, sin duda, por la inestabilidad política que ha generado la crisis y que ha impulsado la protesta social de su población, sobre todo urbana, ante la imposibilidad de acceder a un alimento básico como es el arroz, ya que había duplicado su precio.

Las medidas adoptadas son básicamente cortoplacistas. Muchos gobiernos de los países pobres y dependientes de la importación, simplemente han abordado los efectos más inmediatos de la crisis. Las soluciones cortoplacistas se entienden desde el punto de vista político, pero creo que es un error y se hace necesario empezar a pensar en medidas a medio y largo plazo.

Otra cuestión importante es la transitoriedad de las medidas adoptadas. En muchos países se mantienen las medidas a pesar de que la crisis se ha suavizado y no se observa ninguna reversión. Tan sólo se aprecia una cierta relajación en las restricciones a la exportación.

Por último, el destinatario final de las medidas adoptadas plantea algunas cuestiones de interés. La reducción de aranceles o de impuestos no afectan a un solo grupo de la población –a la más vulnerable– sino que afectan a toda la población. En un país muy pobre, con escasos recursos, lo importante es concentrar el esfuerzo en aquellas capas más vulnerables de la población. Eso se ha hecho en algún caso; por ejemplo, en el caso de subvenciones a los medios de producción, fertilizantes o semillas, en el que solamente se han dado subvenciones a los agricultores más pequeños y más pobres, no a todos los agricultores. Pero otras muchas medidas que no se pueden discriminar han afectado al conjunto de la población y eso para un país que tiene recursos muy escasos, realmente, es más que discutible.

Las reacciones de la comunidad internacional

¿Qué ha hecho la comunidad internacional ante esta crisis alimentaria mundial? Ya a mediados de 2007 la FAO advirtió que se estaban observando unas tendencias y unas presiones alcistas importantes que podían llegar a provocar incrementos muy fuertes de los precios de los productos agrarios y de los alimentos. En diciembre de 2007, la FAO intenta movilizar a la comunidad internacional para que en un corto plazo (2008-2009) destine 1,7 miles de millones de dólares, para que los países en desarrollo puedan, realmente, llevar a cabo una serie de programas para

En marzo de 2008 se plantea claramente un gran problema: la falta de coordinación entre las agencias

enfrentar a la crisis alimentaria. Se pretende poner en marcha medidas destinadas al aumento productivo a corto y medio plazo: apoyo al acceso de los pequeños agricultores, a los medios de producción (fertilizantes, piensos, semillas, etcétera); pequeñas infraestructuras de mejora de riegos, de capacidades de almacenamiento, de acceso a los mercados de los agricultores y de los sistemas de información de precios y mercados. Estructuras y medidas, que en el corto y medio plazo podrían contribuir a incrementar la productividad agraria y la producción agraria.

Las demás agencias también se movilizan a partir de enero de 2008. El Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola –institución financiera dedicada a la agricultura– también lanza un llamamiento y hay un incremento

de préstamos a la agricultura y de reprogramación de préstamos para poder enfocar el problema de la crisis alimentaria y tratar de recuperar la producción agraria lo más rápidamente posible. Tanto el Banco Mundial como los bancos de desarrollo regionales aumentan el volumen de créditos; se anuncia el aumento de la disponibilidad de la cartera de préstamos para la agricultura de 1.000 millones de dólares en el caso del Banco Mundial, 1.200 millones en el caso del Banco Africano de Desarrollo y otros 1.500 millones en el caso del Banco Asiático de Desarrollo. Por tanto, la banca, los bancos de desarrollo, los bancos regionales, los fondos especializados en agricultura del sistema multilateral, el Programa Mundial de Alimentos, la FAO, todo el sistema se moviliza para tratar de responder a la crisis.

Pero, allá por febrero o marzo de 2008, se plantea claramente un gran problema, y es la falta de coordinación entre las agencias. Una situación, realmente, muy poco eficaz, muy poco efectiva. Ante esta situación, en abril del año 2008, el Secretario General de Naciones Unidas, Ban Ki-moon, reúne a todos los presidentes de las agencias del sistema de Naciones Unidas y Bretton Woods; es decir, incluido el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Organización Mundial de Comercio, junto a todas las agencias de Naciones Unidas, y plantea la estricta y urgente necesidad de crear un sistema de coordinación de todas las respuestas del sistema internacional. Y es así como se crea a finales de abril de 2008 lo que se llama el Grupo de Alto Nivel, una fórmula que plantea la coordinación y que se dirige a mejorar la coordinación de todo el sistema internacional. Es la primera vez en la historia que se actúa de una forma coordinada y conjunta en todo el sistema internacional, tanto Bretton Woods como Naciones Unidas. Y, en ese sentido,

creo que éste es un logro muy importante. El gran objetivo de ese Grupo de Alto Nivel es dar una respuesta conjunta y coordinada a la crisis, la redacción de un plan global de acción a la crisis que tiene como elemento fundamental el apoyo a los países en desarrollo y a sus gobiernos, y, realmente, también se plantea la movilización de la comunidad internacional para conseguir recursos adicionales para poder abordar la crisis.

El plan global de acción es redactado, discutido y consultado a todos los niveles en junio de 2008. Incluye un análisis de las causas y hace toda una propuesta de medidas a corto, medio y largo plazo para tratar de abordar la crisis. El programa se estructura en torno a 4 grandes medidas:

- 1) Medidas para incrementar la producción, aumentando la inversión pública en la agricultura y privada, y aumentar la producción a corto, medio y largo plazo.
- 2) Medidas de tipo social, de asistencia alimentaria, ayuda alimentaria y una serie de programas sociales que se dirigen a las capas más vulnerables de la población, a corto y medio plazo.
- 3) Políticas públicas para mejorar la seguridad alimentaria. Con esta tercera medida se trataba de poner en práctica un asesoramiento de políticas públicas a los gobiernos de los países en desarrollo para tratar de adoptar las medidas más adecuadas a la situación.
- 4) Medidas para mejorar el acceso a los mercados y los sistemas de información e inteligencia de los mercados. Porque una de las cosas que ha revelado esta crisis es que los sistemas de información de precios son relativamente buenos a nivel internacional,

son ya no tan buenos a nivel regional y son totalmente deficientes a nivel nacional.

Se evalúa en 25.000 millones de dólares la inversión adicional que se requiere en la agricultura, de manera sostenida, en varios años, para salir de la crisis, y se establecen 35 países prioritarios sobre los que el programa debe actuar de forma inmediata. Se plantea que el 50% de esos 25.000 millones adicionales deberían ser aportados por el sector público y privado de los países en desarrollo y el otro 50% debería ser procedente de la ayuda al desarrollo de los países ricos. La cifra de 25.000 millones durante diez años para arreglar el hambre en el mundo puede parecer elevada pero no me puedo resistir –aunque pueda parecer incluso un poco demagógico– a decir que, comparado con los cientos y cientos de miles de millones –o billones, o trillones en términos americanos– que se está aplicando para salvar el sistema financiero internacional, son *peanuts*, es decir, calderilla pura y dura. Bueno, pues aquí está el problema: el mundo tiene que elegir si, además de arreglar el problema financiero y de gastarse los billones y miles de billones que se están gastando, quiere arreglar el problema del hambre gastándose 20.000 millones de dólares durante 10 años, sobre todo en los países más afectados, básicamente, países de África, aunque también hay algunos países de Asia y algunos de Centroamérica y alguna parte del Caribe como el caso de Haití.

En junio de 2008 se celebra la Conferencia de Alto Nivel en Roma, un hito histórico. Por suerte o por desgracia, la conferencia coincidió con el pico máximo de los precios de los alimentos y con la crisis encima de nuestras cabezas, con toda la prensa del mundo detrás, 5.000 participantes, 45 jefes de estado, 200 ministros, 1.500 periodistas. La conferen-

cia fue muy importante, aunque con claros y oscuros. Todos los grandes dirigentes del mundo reconocieron que había que hacer un esfuerzo mayor por invertir en la agricultura y en la alimentación. Reconocieron el error de haberse olvidado en los últimos 15 o 20 años de la agenda mundial de la agricultura y la alimentación y reconocieron la necesidad de devolver a la agenda internacional la agri-

Tras la Conferencia de Roma se celebró la cumbre del G8 (julio) en Japón, donde hubo otra fase más. En esa cumbre se planteó claramente la necesidad de repensar la arquitectura mundial de la agricultura de la alimentación

cultura y la alimentación. Eso, en sí mismo, ya es un logro muy importante.

Sin embargo, la declaración final tuvo que ser negociada con los 193 países que son miembros de la FAO. Imagínense ustedes lo que es poner de acuerdo a 193 países, por ejemplo, en tres temas tan sensibles como el cambio climático, los biocombustibles y el comercio internacional. Después de muchísimas horas de discusión no hubo forma de ponerse de acuerdo en una declaración mínimamente sustantiva en esos tres temas. Con lo cual, las tres referencias resultan absolutamente genéricas y vagas, y no sirven para mucho. Creo que esto refleja el gran problema al que nos enfrentamos. El mundo no tiene mecanismos para que, realmente, se llegue a acuerdos internacionales en temas

que son relevantes para la seguridad alimentaria (cambio climático, biocombustibles y comercio internacional), porque en esos tres temas los países tienen su soberanía. Y, además, Naciones Unidas carece de mecanismos legales para obligar a ningún país a hacer nada o a no hacer algo.

Tras la Conferencia de Roma se celebró la cumbre del G8 (julio) en Japón, donde hubo otra fase más. En esa cumbre se planteó claramente la necesidad de repensar la arquitectura mundial de la agricultura de la alimentación. Ahí se planteó la necesidad de empezar a pensar en una nueva organización mundial; en una, más que organización, arquitectura mundial para la agricultura de la alimentación, que pueda enfrentarse a los problemas y a las crisis alimentarias mundiales. Y fue realmente importante, porque en la cumbre del G8 en Japón se aprobó el Plan Global de Acción que había preparado Naciones Unidas, ese Grupo de Alto Nivel, donde están coordinadas todas las agencias de Naciones Unidas.

En septiembre se celebró la asamblea de Naciones Unidas, en la que se volvió a hablar del tema y se dio otro paso más en el sentido de apoyar todo esto. Por su parte, la Comisión Europea aprobó, posteriormente, un fondo especial de mil millones de euros para abordar los efectos más inmediatos de esta crisis de la alimentación, que se va a aplicar, básicamente, en 35 países, muchos de ellos de África. Es un plan para trabajar en el periodo 2009-2011 con medidas básicamente a corto plazo, pero también a medio plazo.

El Grupo de Alto Nivel de Naciones Unidas y Bretton Woods ha jugado un papel muy destacado y ha sido el socio privilegiado de las discusiones con la Comisión Europea a la hora de preparar programas nacionales

que puedan ser elegibles para estos fondos. Alrededor de los países en desarrollo ha surgido un triángulo institucional: países en desarrollo, Comisión Europea y el Grupo de Alto Nivel de Naciones Unidas. Creo que ese triángulo virtuoso ha conseguido, y va a conseguir, efectos interesantes en los próximos dos años. Y pensamos que si hay más recursos y más acciones como la de la Comisión Europea se puede avanzar de una forma importante.

Por último, dentro de esta trayectoria, se va a celebrar la Conferencia de Alto Nivel en Madrid. No se espera esa gran afluencia, esa gran expectación que hubo en Roma, pero tampoco es necesario, porque esas reuniones tan masivas no son siempre tan absolutamente ricas en resultados. Espero que la reunión de Madrid sea importante; el Gobierno de España está haciendo todo el esfuerzo para que así sea; las Naciones Unidas, y la FAO en particular, también lo están haciendo, apoyando por completo el esfuerzo del Gobierno español. La invitación está firmada por el Presidente del Gobierno español, Rodríguez Zapatero y por el Secretario General de las Naciones Unidas, Ban Ki-moon, y estamos todos luchando y trabajando para que la Conferencia sea un éxito.

ma global una situación en que la crisis no es de un país, sino global, y lo que hace un país afecta a todos los demás. La gran disyuntiva entre intereses nacionales e intereses globales no está resuelta y no es nada fácil de resolver. Pero si no se resuelve este problema va a ser muy difícil que el mundo se enfrente a crisis globales, ya sean financieras, alimentarias o energéticas.

2. No existen mecanismos financieros para reaccionar de inmediato ante los efectos de una crisis como ésta. Este tipo de crisis tiene efectos a medio y largo plazo, pero también, efectos a muy corto plazo. Hay que buscar ese equilibrio entre corto, y medio y largo plazo. Para el medio y largo plazo sí hay más mecanismos. Están el FIDA, el Banco Mundial y los bancos regionales. Pero para aprobar un préstamo, esos bancos pueden tardar un año. Y tardar un año en aprobar un préstamo para atender las necesidades inmediatas de unas poblaciones muy vulnerables ante esa subida explosiva de los precios de los alimentos, cuando el préstamo lo ha aprobado el Banco Mundial o el FIDA es, evidentemente, excesivo. Los mecanismos para financiación a medio y largo plazo, cuando existen, necesitan ser mejorados. Pero el tipo de mecanismos para reaccionar en semanas no existe. Por tanto, hay que inventarse algún tipo de mecanismo financiero para atender medidas o necesidades urgentes.

3. Esta es una crisis multifactorial, multicausal. Pero no existe unanimidad sobre todas las causas que la han provocado. Algunos expertos opinan que los biocombustibles han sido la principal causa de la subida de los precios de la alimentación –cosa que la FAO nunca ha dicho, ni yo creo que sea así–. La FAO y otros muchos expertos consideramos que los biocombustibles han influido en la subida de los precios de los alimentos, por

Conclusiones

1. El mundo se enfrenta a crisis globales, los mercados son globales, y la economía es global, pero no hay mecanismos globales para afrontar las crisis que se generan globalmente. Esa es la gran contradicción de este mundo en el que vivimos. El mundo carece de gobernanza, de arquitectura institucional, de mecanismos legales para abordar de una for-

supuesto que sí, pero en absoluto son su principal causa. Algo similar ocurre con la especulación financiera. ¿En qué medida ha afectado a la crisis el movimiento de capital del sector financiero hacia las grandes bolsas de contratación de productos agrarios? ¿Es que la subida de precios agrarios de las bolsas ha atraído dinero de fuera? ¿O es que la llegada de dinero de fuera ha provocado el alza de esas cotizaciones? Son relaciones de causalidad complicadas. Creo que hay mucha investigación pendiente, mucha necesidad de trabajo científico, mucho trabajo por hacer. Necesitamos algún tipo de creación de un sistema de expertos de alto nivel o de redes de centros de investigación que puedan dar respuestas rigurosas a estos desafíos a los que nos enfrentamos.

4. Toda crisis supone una amenaza, pero también representa oportunidades. Esta crisis ha permitido que, por primera vez, el mundo considere la necesidad de recuperar la estrategia y la importancia estratégica de la agricultura de la alimentación; lo cual era algo que veníamos diciendo desde hace muchos años, sin que nadie hiciera caso. Por otra parte, la crisis ha conseguido que, por primera vez, el sistema de las Naciones Unidas trabaje de una forma conjunta y coordinada. Hay otros elementos muy importantes como, por ejemplo, la sensibilización de la comunidad internacional, la mayor preocupación por la agricultura, la mayor preocupación por el tema del hambre... Todo esto son efectos positivos y oportunidades de esta crisis.

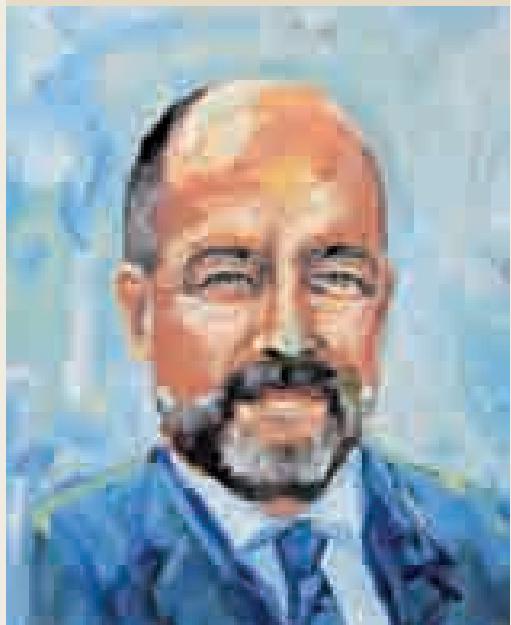
5. Los mercados tienen su propia dinámica que ningún gobierno, ninguna agencia de las Naciones Unidas pueden revertir fácilmente. ¿Qué es lo que ha conseguido bajar los precios de los alimentos después de agosto de 2008? Quizá, en primer lugar, la brutal bajada del precio del petróleo. En segundo lugar,

la crisis financiera, la recesión y el parón de la demanda y en tercer lugar, la reacción de los agricultores, sobre todo en los países desarrollados, a las señales del mercado aumentando su producción como consecuencia de los precios elevados de los alimentos. Han sido, por tanto, las tendencias de los mercados las que han llevado a los precios de los alimentos a la baja; no la acción combinada de Naciones Unidas y de los gobiernos. Sin embargo, la gestión combinada de gobiernos y de Naciones Unidas ha conseguido suavizar un poco ese impacto negativo. Pero revertir las tendencias de los mercados es algo que está fuera de nuestro alcance y es más de la propia dinámica de los mercados; a menos que algún día se consiga un sistema de gobernanza global de la agricultura de la alimentación que permita que, coordinadamente, los países tomen medidas o coordinen sus políticas, y eso sí podría realmente incidir en las tendencias de los mercados.

6. No podemos afrontar esta crisis con medidas a corto plazo. Hay que prepararse para una crisis de larga duración y la única forma de atender a ella es, realmente, haciendo un esfuerzo acumulado y renovado e intenso en los próximos años para mejorar la producción agraria, para mejorar la situación de los mercados, para mejorar el acceso a los mercados, para mejorar también la capacidad de los consumidores para poder tener una alimentación más equilibrada y otros muchos elementos de tipo nutricional, que no son solamente problemas agrarios, no son problemas alimentarios, sino también problemas nutricionales. Por tanto, nos enfrentamos, a una situación en la que hay que combinar medidas a corto, medio y largo plazo, y también medidas que afectan a la producción, al consumo, a la seguridad alimentaria, a la nutrición, a los mercados y a otros muchos elementos que forman parte de esta crisis.

Alejandro Jara

Alejandro Jara nació en Santiago de Chile en 1949. En 1976, pasó a formar parte del Servicio Exterior de Chile, donde se especializó en relaciones económicas internacionales. Actuó en la delegación de Chile ante el GATT en Ginebra (1979-1984) y fue destinado al Sistema Económico Latinoamericano (SELA), en Caracas, como Coordinador de Asuntos de Política Comercial. Fue nombrado Director de Asuntos Económicos Bilaterales (1993-1994) y Director de Asuntos Económicos Multilaterales (1994-1999). En 1996 y 1997 también trabajó como alto funcionario de Chile ante el APEC. Durante ese mismo periodo, fue Negociador Jefe Adjunto para el Acuerdo de Libre Comercio entre Chile y el Canadá y, en 1997 y 1998 fue Negociador Jefe Adjunto para el Tratado de Libre Comercio entre Chile y México. En julio de 1999, fue nombrado Director General de Relaciones Económicas Internacionales.



En junio de 2000, fue nombrado, con el rango de Embajador, Representante Permanente de Chile ante la Organización Mundial del Comercio en Ginebra. Durante el año 2001 fue Presidente del Comité de Comercio y Medio Ambiente de la OMC. En febrero de 2002, fue elegido Presidente del Consejo del Comercio de Servicios en Sesión Extraordinaria, que se ocupa de las negociaciones encomendadas por los Ministros en Doha. Es autor de numerosos artículos y trabajos sobre comercio internacional.

LOS DESAFÍOS DEL COMERCIO INTERNACIONAL

Por Alejandro Jara

Director General Adjunto de la Organización Mundial del Comercio (OMC)

Alejandro Jara, Director General Adjunto de la Organización Mundial del Comercio, afirma en esta conferencia que, aunque es necesario afrontar nuevos procesos de liberalización del comercio, se hace imprescindible consolidar lo logrado hasta ahora. Para Jara, uno de los grandes desafíos de la OMC es afrontar los problemas del cambio climático, para lo cual se hace imprescindible “incrementar la cooperación internacional” para evitar que las negociaciones multilaterales acaben en fracaso. Respecto a la actual Ronda de negociación de Doha en el seno de la OMC, que afronta la liberalización del comercio agrícola, el conferenciante considera que por primera vez se está haciendo un esfuerzo serio “lo que representa restablecer un equilibrio para favorecer a las economías en desarrollo” y anticipa que “los resultados que vayamos a lograr en esta Ronda de Doha no van a ser ni perfectos ni completos”.

Fundación Ramón Areces, 15 de enero de 2009

LA CREACIÓN, EN 1948, del Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles (GATT), marca el inicio del sistema multilateral de comercio. Se trataba de un acuerdo contractual al que inicialmente se incorporaron 23 países para tratar exclusivamente del comercio de

bienes y que apenas contaba con unas pocas disciplinas generales sobre otras materias de política comercial para proteger las concesiones intercambiarias. En aquellos años, los conflictos en el seno del GATT se resolvían mediante un sistema de consultas

diplomáticas. El GATT dedicaba, entonces, unas cuatro páginas al tema del subsidio, *antidumping* y derechos compensatorios.

Sesenta años después, el GATT se ha transformado en la Organización Mundial del Comercio (OMC), una Organización Internacional creada en 1994, con 153 miembros y que ha lanzado un Acuerdo General sobre comercio de servicios y, en particular, de inversiones en servicios, que permitió elevar enormemente y uniformar los estándares de la protección de la propiedad intelectual en todo el mundo. La OMC dispone de un sistema de solución de controversias altamente sofisticado, que funciona de manera bastante eficaz y que permite nivelar el juego, porque permite al país más pobre, más pequeño, proteger sus intereses ante el más grande. Las materias sobre subsidio, *antidumping* y derechos compensatorios se desarrollan en más de 200 páginas repletas de disciplinas y de procedimientos, que establecen, de una manera efectiva, limitaciones y reglas de juego conforme a las cuales los gobiernos conducen sus políticas comerciales en éstos y en otros aspectos.

Tras la Segunda Guerra Mundial, el GATT facilitó la apertura de las economías. Sin embargo, el verdadero proceso de liberalización del comercio de bienes, de servicios y de inversiones en el mundo ha sido especialmente intenso en el seno de la OMC y ha sido protagonizado, principalmente, por los países en desarrollo, en el periodo comprendido entre los años 90 hasta el año 2002, según ponen de manifiesto recientes estudios del Banco Mundial. En concreto, el 65% de todo este proceso nacido de la liberalización ha sido consecuencia de cambios realizados por los países en desarrollo unilateralmente, sin mediar negociación alguna, mientras que un 25% lo explica la negociación multilateral, y

apenas un 10% de esa liberalización se expli-ca por los acuerdos bilaterales o plurilaterales de libre comercio.

¿Dónde radica la dificultad para llegar a acuerdos bilaterales o multilaterales en el seno de la OMC? Todo el proceso de libe-ralización a escala mundial dejó atrasados algunos sectores. Inicialmente, textil y confección y, en cierta medida, también calzado, cosa que tiende a corregirse a partir de los resultados de la Ronda Uruguay, que permi-te la eliminación de ese comercio mediante cuotas. Pero el efecto más negativo de todo este proceso lo ha sufrido el sector agrícola de los países en desarrollo. Si bien en la Ronda Uruguay hubo resultados importantes que permiten establecer un consenso sobre las reglas básicas del comercio internacional en materia de agricultura, la Ronda de Doha, en la cual nos encontramos, representa, por primera vez en la historia de estos 60 años, un esfuerzo serio por liberalizar el comercio agrícola.

Por liberalización entiendo la disminución, y desearía que la eliminación completa, de aquellos instrumentos que distorsionan el comercio internacional de la agricultura; es decir, los subsidios de apoyo interno como los subsidios a las exportaciones. Visto desde un punto de vista más político, lo que se está haciendo ahora es restablecer un equilibrio que favorecerá especialmente a las economías de los países más pobres, que no han podido competir o desarrollar sus producciones agrí-colas porque carecen de la capacidad de los grandes países industrializados.

Este proceso implica algo más que una refor-ma de las políticas agrícolas. Puedo adelantar que los resultados que hayamos de lograr no van a ser, obviamente, ni completos ni per-fectos y, por tanto, éste es un proceso que



tendrá que continuar en el futuro y tendrá que ser profundizado y mejorado para lograr mayor liberalización y evitar las distorsiones en los mercados externos.

Resultados esperables para la liberalización agrícola

LA DECLARACIÓN MINISTERIAL de Hong Kong de 2005 dejó constancia de la necesidad de eliminar los subsidios a las exportaciones en materia de agricultura en el horizonte del año 2013. En todas sus formas, incluidas las ayudas alimentarias y los créditos a la exportación. Ello cambiará los mercados internacionales y abrirá nuevas oportunidades. Por ejemplo, Mozambique podrá exportar azúcar a Argelia y ésta no tendrá que abastecerse obligatoriamente de azúcar desde Europa. Así está planteado, pero todavía no ha sido

consagrado el acuerdo. Todavía no es una obligación, sólo una promesa. Pero esa promesa representa, a mi juicio, muchísimo.

Está previsto que haya un cambio importante sobre los subsidios y los apoyos internos que otorgan los países. Estados Unidos, por ejemplo, tendrá que reducir esos apoyos cerca de un 70%. Asimismo, los países contarán con incentivos para arbitrar instrumentos de apoyo internos menos distorsionantes o que no distorsionen el comercio. Todo ello tendrá un impacto en materia de acceso a los mercados y de asignación de los recursos. En los últimos años, la Unión Europea ha ido avanzando en estas reformas de una manera autónoma, mientras que al otro lado del Atlántico, las políticas agrícolas no han seguido por la misma dirección. Al contrario, la última ley agrícola de Estados Unidos tomó un camino distinto al que se pretende en el seno de la OMC, pese a los esfuerzos de su Presi-

dente y de su Ejecutivo de avanzar en línea con la Ronda de Doha.

Se ha planteado que los países desarrollados deberían reducir sus aranceles en un 54%, más o menos. Los aranceles más altos se reducen de una manera más fuerte que los derechos de aduana más bajos. Con excepciones, y esto es muy importante, porque se les permiten excepciones a todos los países para designar cierta cantidad de productos como sensibles a los países en desarrollo y usar otros mecanismos de protección, de contingencia, sistemas de salvaguardia especiales para los países en desarrollo. ¿Por qué? Porque los mercados son sensibles, porque no se puede hacer una reforma que sea traumática, porque esto tiene que ser políticamente aceptable por los agricultores y por las sociedades en su conjunto. El tema está en que en esta negociación, al menos en la parte agrícola, en estos productos sensibles, mirando a los países desarrollados importadores, están concentrados los grandes mercados agrícolas (sean lácteos, el azúcar, la carne, o el arroz). Tiene que haber un proceso por el cual también haya alguna apertura en esos grandes mercados que van a tener un tratamiento excepcional en materia de reducciones arancelarias y en los que, por lo tanto, el acceso se va a dar mediante la ampliación de las cuotas que existen con aranceles más bajos o la generación de nuevas cuotas donde ellas no existan. Lo que está planteado, por tanto, es un ajuste, una reforma, una apertu-

ra, una liberalización, un cambio profundo y trascendental en la economía mundial, que tiene el sesgo de favorecer más al productor más eficiente y, particularmente, por lo tanto, al productor de los países en desarrollo.

Lo cierto es que para lograr resultados en este ámbito es necesario lograr resultados en otras esferas de la negociación. En la jerga ginebrina llamamos a lo no agrícola *non agriculture market access*, y eso cubre las manufacturas,

la pesca, lo forestal, y lo mineral. Para resolver esta cuestión aplicamos la Fórmula Suiza. Se trata de un coeficiente por el cual los aranceles más altos se reducen más que los aranceles más bajos. Los países desarrollados no tendrían ninguna flexibilidad. En cambio, los países en desarrollo dispondrían de una flexibilidad limitada para poder hacer ajustes en términos de recortes arancelarios para que en ciertos sec-

Con la Fórmula Suiza, cuando hay perfiles arancelarios como el americano, o el europeo, que tienen altos niveles de protección arancelaria para ciertos bienes, éstos se reducen, y cambia la estructura arancelaria

tores, que necesitan o quieren mantener una mayor protección, puedan ser más limitados. Como podrán comprender, la aplicación de esta fórmula resulta, en cualquier caso, compleja, dado que en el grupo de los países en desarrollo se encuadran las denominadas economías emergentes, pero también las economías pequeñas y vulnerables, los países menos adelantados y después casos especiales, cuyos problemas también hay que ir resolviendo. Resulta, por tanto, difícil llegar a un equilibrio y respetar los intereses de todas las partes.



Un ejemplo ilustrativo de la complejidad de este sistema y, además, dramático, lo constituye el caso de Bangladesh, uno de los países más pobres del mundo. Anualmente, Bangladesh exporta alrededor de 3.000 millones de dólares a Estados Unidos. El Reino Unido exporta a Estados Unidos alrededor de dieciocho veces más, más de 50.000 millones. Los productos ingleses, cuando entran al mercado de Estados Unidos, pagan en su totalidad menos derechos de aduana de lo que se les cobra a los productos de Bangladesh. Bangladesh paga como 360 millones y

Muchos países, y sobre todo los países en desarrollo, tienen sus aranceles consolidados en la Ronda Uruguay a niveles altos (25%, 30%, 35%) pero su arancel aplicado es muy bajo

los productos ingleses pagan menos. Y esto, ¿por qué? Porque Estados Unidos tiene altos aranceles para textiles, confección y calzado, que es el fuerte de lo que exporta Bangladesh. Aplicando esta Fórmula Suiza para los países desarrollados con un coeficiente de ocho o nueve, implicaría que ningún país desarrollado tendría aranceles superiores a ese nivel, y los países en desarrollo, por lo menos las economías emergentes, como se ha decidido llamarlas, tendrían un coeficiente que puede oscilar entre 19 y 22. Es decir, que cuando hay perfiles arancelarios como el americano, o el europeo, que tienen altos niveles de protección arancelaria para ciertos bienes, éstos se reducen, y cambia la estructura arancela-

ria. Esto cambiaría muchísimo las perspectivas comerciales económicas de un país como Bangladesh cuando mira el mercado de Estados Unidos. Es un cambio gradual, pero tremadamente importante, porque se lanza una señal al mercado acerca de un ajuste de una economía como la americana, de un ajuste de los perfiles arancelarios que permitiría consagrar un beneficio muy grande para economías mucho más pobres en rúbricas donde hay un uso muy intensivo de mano de obra.

¿Por qué resulta tan difícil llegar a acuerdos multilaterales? Queda claro que quitar protección en lo agrícola, reducir o eliminar subsidios en lo agrícola implica “tocar el bolsillo” de unos pocos, lo cual supone un impacto político importante. De ahí la necesidad de lograr el equilibrio entre las cuestiones agrícolas y las no agrícolas. Lograr ese equilibrio ha resultado tremadamente difícil. Parte del problema, pero una parte muy importante, ha revelado ser las expectativas de unos y otros. El sector privado (manufacturas, las industriales en particular, pero también la parte agrícola y, especialmente, en Estados Unidos) sostiene que las aportaciones de los países en desarrollo son insuficientes, ya que no están generando nueva liberalización del mercado.

Muchos países, y sobre todo los países en desarrollo, tienen sus aranceles consolidados en la Ronda Uruguay a niveles altos (25%, 30%, 35%) pero su arancel aplicado es muy bajo. India, por ejemplo, tiene un promedio de menos del 10%, y año a año los ha ido bajando. Las negociaciones se realizan a partir del arancel consolidado, lo que puede reducir ligeramente el aplicado realmente. Pero los países desarrollados que desean entrar en mercados como Brasil, Argentina o India están desvalorizando esa liberalización



unilateral que se ha consagrado de manera tan masiva en los países en desarrollo y reclaman a estos países un mayor esfuerzo. Por su parte los países en desarrollo se defienden argumentando que las reglas del juego son las reglas del juego, que la negociación de aranceles se realiza a partir del consolidado y que no hacen más sacrificios ya que no resulta equitativo.

Parte de la solución podría ser, como piden muchos del mundo industrializado, cerrar acuerdos sectoriales. Pero en qué sectores y con qué tratos es una cuestión que queda aún por definir. Todo esto, entonces, pasa a ser un tema altamente complejo: tratar de encontrar ese equilibrio que, en el fondo, es un equilibrio de orden político, un cierto ajuste de expectativas. A mi juicio eso es lo que ha impedido lograr un consenso para definir cuál es el nivel de ambición con el que vamos

a operar en esta negociación en la parte agrícola y en la parte no agrícola.

El proceso

EN JULIO DEL AÑO 2007, la Unión Europea, Estados Unidos, la India y Brasil (el llamado G-4 ya desaparecido) celebraron en Potsdam (Alemania) una importante reunión en la que los ministros no alcanzaron un acuerdo sobre estos temas. Se dice, incluso, que los ministros “lograron” deshacer algún progreso que sus altos funcionarios habían realizado. Los ministros levantaron la reunión sin acordar reunirse de nuevo. El proceso de negociación recayó, entonces, sobre los negociadores de Ginebra, sin interferencia ministerial. Los expertos y los técnicos comenzaron a hacer lo que saben hacer: tejer textos, buscar solu-

ciones a los problemas y usar todo su ingenio técnico y su voluntad política por hacerlo. Esto permitió que, tanto en agricultura como en las cuestiones no agrícolas, los presidentes de los grupos de negociación fueran recogiendo en textos de manera incremental gran parte del progreso que se estaba consagrando a nivel técnico. Y en julio de 2008, cuando ya había sido evidente que no se podía avanzar más en el grupo de negociación agrícola sin tener en cuenta lo que pasaba en lo no agrícola y viceversa, hubo que horizontalizar el proceso y poner los dos temas sobre la mesa y convocar a un grupo de ministros para que trataran de tomar las resoluciones, resolver los problemas desde un punto de vista político. Y se hizo, como es natural, un paquete, de tal manera que dejara a todos igualmente insatisfechos.

Estuvimos muy cerca de lograrlo, pero no fue posible. La negociación se entrampó por las salvaguardias especiales en materia agrícola. El desencuentro fue brutal entre unos países liderados por la India, acompañada por China y por otros con distintos matices, y por el otro lado, Estados Unidos acompañado por países como Australia, Uruguay, Paraguay y Argentina. Unos querían que este mecanismo se pudiera disparar solamente cuando las importaciones aumentaran más del 40%, y el Ministro de la India alegaba: "cuando ya las importaciones han aumentado en un 40%, mis agricultores ya se han suicidado." Hubo poca flexibilidad, debilidad política de los principales actores y, pese a los esfuerzos denodados de otros países o grupo de países como la Unión Europea, Brasil y otros, no fue posible irse por el ancho camino del medio para encontrar un equilibrio y un consenso en la materia.

Cuando estalla la crisis financiera mundial, se intenta avanzar en las negociaciones y lo-

grar alguna conclusión antes del final de la administración del Presidente Bush. Se reúne entonces el Grupo de los 20 en Washington a comienzos de diciembre, que hace una llamada para no aplicar nuevas medidas de restricción, y se pide a los ministros que concurran a Ginebra y traten de lograr lo que nosotros llamamos «las modalidades de los niveles de ambición en Agricultura y en NAMA». La reunión de ministros finalmente no llegó a celebrarse, porque la mayoría de los países en Ginebra, la Secretaría y el Director General de la OMC consideramos que no existía la suficiente flexibilidad y voluntad políticas como para lograr ese consenso y que, por tanto, la reunión estaba abocada al fracaso. Asimismo, temíamos que el escenario de crisis mundial podría aumentar el riesgo de echar por tierra el progreso alcanzado hasta esa fecha.

El resto de los temas

¿QUÉ PASA CON EL RESTO DE LOS TEMAS? Desde hace tres años están planteadas encima de la mesa ofertas bastante mediocres de los países en materia de servicios. No ha existido un afán por renovar. Todos están esperando conocer los resultados en agricultura y en lo no agrícola. En general, en toda negociación de servicios, incluyendo las más ambiciosas en acuerdos de libre comercio o en acuerdos bilaterales, los países simplemente consolidan lo realizado unilateralmente. Esto vale para los países desarrollados y en desarrollo. El mundo todavía no ha aprendido a usar la negociación comercial para liberalizar el comercio de servicios. Tal vez tampoco es factible hacerlo porque se trata de una negociación muy compleja. Tenemos que repensar esto para el futuro, tenemos una promesa de que las ofertas van a mejorar pero solamente se



van a hacer visibles cuando pasemos aquello que llamamos las modalidades del nivel de ambición en Agricultura y en NAMA.

Está contemplado mejorar las reglas del Acuerdo *Antidumping*, en el que se trata de evitar el abuso protectionista. En esta materia se ha producido un cambio enorme en los últimos ocho años. Si bien el Acuerdo *Antidumping* era antes un instrumento usado preferentemente por la Unión Europea o por Estados Unidos, Canadá y Australia, hoy en día es la India la que más usa los derechos *antidumping*, junto con varios países latinos y China. O sea, que aquí ha habido un proceso de armamentismo, si se quiere, a nivel mundial en cuanto a usar este arma muy delicada, muy selectiva, en términos de lo que puede brindar como una protección contingente. Esa negociación, prácticamente, ha finalizado toda su fase técnica, no hay nada más que discutir. Lo que ahora hay que ver son textos

y tiene que haber una actuación política en la materia, para determinar hacia dónde se quiere llegar. Y muchos, la mayoría, quieren avanzar, pero unos pocos –pero entre esos pocos está Estados Unidos– se resisten por presión de su sector de industrias del acero, textil, confección y calzado.

Los subsidios pesqueros también están esperando una respuesta. Este es un tema relevante para Europa, Japón, China, Corea y otros países que usan subsidios ya que, de esta manera, pueden mantener grandes flotas en alta mar, que de lo contrario no existirían, conduciendo a una sobreexplotación de los recursos pesqueros. Tenemos una situación crítica en términos de sobreexplotación. Se trata de una situación difícil de revertir en plazos relativamente cortos. Se necesitarán 30 o 40 años para restablecer *stocks* pesqueros. Los subsidios a veces, en lugar de disminuir, aumentan, entre otras razones debido a los

precios del combustible que han empujado al sector pesquero a reclamar subsidios y ayudas públicas para poder seguir realizando su actividad. Parte de la respuesta a este problema pasa por establecer nuevas disciplinas que no existen en la materia y prohibir ciertos tipos de subsidios y condicionar otros a disponer de buenos sistemas, para medir los recursos pesqueros, los niveles de los *stocks* y el nuevo sistema de manejo de recursos y de licencias.

Otros temas pendientes de conclusión en el seno de la OMC están relacionados con la facilitación del comercio, cuyo objetivo es la disminución de los costes de transacción en términos de procedimientos administrativos, aduaneros o la libertad de tránsito. Tenemos cuestiones relativas al medio ambiente, la liberalización de bienes ambientales.

Tenemos algunas cosas pendientes donde no ha habido ningún avance en materia de indicaciones geográficas, tenemos mejoras en el sistema de solución de controversias, modestas, pero algunas mejoras al fin y al cabo. Existe, por tanto, una agenda que está esperando para concluir esta negociación, y eso sólo ocurrirá una vez que definamos agricultura y definamos NAMA. Finalmente, después vendrán las negociaciones sectoriales.

Algunas reflexiones sobre la OMC

Existe el peligro de proteccionismo. Es un

Es necesario liberalizar más, sí, pero por lo menos consolidar la liberalización unilateral que se ha hecho en el mundo, dar la certeza, dar la estabilidad de que los mercados van a estar abiertos

peligro grande. Hemos sido testigos del comienzo de la liberalización unilateral que, lamentablemente, considero reversible en el comercio de productos y, sobre todo, en materia de servicios. Algunos países ya han comenzado a subir los aranceles para ciertos sectores, nunca sobre el techo consolidado, pero sí, a veces, duplicando o triplicando su arancel aplicado, que puede ser muy bajo. El riesgo de reversibilidad también existe en materia de subsidios a las exportaciones. La Unión Europea ha restablecido este mecanismo a los productos lácteos, por ejemplo. Podría producirse, por tanto, una espiral negativa. En este contexto debería hacerse una valoración de lo que significaría para el mundo consolidar lo realizado hasta el momento. Es necesario liberalizar más, sí, pero por lo menos consolidar la liberalización unilateral que se ha hecho en el mundo, dar la certeza, dar la estabilidad de que los mercados van a estar abiertos.

La financiación del comercio, que no depende de nuestras disciplinas en la OMC, es otro de los asuntos que requieren de atención prioritaria. El comercio se financia, básicamente, mediante créditos a la exportación, a través del sistema de cartas de crédito, que son de muy bajo riesgo. Pero los obstáculos a la financiación del comercio han crecido en los últimos tiempos. Muchos bancos no quieren mostrar en su balance estar expuestos a estas operaciones porque se van a ver

débiles y vulnerables pese a que, insisto, son de muy bajo riesgo. Hemos hecho un esfuerzo con los gobiernos y los bancos regionales y multilaterales, como el Banco Mundial, para que ellos también hagan un esfuerzo nacional y respondan a esta situación, bien garantizando las operaciones, bien mediante fondos públicos.

La Ronda de Doha concluirá algún día. La OMC tiene, ciertamente, una falta de credibilidad como foro de liberalización de comercio, pero no como un conjunto de reglas y disciplinas protegidas jurídicamente, y eso constituye el bien público que ofrece. Ciertamente tenemos una agenda que hay que completar antes de pasar a otra. Se dice que la OMC está tratando con una agenda del pasado, para resolver problemas del presente. Es obvio que la agenda del futuro incorporará más negociación agrícola, más negociación industrial en productos industriales, mejores disciplinas en varios aspectos, y negociaciones con otros formatos en materia de servicios. Pero, ¿cuáles van a ser los desafíos que va a tener que plantearse la Organización Mundial del Comercio para responder al problema del cambio climático? ¿Qué ajustes van a ser necesarios en su normativa? Para dar respuesta a estas cuestiones será necesaria mayor cooperación internacional en el plano comercial con el fin de permitir que el sistema multilateral del comercio no sea un obstáculo a la solución de problemas para la aplicación de instrumentos que resuelvan el problema del cambio climático.

Otro tema pendiente de la agenda es incorporar el sistema multilateral del comercio a las inversiones que ya de alguna manera están tratadas en el sector de los servicios. Pero queda mucho por hacer, hay muchos acuerdos bilaterales y plurilaterales que tienen capítulos sobre inversiones; es decir, se

están regulando las inversiones extranjeras sin ningún control multilateral, y quisiera ver si acaso esos modelos no se contraponen y no generan distorsiones.

En materia de política de competencia a la cooperación internacional también hay una pregunta que formularse, y es el tema de las respuestas de política que hemos visto en los últimos meses, por ejemplo, en el sector alimentario, cuando ante la crisis alimentaria, este desajuste entre la oferta y la demanda, muchos países responden con restricciones o impuestos a las exportaciones empeorando el problema. Necesitamos disciplinas en este tema, y lo probable es que tengamos negociaciones difíciles. Eso también toca el tema de la energía, en cierta manera, y que ahora tiene otras complejidades propias a las que quizás haya que enfrentarse.

Éstas y muchas otras cosas son temas reales, actuales e importantes que requieren respuestas, que requieren una negociación, difíciles, a veces traumáticas, quizás, pero que el sistema va a tener que enfrentar. Pero para hacerlo tenemos primero que concluir esta Ronda y yo no veo cómo vamos a enfrentar el cambio climático, por ejemplo, si no somos capaces de resolver un “temita” como el de la agricultura. En definitiva, en este mundo inestable, incierto, inseguro, de mucho temor, hoy en día, buscamos estabilidad y certidumbre. Como alguien escribió hace algunas semanas: en materia financiera necesitamos más OMC, o sea, una OMC para el mundo financiero. Y aquí tenemos, por lo tanto, que avanzar en la consolidación de lo realizado, valorar lo que se ha conseguido. Estamos dando unas señales de largo plazo a los mercados que ayudarán probablemente a una recuperación más rápida de la crisis económica por la que estamos pasando. Necesitamos más y no menos cooperación internacional.

José Luis Malo de Molina

Nació en Santa Cruz de Tenerife en el año 1950. Es Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, habiendo obtenido los premios extraordinarios de Licenciatura y de Doctorado. Hasta 1985 fue Profesor Titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense.

En 1982 se incorporó al Banco de España como titulado del Servicio de Estudios, ocupando diversos puestos de responsabilidad. Hasta julio de 1992 fue Jefe de Estudios Monetarios y Financieros. Ha representado a España en diversos comités de organismos internacionales: OCDE, BIS, UE, IME, y BCE.

Desde julio de 1992 es Director General del Banco de España y miembro de la Comisión Ejecutiva, teniendo a su cargo el área del Servicio de Estudios. Asiste a las reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo acompañando al Gobernador, según lo establecido en su Reglamento.



Es miembro del Consejo Superior de Estadística y, también, es Presidente del Comité Científico de FEDEA. Fue miembro del "Council of Management of SUERF" desde 1995 hasta 2002 y en febrero de 1996 entró a formar parte como miembro del Patronato del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

Ha publicado numerosos libros, artículos y documentos de trabajo en las áreas de mercado de trabajo, política monetaria, sistema financiero, integración europea y economía española.

LOS RETOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Por José Luis Malo de Molina
Director General del Servicio de Estudios del Banco de España

José Luis Malo de Molina, Director General del Servicio de Estudios del Banco de España afirma en esta conferencia que nos encontramos ante una espiral contractiva sin precedentes y que afecta a todos de manera simultánea. La salida de la crisis depende en gran medida de la evolución internacional, más allá de nuestra influencia, pero también depende, cuando la situación externa se normalice, de la capacidad que la economía española haya tenido para afrontar, cinco grandes desafíos: preservar la solidez del sistema financiero; la adopción de políticas expansivas de la demanda; soslayar el peligro de que los desajustes de competitividad desplacen el ajuste de economía hacia una mayor severidad en la contracción de la actividad y el empleo; actuar de forma urgente para contener la intensidad del ajuste del empleo y, por último, promover un relevo en las actividades productivas en las que asentar el dinamismo de la economía.

Fundación Ramón Areces, 12 de febrero de 2009

Todos los datos económicos disponibles confirman que la economía española se está adentrando, en el contexto recesivo mundial, en una recesión pronunciada. Hoy mismo el INE ha publicado el crecimiento en el cuarto trimestre de 2008. Con ello se cumple el

requisito técnico, que establece la definición de recesión como aquella en la que se registran dos trimestres consecutivos con tasa de variación negativa del PIB, y, además, se

pone de manifiesto la intensificación de la fase contractiva iniciada en el verano del año pasado.

Los escasos datos disponibles sobre el funcionamiento de la economía en el presente ejercicio indican una continuidad de las mismas tendencias. El paro registrado y las afiliaciones a la Seguridad Social muestran que el deterioro del mercado de trabajo se sigue acentuando.

La primera idea que quería trasmitirles, punto de arranque de esta conferencia y sobre la que articular el contenido de la misma, es que la actual recesión española es el resultado de dos procesos que desafortunadamente han coincidido en el tiempo. La crisis tiene un origen dual. Por un lado tiene un origen interno, que se deriva de la inevitable corrección de los desequilibrios que se habían acumulado durante la larga fase expansiva que ha vivido la economía española desde mediados de la década de los noventa como consecuencia de los enormes beneficios que ha reportado el esfuerzo de convergencia y la entrada en el euro, de la que se han cumplido 10 años.

La corrección de los desequilibrios se había venido demorando debido al clima expansivo financiero mundial de los últimos años, pero finalmente se inició en 2006 y primera mitad de 2007, antes del comienzo de la actual crisis financiera. Y el ajuste había empezado siguiendo un patrón inicialmente gradual, que podía haber sido en principio compatible con un aterrizaje suave y una corrección moderada si hubiese contado con el apoyo de un marco de estabilidad financiera internacional y de un dinamismo externo suficiente. En ese marco, la economía española podría haber contado con una demanda externa neta robusta que sirviese para compensar la

inestable contención de la demanda interna y con la continuidad de los cuantiosos flujos de financiación externa que se necesitaban, incluso en un escenario de ajuste.

Dichas hipótesis, sin embargo, se evaporaron repentinamente con el surgimiento y posterior agravamiento de la crisis financiera internacional, que se ha convertido en un segundo factor originador o causal de la actual fase recesiva. La crisis financiera internacional añade elementos contractivos globales poderosos que se superponen a los del propio ajuste interno y que obligan a la economía española a enfrentarse al mismo en condiciones extraordinariamente adversas. Desde entonces, los procesos originados por el ajuste interno y la crisis internacional se realimentan entre sí añadiendo severidad y complejidad a la situación. La crisis internacional tiene un efecto dominante muy contundente que ha arrastrado a todas las economías avanzadas independientemente de sus propios condicionantes internos, como prueba el caso de Alemania, un país al que la crisis golpea en plena expansión tras haber corregido algunos de sus principales desequilibrios internos y que, como el resto, ha entrado igualmente en recesión. En nuestro caso, el carácter dominante de la crisis internacional no debe ocultar que los efectos de la misma se superponen a un ajuste, ya de por sí complicado y costoso.

Es imprescindible tener en cuenta la presencia de ambos factores para alcanzar un diagnóstico acertado e identificar adecuadamente los retos. Desde este punto de partida, no voy a centrar la conferencia en una descripción habitual de la coyuntura, de la que los interesados pueden consultar el último informe trimestral de coyuntura del Banco, sino en la profundización en algunos de los rasgos más sobresalientes del diagnóstico y en algu-

nos de los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía española en esta difícil situación.

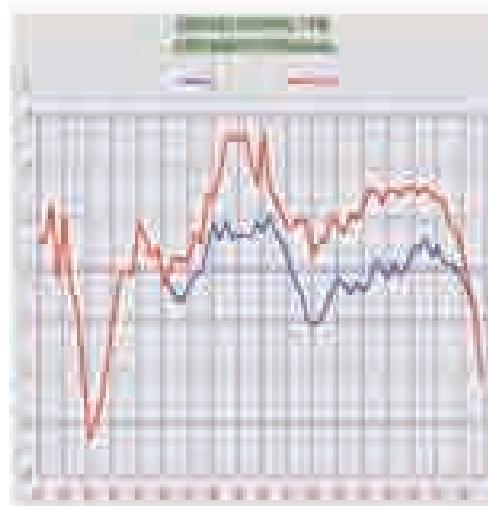
Rasgos más sobresalientes de la situación de la economía española en la actual crisis financiera internacional.

1) El componente interno de la crisis proviene de un prolongado periodo de presión excesiva de la demanda que abocaba hacia un ajuste inevitable.

Como puede verse en el gráfico adjunto, durante 14 años la demanda interna ha mantenido un dinamismo considerablemente superior al crecimiento del producto y la generación de rentas. También puede verse que la expansión del gasto en España ha superado ampliamente al crecimiento del mismo en el conjunto de la zona euro. En España se ha gastado sistemáticamente por encima de lo que se podía financiar con los recursos propios. Y esa es una situación que en economía no se puede mantener indefinidamente. O bien la generación de rentas futuras responde a las expectativas en las que se han basado las decisiones de gasto, cerrándose la brecha con más crecimiento, o bien el gasto no es sostenible y más pronto o más tarde se hace inevitable un ajuste del mismo a la baja.

Me interesa destacar que algunos de los factores que han estado detrás del posterior estallido de la crisis financiera internacional han contribuido al prolongado exceso de gasto en España. En concreto, la crisis está relacionada con el mantenimiento de un clima internacional de extraordinaria expansión financiera asentado en el espejismo de lo que se dio en llamar la gran moderación y que su-

GRÁFICO 1



ponía la existencia de unas condiciones que permitían crecer rápido sin inflación, como si los ciclos hubieran desaparecido, lo que aparentemente justificaba el seguimiento de políticas macroeconómicas marcadamente expansivas. Y ello a la vez que una actitud de relajada tolerancia, basada en una ingenua confianza en la capacidad autorregulatoria de los mercados, frente a una acelerada innovación financiera, propagaba una enorme laxitud en la evaluación de los riesgos. Dichas condiciones internacionales contribuyeron al

sostenimiento de un patrón de gasto excesivo en España.

Algo parecido cabe decir del efecto sobre la economía española de la política monetaria común del área del euro. Esta política ha estado condicionada por las dificultades estructurales para crecer a ritmos elevados en la mayoría de los países centrales de la zona, por lo que ha tenido un carácter predominantemente expansivo, que en el caso español se ha traducido en una holgura manifiesta de las condiciones monetarias y financieras que ha favorecido el ímpetu del gasto.

Ahora bien, cuando existe exceso de gasto es porque la oferta no ha sido capaz de responder con la suficiente flexibilidad al tirón de la demanda, a pesar de los resortes que suministraba el crecimiento de la población y el aumento de la proporción de la población dispuesta a trabajar como consecuencia de la intensa inmigración y la acelerada participación de la mujer en el mercado de trabajo. La insuficiente capacidad de respuesta de la oferta está relacionada con elementos de inefficiencia que persisten en la economía a pesar de las transformaciones realizadas, y con la baja productividad de la misma. Un tema complejo sobre el que volveré más adelante.

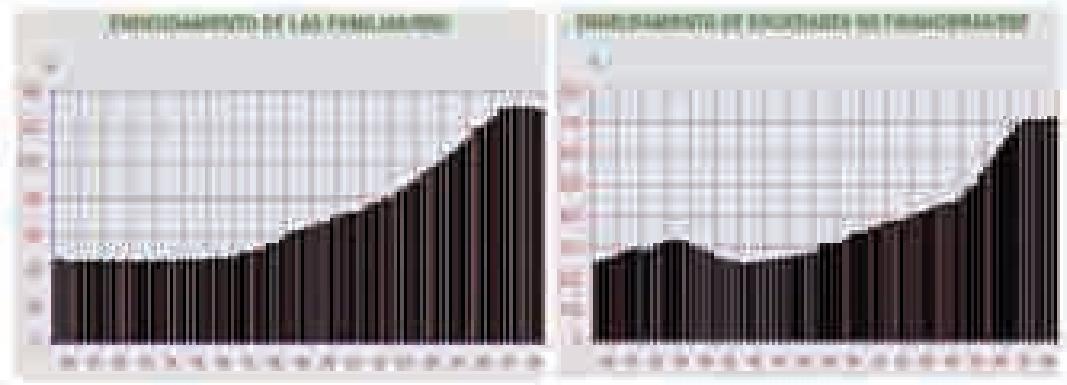
2) La excesiva expansión de la demanda se ha asentado en una acentuada tendencia al endeudamiento de empresas y familias.

Los bajos tipos de interés prevalecientes, su rápida transmisión a los costes financieros como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable y de la abundante disponibilidad de crédito, en un

clima global de expansión financiera, permitieron a las empresas y familias recurrir masivamente al endeudamiento para financiar unas decisiones de gasto alentadas por las condiciones de estabilidad macroeconómica y aumento de las expectativas de crecimiento dentro de la zona euro, así como del menor drenaje de recursos que supuso la reducción del déficit público. Como puede verse en el gráfico, el nivel de endeudamiento de las familias en proporción a su renta disponible y el de las empresas en proporción a su excedente bruto de explotación prácticamente se han triplicado en menos de diez años, colocándose España entre los países con mayores niveles de endeudamiento de su sector privado. Aunque más importante que el nivel, siempre difícil de evaluar, es la rapidez e intensidad del proceso.

Una parte muy importante del aumento del endeudamiento se encontraba justificado por la mayor solidez de los fundamentos de la economía española y por las nuevas oportunidades que de ello se derivaban. Sin embargo, como suele ocurrir en economía, el movimiento se aceleró demasiado y fue más allá de lo que las variables fundamentales pueden explicar. Diversas estimaciones realizadas en el Banco de España muestran que solo en el caso de que se produjera una rápida convergencia con los países más avanzados del área del euro se podría encontrar justificación a las decisiones de endeudamiento adoptadas. Y las expectativas de alcanzar en pocos años los niveles de renta per capita de los países europeos más avanzados carecían del apoyo necesario en el grado de eficiencia y productividad de la economía.

GRÁFICO 2

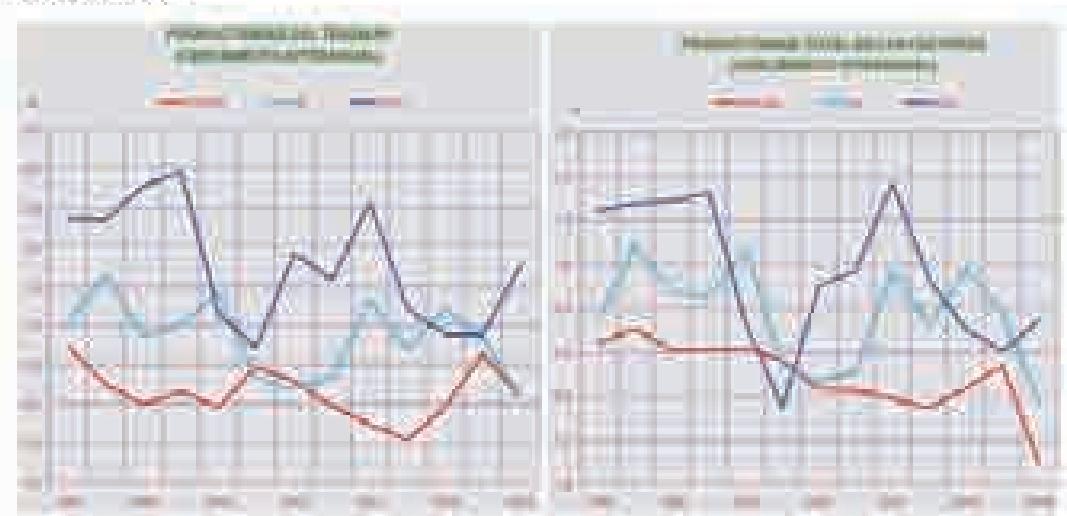


3) Un rasgo determinante de la escasa capacidad de reacción de la oferta ha sido el bajo crecimiento de la productividad.

El gráfico 3 muestra el pobre comportamiento tanto de la productividad observada como de la productividad total de los factores en comparación con el área del euro y con Estados Unidos. El tratamiento de este tema en profundidad requeriría una conferencia específica dedicada al mismo. Son muchos los factores y diversas las explicaciones. En

todo caso, este pobre comportamiento refleja que el crecimiento de la economía española se ha basado más en la expansión del volumen de la actividad económica y de las cantidades producidas, a partir de la abundancia de mano de obra poco cualificada y en un marco de bajos costes financieros, que en los avances en la calidad y en la eficiencia. Un rasgo que ha agudizado las implicaciones del exceso de demanda y de endeudamiento y que comporta un factor de fragilidad frente a episodios de tensión y dificultad y constituye

GRÁFICO 3



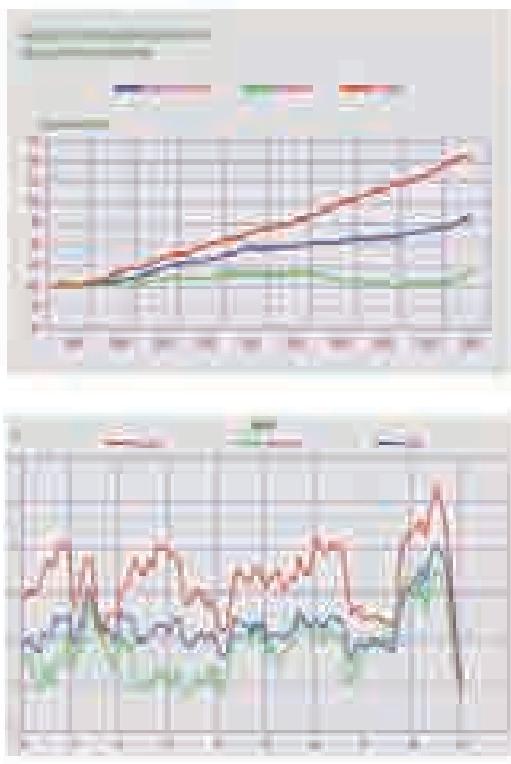
un gran reto para mantener el dinamismo en el futuro.

4) El bajo crecimiento de la productividad ha coexistido con unas pautas de formación de salarios y de fijación de márgenes más alcistas que los prevalecientes en el área del euro.

Como puede verse en el gráfico adjunto, los costes laborales unitarios que resultan de dividir los salarios por la productividad han crecido sistemáticamente por encima de la media del área del euro y, en mayor medida, por encima de los países más competitivos, como Alemania. Además, el incremento de márgenes empresariales se ha visto impulsado por el fuerte dinamismo de la demanda y la insuficiente flexibilidad de algunos mercados de bienes y, sobre todo, de servicios. Ambos factores, los costes laborales unitarios y el aumento de márgenes, sostuvieron diferenciales de inflación persistentes con el área del euro que han ido incubando problemas de competitividad y acentuando la creciente filtración del gasto interno hacia el exterior, incrementando el déficit de la cuenta corriente.

Esta pauta de comportamiento en la formación de salarios y en la fijación de márgenes revela una insuficiente adaptación de los agentes a los requerimientos de la participación en la UEM, en la que, al compartir la nueva moneda y no poder devaluar, los ajustes de precios relativos sólo son posibles mediante la contención directa de costes y márgenes. Un caso particularmente manifiesto ha sido la activación de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación que ha provocado subidas salariales en 2008 del 5% de media, cuando la inflación ha terminado en el 1,4% y el empleo está cayendo con fuerza (un 3% en el cuarto trimestre). España con Bélgica y Chipre son

GRÁFICO 4



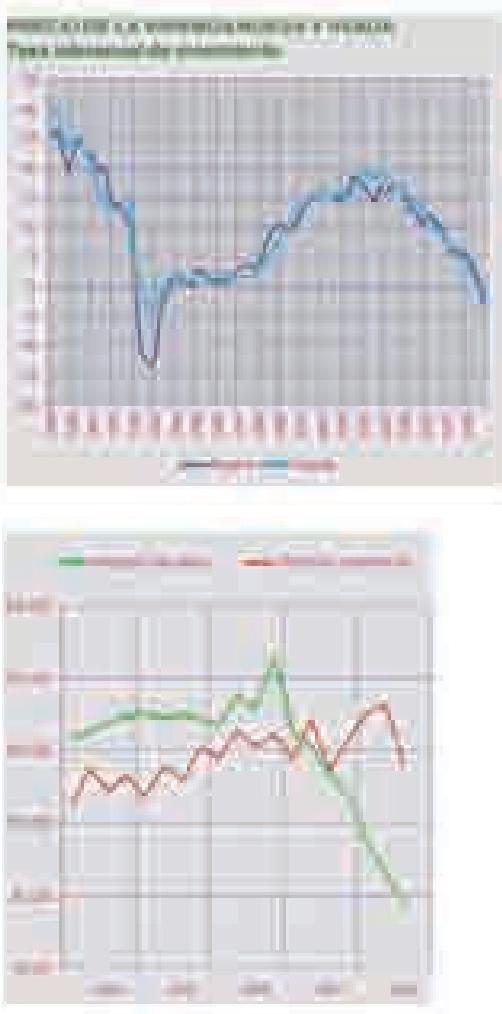
los únicos países del área que mantienen estas cláusulas cuya existencia revela una cierta desconfianza respecto a la capacidad del país para vivir con las tasas de inflación que se consideran compatibles con la estabilidad de precios del área.

5) Los excesos de gasto y endeudamiento fueron especialmente marcados en el sector inmobiliario.

En España se daban condiciones adecuadas para una intensa expansión de la demanda de viviendas en una cuádruple vertiente: dinamismo poblacional, condiciones financieras, expectativas de renta y ventajas de localización para la demanda de no residentes. Sin embargo, las tendencias a la sobrereacción son particularmente fuertes en este tipo de inversión, como consecuencia del largo período de maduración de la producción de viviendas, por lo que se generaron fuertes desajustes en términos de sobrevaloración de la vivienda y sobreproducción de las mismas. El gráfico es suficientemente ilustrativo de las fuertes subidas de precios experimentadas durante el *boom* reciente y la relativa suavidad y resistencia con la que se ha venido produciendo la corrección, al menos hasta ahora. Los datos son también muy contundentes en cuanto a la importancia del exceso de producción de viviendas durante este ciclo.

El sector inmobiliario es el mayor exponente de los desequilibrios acumulados durante la prolongada expansión. No hay que perder de vista que todos los desequilibrios estaban estrechamente relacionados entre sí y que fueron socavando poco a poco las bases de la expansión y creando las condiciones para un proceso de ajuste que era no sólo inevitable sino necesario y que de hecho ya había empezado antes de que en el verano del 2007

GRÁFICO 5



se desataran las turbulencias que habían de desembocar en la grave crisis económica y financiera internacional en la que estamos inmersos.

6) La excepcional gravedad de la crisis financiera internacional había de afectar con gran intensidad a una economía que había empezado a corregir una situación de exceso de gasto y de endeudamiento.

La magnitud de la perturbación global vino a sobreponerse a la dinámica del ajuste interno y, a la vez, a magnificar el alcance del mismo. Como es bien conocido, el sistema financiero español se encontraba suficientemente protegido frente a las malas prácticas que habían incubado y desencadenado la crisis financiera, como se ha puesto de manifiesto en la inexistencia de productos tóxicos y en la capacidad de resistencia que han mostrado las entidades españolas, lo que ha marcado una notable diferencia con lo ocurrido en la mayor parte de los países industrializados, en los que se han registrado numerosas quiebras bancarias y voluminosas operaciones de rescate. La situación del sistema financiero español marca una diferencia y suministra un factor de resistencia.

Sin embargo, los efectos de la crisis financiera no se limitan al grado de exposición directa a productos o prácticas contaminadas, sino que ha alcanzado un carácter global y sistémico en una doble dimensión que está afectando profundamente a la crisis española.

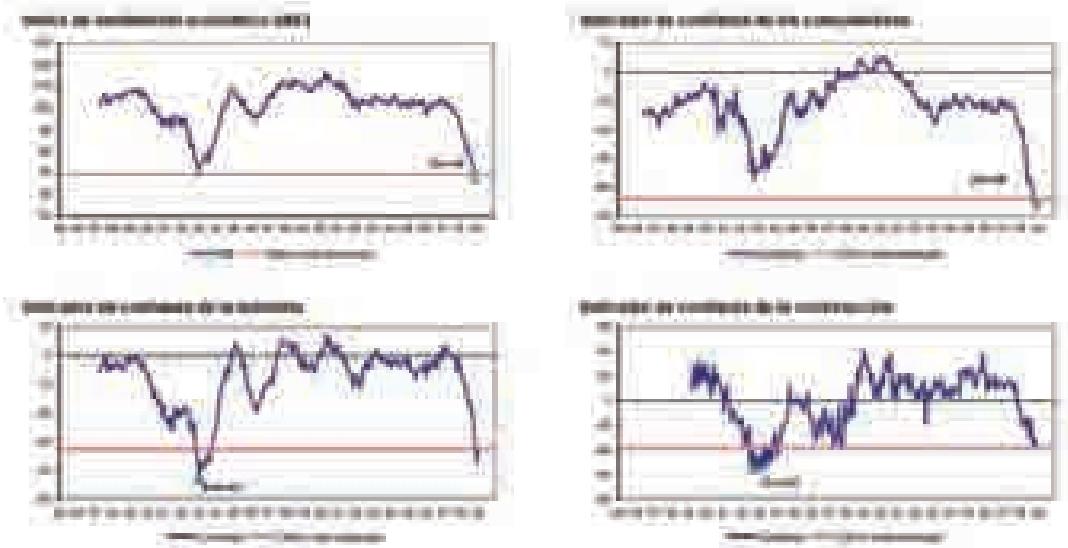
Por un lado, en el terreno financiero el mundo ha pasado de una situación de expansión audaz, y en algunos casos imprudente, de los balances de las instituciones financieras y de multiplicación de los flujos de financiación a una paralización prácticamente total de los

mercados de financiación mayoristas y a un proceso generalizado de reducción del ratio de apalancamiento de las entidades, mediante la contención o contracción de sus balances, hasta el punto en el que parece que se ha invertido la pauta de la competencia. De competir para alcanzar el liderazgo en el aumento de tamaño se ha pasado a competir por alcanzar lo antes posible los menores niveles de apalancamiento.

Este drástico cambio de escenario ha multiplicado las pérdidas de las instituciones que más habían arriesgado y ha amplificado los efectos generalizados de desvalorización de activos financieros, aumentando los riesgos de solvencia de numerosas instituciones. La crisis de los mercados financieros internacionales se ha convertido en una crisis crediticia global que se está trasladando a la disponibilidad de financiación para las empresas y las familias.

Las actuaciones enérgicas y excepcionales de las autoridades mundiales han logrado soslayar el peligro de colapso generalizado por pérdida de confianza de los depositantes en el sistema financiero en su conjunto, particularmente gracias a la extensión de las garantías de los depósitos y al anuncio de su predisposición de rescatar las instituciones en dificultades. Sin embargo, las masivas inyecciones de liquidez, las garantías públicas a las emisiones de deuda, las aportaciones de capital público o las adquisiciones de activos dañados de los bancos no han sido suficientes todavía para detener la tendencia al ajuste de los balances y restaurar la normalidad en los flujos de financiación, que sigue siendo escasa y onerosa, y en algunos países constituye un factor de contracción adicional de la economía. Las tensiones contractivas del crédito se mantienen e incluso siguen aumentando en casi todos los países.

GRAFICO 6



Por otra parte, en el terreno real, la magnitud de la crisis está teniendo un impacto profundo y generalizado que se ha traducido en el desencadenamiento de una recesión global de proporciones desconocidas que habría arrastrado a la economía española en cualquier circunstancia. Según las últimas previsiones del FMI, todas las economías avanzadas se encuentran o se encaminan hacia una recesión de gran dimensión. En la mayoría de los casos, la mayor recesión después de la Segunda Guerra Mundial. La comisión europea espera para el área del euro una contracción del orden de dos puntos porcentuales del PIB, que afectaría de forma similar a todas las grandes economías de la zona.

Ambas dimensiones tienen importantes repercusiones sobre una economía que se encontraba en proceso de ajuste. En primer lugar, le priva del soporte externo con el que en circunstancias normales podría haber contado para compensar parcialmente el necesario recorte del gasto interno. En segundo lugar, agrava el impacto sobre la confianza de los

agentes (gráfico 6) y precipita la contribución del gasto más allá de lo requerido por el ajuste interno. En tercer lugar, acentúa la urgencia de los agentes por reducir su nivel de endeudamiento ante el cambio drástico de expectativas, el aumento de la percepción del riesgo y las adversas condiciones financieras existentes. Y en cuarto lugar, sin ánimo de exhaustividad, el acceso a la financiación externa de la que depende la disponibilidad interna de crédito y el ritmo de crecimiento, incluso en un periodo de ajuste, se ve severamente limitado y encarecido.

7) El drástico endurecimiento de las condiciones crediticias y la sequía de los mercados financieros internacionales han alterado radicalmente las condiciones financieras de la economía española y han agudizado la reversión del ciclo crediticio.

Como puede verse en el gráfico 7, el crédito es una variable fuertemente procíclica. Durante las expansiones crece por encima

del producto nominal y en las recesiones lo hace por debajo. Después de crecer muy rápidamente durante mucho tiempo, en 2006 inició una clara fase de desaceleración en consonancia con el cambio de fase cíclica. En las fases bajistas del ciclo el crédito tiende a crecer por debajo del producto nominal. Eso es lo que pasó en las recesiones de principios de los ochenta y de principios de los noventa.

En esta ocasión ese c a m b i o está teniendo lugar en el marco de una crisis crediticia global sin precedentes, por lo que se está viendo

accentuada por el fuerte encarecimiento de la financiación, por la drástica inhibición de la demanda de financiación generada por el deterioro de la confianza y de las expectativas y por una actitud más restrictiva de las entidades financieras en consonancia con la mayor aversión al riesgo, el deterioro de la solvencia percibida de los prestatarios, por la escasez de recursos agravada por la elevada independencia de los mercados mayoristas y por la necesidad de fortalecer su posición financiera reduciendo el grado de apalancamiento. El ajuste del crédito se está viendo agravado por las condiciones excepcionales generadas por la crisis y puede estar convirtiéndose en un factor contractivo adicional.

Las medidas que se han tomado para paliar los efectos de la crisis financiera internacional han logrado, al igual que en otros países, sos-

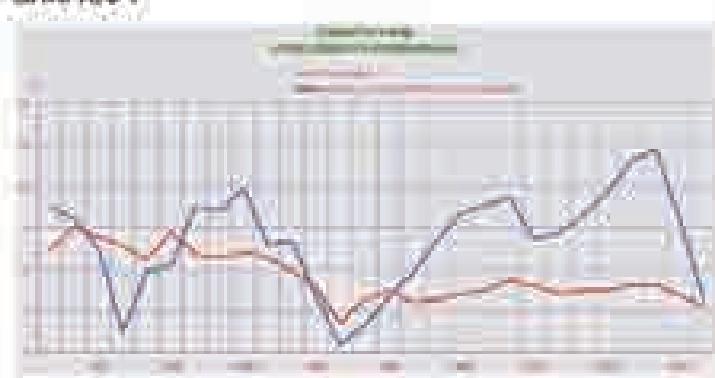
layar los riesgos evidentes de colapso del sistema que aparecieron al principio del otoño de 2008. La creación del FIAAF y la concesión de garantías a las emisiones están ayudando a paliar los efectos restrictivos de la crisis sobre la financiación de las entidades. Los niveles de capitalización siguen suministrando un margen propio de resistencia. Sin embargo, resulta muy difícil evitar que las tensiones financieras extremas que se viven a nivel internacional, en forma de tendencia generalizada a la reducción de los riesgos, añadan elementos de restric-

ción en la disponibilidad de crédito para las empresas y las familias, lo que puede obstaculizar adicionalmente su disposición al gasto.

8) Las condiciones creadas por la crisis internacional y sus consecuencias sobre la confianza y el crédito han agudizado la severidad del ajuste interno.

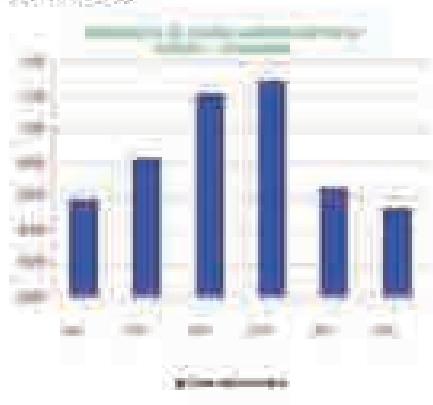
El efecto más inmediato de la crisis internacional ha sido la intensificación de la corrección del sector inmobiliario al producirse una drástica inhibición de la demanda de viviendas. Un fenómeno que, debido al retraso en el ciclo de la producción de las mismas, ha coincidido con el momento en el se había alcanzado el máximo histórico en el número de viviendas finalizadas. En 2008 el número de viviendas finalizadas volvía a batir *records* his-

GRÁFICO 7



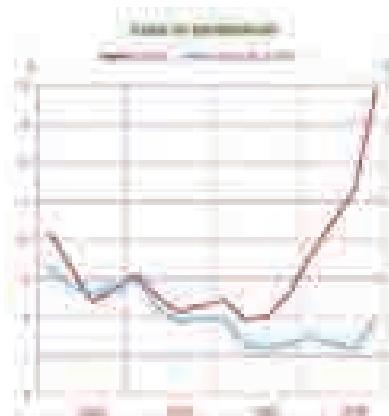
tóricos con un aumento del 3% sobre el año anterior, a la vez que la iniciación de viviendas caía más de un 60%. El exceso de oferta acumulado cortó la escalada de los precios de la vivienda, de manera que éstos empezaron a descender tras haberse incrementado fuertemente en los años anteriores. Pero, sobre todo, se produjo una rápida reducción de la ejecución de obras que dio lugar a un recorte

GRÁFICO 8



Los retos más importantes a los que se enfrenta la economía.

Los principales determinantes de la coyuntura descrita apuntan hacia una prolongación de las tendencias contractivas, en un marco en el que resulta muy difícil pronosticar la intensidad y la duración de la fase recesiva en la que ha entrado la economía. Cabe esperar



muy intenso del empleo. El empleo en el sector de la construcción se redujo en un 20% en el cuarto trimestre de 2008 y el número de parados procedentes del mismo aumentaron en más del 150%. En conjunto, el ajuste del empleo está siendo más intenso que en otras economías y que en fases recesivas anteriores. Este comportamiento diferencial revela la persistencia de rigideces en el mercado de trabajo que están actuando como un factor de propagación de las tendencias contractivas, cuyo impacto sobre el consumo se está viendo amplificado por el alto nivel de endeudamiento de las familias. Todos los componentes de la demanda nacional se ven afectados por el impacto de la recesión global y la realización del ajuste interno en condiciones particularmente adversas.

que el descenso de los tipos de interés y su rápida transmisión a todos los agentes, dado el predominio de las deudas a tipo de interés variable, y el descenso del precio del petróleo y de la tasa de inflación, que por primera vez se ha puesto por debajo de la media de la zona euro, actúan como factor de alivio y facilitan los resortes de salida. En todo caso, a los efectos del contenido de esta conferencia, más que adentrarse en un ejercicio de previsión a corto plazo resulta más fructífero esbozar los retos más relevantes a los que se enfrenta la economía para salir cuanto antes y en las mejores condiciones posibles de la recesión.

1) El desafío propio más importante es preservar la solidez del sistema financiero para facilitar los flujos de financiación y asegurar una buena posición para cuando se produzca la salida de la crisis económica y financiera internacional.

La crisis financiera internacional es un importante determinante externo sobre el que no tenemos margen de influencia significativo. La situación mundial es muy compleja por la realimentación entre la crisis financiera y la recesión global, y la digestión de un episodio de estas características, como recordó el profesor Rojo en la conferencia inaugural de este ciclo, es prolongada en el tiempo según las experiencias que se han vivido. No sabemos su duración ni el alcance de sus efectos sobre la economía española. Pero dentro de esta incertidumbre, existe un desafío propio que consiste en preservar la solidez de su sistema financiero. A éste le alcanzó la crisis financiera en una posición relativamente ventajosa que ha suministrado importantes elementos de resistencia. Sin embargo, ello no debe llevar a perder de vista que las condiciones financieras adversas y el deterioro macroeconómico global tienden a ir erosionando las bases de solidez y estabilidad. A pesar de la buena situación de partida, el sistema financiero no es inmune a desarrollos tan peligrosos como los que están teniendo lugar.

El arsenal de medidas que se ha activado en nuestro país es similar al de todos los países avanzados y se está utilizando de acuerdo con las características específicas de la situación de nuestro sistema financiero. Son acciones excepcionales en consonancia con la gravedad de la situación que tienden a aliviar la tensión de las entidades financieras y a crear condiciones más propicias para los flujos de crédito.



Resulta fundamental que la estabilidad del sistema financiero no se convierta en una rémorra cuando empiece a despejarse la crisis internacional y se den las bases para el inicio de la recuperación de la economía. La preservación de la fortaleza del sistema financiero es una prioridad no sólo desde el punto de vista de la estabilidad financiera sino también desde el punto de vista de la salida de la recesión y de la creación de las bases adecuadas para la recuperación. La forma en que se resuelva este desafío resultará determinante para que la economía pueda contar con la financiación adecuada. La solidez patrimonial de las entidades financieras y la prudencia en la evaluación y asunción de riesgos son condiciones indispensables para el adecuado restablecimiento de los flujos de crédito. Si el



sistema financiero se debilitara severamente, como ha ocurrido en otros países, la financiación de la economía se haría aún más difícil y el crecimiento se resentiría en mayor medida.

2) El segundo desafío consiste en el uso de las políticas de demanda dentro de los márgenes disponibles.

La grave situación de deterioro de la confianza y la realimentación de las tendencias contractivas del gasto justifican la adopción de políticas expansivas de demanda, en la línea adoptada por la Cumbre del G20 de Washington y del Eurogrupo de París. Esa es la orientación adoptada por la política moneta-

ria en la zona del euro, que de acuerdo con la disminución de los riesgos de inflación, ha recortado sus tipos de interés en 225 puntos básicos desde el pasado otoño y ha adoptado los procedimientos operativos para suministrar toda liquidez demandada. Cabe esperar que esta política actúe de manera estimulante sobre la economía, sobre todo conforme se vayan normalizando las funciones intermedadoras del sistema crediticio y se vaya restaurando el mecanismo de transmisión de la política monetaria. El euríbor a un año ya ha descendido más de 300 puntos básicos y ello se irá transmitiendo, no sólo al coste financiero de las nuevas operaciones de préstamo que se puedan realizar, sino también a la mayor parte de la carga financiera que soportan las empresas y las familias debido al predo-

minio de los préstamos y las hipotecas a tipos de interés variable. Aunque no será posible retornar a las condiciones de holgura en la financiación que habían prevalecido con anterioridad a la crisis, el descenso de los tipos de interés efectivamente pagados por empresas y familias suministrará un importante factor de alivio.

La política fiscal tiene también un papel importante que desempeñar para compensar la debilidad del gasto privado mediante medidas expansivas bien seleccionadas para frenar los canales de propagación de la recesión y proteger a los sectores más afectados. También deben ser diseñadas como impulsos transitorios de manera que sean compatibles con el mantenimiento de una perspectiva de estabilidad presupuestaria a medio plazo, pues si no es así se corre el peligro de que los efectos negativos sobre los tipos de interés a largo plazo, la confianza de los agentes o las expectativas de subidas futuras de impuestos esterilicen sus impulsos expansivos. El margen de maniobra de cada país es muy diferente como consecuencia de su punto de partida y de las características de sus ingresos y gastos públicos. España partía de una situación de superávit en 2007, pero el cambio de la coyuntura y las medidas adoptadas para combatir la recesión han dado lugar a un déficit superior al 3% en 2008. Un cambio muy rápido que puede llevar a doblar esa cifra en 2009 y que refleja entre otras cosas la alta sensibilidad de los ingresos públicos a la evolución del sector inmobiliario y al ciclo económico y la importancia que el aumento del desempleo y las prestaciones asociadas al mismo están teniendo en el comportamiento de la economía española. El margen de actuación es por lo tanto muy limitado y cualquier medida que se pueda adoptar debe tener presente el peligro que representaría llegar a una situación en la que, por el rápido

deterioro de las finanzas públicas, se tuviesen que adoptar medidas de consolidación presupuestaria con efectos contractivos cuando la economía todavía se encuentre en situación de debilidad.

3) El tercer desafío está relacionado con la necesidad de soslayar el peligro de que los desajustes de competitividad desplacen el ajuste de la economía hacia una mayor severidad en la contracción de la actividad y el empleo.

Cuando no existe la posibilidad de recurrir a la modificación del tipo de cambio, la absorción del deterioro de la competitividad debe hacerse bien mediante ganancias de productividad genuinas basadas en la mejora de la eficiencia, bien mediante mejora en los costes relativos.

La mejora en los precios relativos requiere que los agentes adapten sus hábitos y pautas de comportamiento a las pautas requeridas para una participación exitosa en la UEM. Algo que no ha ocurrido plenamente. El descenso reciente de la inflación, que por primera vez está por debajo del área del euro, brinda una oportunidad para enderezar la trayectoria. Mantener el crecimiento de los costes por debajo del de nuestros competidores del área del euro forma parte del ajuste necesario y permitirá generar ganancias de competitividad en las que asentar la recuperación.

4) En cuarto lugar, estrechamente relacionado con lo anterior, resulta urgente actuar para contener la intensidad del ajuste del empleo.

Este es uno de los rasgos diferenciales negativos de lo que está ocurriendo en la economía española y que puede llevar la tasa de paro

a niveles muy elevados que complicarían la salida de la crisis. Existen algunas características de nuestro mercado de trabajo que no generan problemas cuando la economía se desenvuelve en expansión, pero que intensifican la destrucción de empleo en las fases recesivas actuando como factores poderosos de amplificación de las tendencias contraccitivas. Los sistemas vigentes de contratación y negociación colectiva todavía adolecen de rigideces que obstaculizan la adecuada respuesta en forma de flexibilidad salarial y que tienden a desplazar la mayor parte del ajuste a través del empleo. En este marco, siguen siendo necesarias reformas que mejoren la relación entre flexibilidad y seguridad, que en la actualidad es insatisfactoria, ya que los mecanismos de protección del empleo para algunos colectivos genera fuertes pérdidas de puestos de trabajo en el conjunto de la economía y reduce los inventivos a la contratación. La acción en este terreno es particularmente apremiante en situaciones como la actual, en la que la movilidad sectorial y la flexibilidad salarial pueden contribuir a aliviar la magnitud y la duración del episodio recesivo. Para parar la sangría del empleo y detener su efecto amplificador de la recesión estaría incluso justificado recurrir a medidas excepcionales de carácter transitorio que maximicen los incentivos al mantenimiento de las plantillas y a la contratación de trabajadores.

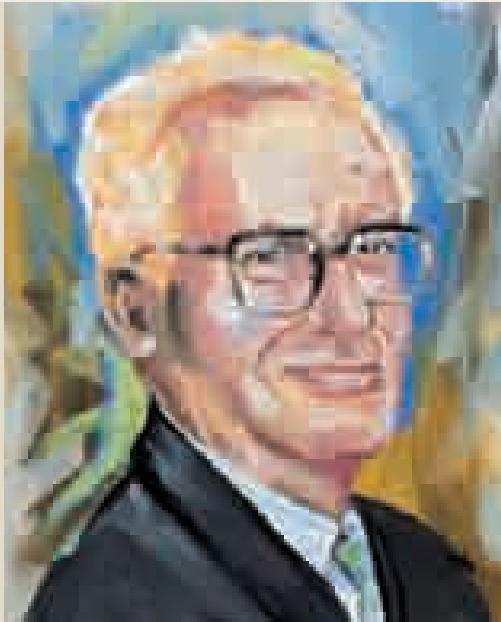
5) El quinto reto consiste en promover un relevo en las actividades productivas en las que asentar el dinamismo de la economía.

Las medidas de tratamiento de la crisis han de ser consistentes con la reasignación de recursos entre sectores que el ajuste de la economía requiere. Otros sectores productivos han de tomar el relevo al papel desempeñado por el sector inmobiliario. Las condiciones de

nuestra economía aseguran un papel importante del sector a medio y largo plazo, para lo que contará con el posible recurso de la mano de obra inmigrante, que podrá actuar como una reserva de crecimiento potencial. Pero antes de poder pensar en la reactivación del sector inmobiliario se requiere absorber el exceso de producción acumulado y aceptar la reestructuración de un sector sobredimensionado. En el futuro, además, habrá que evitar que los excesos puedan llegar a ser tan volúmenosos.

La reactivación pasa, por tanto, por facilitar las condiciones de flexibilidad y de estímulo que permitan emergir aquellas actividades en las que la economía tenga ventajas comparativas por su dotación de factores y su mayor eficiencia relativa. Desde este punto de vista, las reformas estructurales y las medidas de estímulo de la productividad son los principales instrumentos que tienen las autoridades a su alcance para influir de manera efectiva en el acortamiento de la fase recesiva y en el establecimiento de las condiciones para una recuperación en línea con el elevado potencial de la economía española a largo plazo, evitando el peligro que supondría quedar atrapados en un etapa prolongada de crecimiento débil y alto desempleo.

Y con esto concluyo. La grave crisis mundial ha afectado con fuerza a la economía española cuando ésta se adentraba en un complejo proceso de ajuste dando lugar a una severa recesión. La salida de la misma depende en gran medida de la evolución internacional, más allá de nuestra influencia, pero también depende, cuando la situación externa se normalice, de la capacidad que la economía española haya tenido para afrontar los grandes desafíos que se han planteado y que he tratado de exponer en esta conferencia.



Charles Goodhart

Charles Goodhart, Catedrático Emérito de Finanzas y Mercados de la London School of Economics, es una autoridad mundial en Política Monetaria. Formado en Eton College, Trinity College Cambridge, y Harvard, ha ocupado puestos de responsabilidad en el Banco de Inglaterra antes de pasar al Banco Mundial. Acuñó una ley monetaria que lleva su nombre. Dice la Ley de Goodhart que “tan pronto una magnitud se transforma en objetivo de la política monetaria, su comportamiento tradicional experimenta movimientos anómalos”.

EL FUTURO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

Por Charles Goodhart

Profesor Emérito de Banca y Finanzas de la London School of Economics

En esta conferencia Charles Goodhart analiza el denominado Informe Ginebra sobre regulación financiera, el cual parte de la observación del carácter procíclico de los criterios de regulación financiera establecidos en Basilea II, que ha podido tener en algunos casos un papel agudizador de la actual crisis. Ello se debe a que dichos criterios prestan una atención prioritaria a los aspectos micro-prudenciales, al nivel de cada banco individual. El profesor Goodhart alerta contra el posible proteccionismo financiero que podría surgir si distintos gobiernos promueven que los bancos realicen préstamos en la fase de regeneración del mercado de crédito tan sólo en sus países de origen.

Fundación Ramón Areces, 25 de marzo de 2009

THIS PARTICULAR CRISIS HAS AFFECTED emerging and developing economies, and particularly perhaps those in Eastern Europe (which had absolutely nothing to do with the initial financial problems), even more severely than it has affected the developed economies, where the financial crisis began. The crucial development at the G20 London conference, to be held next week, April 2009, will be the

refinancing of the IMF, providing the Fund with sufficient funding to help restore health to economies which are much less strong than in Western Europe and in Northern America.

José Viñals mentioned my sheep farm. I would not be here today was it not for the fact that my sheep farm manager is having

his, or rather had his first baby on March 12th; because he had his first baby on March 12th, we moved our lambing backwards. Many people, even the very cleverest people, will wonder how, with a lot of animals, you can time the date on which the mothers give birth. But it is actually very simple. You do not allow the fathers, in this case the rams, to consort with the mothers, in this case the sheep, the ewes, until the moment occurs, because you know the gestation period and you, therefore, know the lags, and you put them in the field with the ewes at the right time so that they do not start having baby lambs until you want them to have babies. Even very clever economists sometimes fail to realise that. And when I am thinking about very clever economists, I might just add that among the unfortunately wide range of groups of people who do not come out of this crisis well can be also included macro-economists.

The main macro-economics model that has been in operation in the profession and has been used, (I am afraid rather uncritically by many central banks –including the ECB and the Bank of England–) is what has got the horrible name of DSGE model (Dynamic Stochastic General Equilibrium) and I am not going to bore you with it, except to say that this DSGE wonderful macro-economic core model assumed, assumed, that nobody ever defaulted; everyone always paid back whatever they borrowed with probability one.

So, everybody always had perfect credit risk; there were no risk premia whatsoever, and because everybody had perfect credit risk, there was no need for any intermediaries, there were no banks, no financial intermediaries and in fact, there was no need for money in this model either, because if everyone always pays back what they owe, all you need is a kind of accounting system to keep track of who owes what to whom.

The main macro-economics model that has been in operation in the profession and has been used, is what has got the name of DSGE model (Dynamic Stochastic General Equilibrium)

prepared to take up a model, which excluded by definition everything about which they ought to have been interested, I simply do not understand.

Anyhow, I am going to talk to you tonight about the Geneva Report, which I helped to organise on “The Fundamental Principles of Financial Regulation”. The reason why we did this was because it was perfectly clear that the policymakers around the world were about to embark on a whole series of discussions of various kinds, in various groups, to try and inform the financial regulation that we are going to have. There was the de Larosiere Group in Europe; there was the Adair



Turner Review, which has just come out in the UK; there is a group which is being chaired by Paul Volcker—who now seems to chair everything in the United States—which has yet to report. And we were concerned; I was particularly concerned, that economists—as I have said we are far from perfect and we miss a lot, but we do have something to offer—that economists had been largely excluded from the groupings of those who decided the Basel I and the Basel II capital requirements. Indeed, I remember in the Bank of England that the financial stability group, the supervisory groups, were the last groups in the whole of the Bank to include economists and for a very long time such groups were rather proud of their exclusion of economists; they felt that regulation is something that sensible, rounded people who worked with practitioners, rather than academic theorists, know about. I thought that actually that there were considerable deficiencies in what had been done, and so I hoped to put together a group of people; of whom Markus Brunnermeier and Hyun Shin were eminent macro-economists; Avinash Persaud and Andrew Crockett had a wide range of experience on the regulatory side, and the purpose was to try and get our paper out into the general public before the policymakers and their groups came to any clear conclusions. So that was the context in which we were operating.

The background to all this is that we have observed a cycle, a really massive cycle of financial leverage, with financial intermediaries taking on much greater leverage, a much higher ratio of debt of all kinds—deposits, subordinated debt and all kinds of debt—to their equity. And then in the course of the bust—after the asset price bubble had burst too—de-leveraging; trying to reduce the size of their balance sheets. And the arguments that we make, being that the regulatory fra-

mework that we had—Basel II—and the accounting framework under the IFRS—which is frequently described as mark-to-market or fair value accounting—amplified this cycle, producing, (and this was a phrase that was repeated in *The Economist*, and came from another colleague of mine), “pro-cyclicality on stilts”.

Effectively, the mark-to-market, fair value accounting system means that whatever happens to market prices immediately gets incorporated into bank profits and bank capital. So these are driven up during the bubble and then decline very sharply in the process of the crisis and the de-leveraging, in many cases with markets becoming dysfunctional and not operating at all. So prices are driven by those relatively few who are so distressed that they have to sell at whatever the price they can get, what is known as “fire sales”.

Another of the accidents, or calamities, of economic theory has been the demise of the efficient market theory. This implied that markets always provided the best estimate you could get of fundamental values. In the recent course of the crisis, it has been clear that many markets either did not work at all or, when they worked, there was a considerable divergence between the market, the price that you could get at the moment when there was great fear and uncertainty and shortage of liquidity, and the expected value of the future cash flows of the interest payments and the repayment of principle at the end of the duration of the debt.

Basel II was related to credit ratings, and ratings go/migrate upwards during the boom, value at risk appears to be low, and during booms usually volatility declines, as it did in course of the years 2003-2006. During the crisis volatility increases, value at risk gets

Effectively, the mark-to-market, fair value accounting system means that whatever happens to market prices immediately gets incorporated into bank profits and bank capital

worse –a lot worse– and credit ratings migrate backwards, which means that Basel II was inevitably highly pro-cyclical. When you combine the two, you get what other people have described as the Doomsday Machine. Why did this occur? It largely happened because the Basel regulation was far too focused on looking at the condition of the individual bank; the individual financial institution. Now, that is very important, but it is not the only thing that matters. And what matters much more and is the key externality, is the possibility that you can get contagion, particularly in relationships between banks, which adversely affect the financial system as a whole.

For the individual bank, when value at risk worsens, credit ratings migrate in the wrong direction and capital ratios come under pressure, the obvious answer for the individual bank is to reduce the size of its book; to sell assets if it can, not to take on any more assets, not to lend, to de-lever. And for the individual bank that makes a lot of sense, but if all banks are doing that simultaneously, then effectively it drives the system downwards into total crisis. Again, for the individual bank, it is very sensible to have a very widely diversified portfolio. But if all banks diversify their portfolio in exactly the same way, then effectively the system becomes much more fragile, because if a crisis should occur and any particular bank gets into difficulties, it is clear that all the other banks will be equally in difficulties; so that you get the fear that the banking system as a whole is subject to prob-

lems. It is a fallacy of composition to believe that, if each individual institution behaves prudently, the system as a whole will be safe.

Indeed, one can go further than that and claim that most systemic crisis are caused not just, or even not mainly, from the initial shock that may affect the system –in this case the subprime mortgage market– but from the responses of the banks and other financial intermediaries to that shock. This is what you can describe as self-amplifying mechanisms, or you can describe it with the words ‘endogenous risk’. And there are number of such self-amplifying spirals but the two key ones I want to mention are the “loss spiral” and the “margin spiral”. And both of these relate to a diagram that we owe to Markus Brunnermeier, which he put into the Report from one of his many other papers on this.

One starts with an initial loss from some initial shock, and here we start with the problems in the housing market, particularly in the United States. Though there is a tendency, I would imagine less in Spain than in some other countries in the Euro zone, to blame much of what has happened to things going wrong, and improprieties, in the housing market, particularly in the subprime market in the United States. That is not entirely true. In my own county, there was a clearly equivalent subprime market; Northern Rock was issuing 125% loan to value ratios, which were entirely inappropriate. So we had our own subprime market in my own country.

Nevertheless, the initial loss from the subprime market was not all that great, and it is still not all that great, although the probability of default of many borrowers in that market has been quite high and the loss given default has been high. One of the main reasons why we have got into our financial problem was that central bankers around the world looked at the prospective loss from the subprime market and said “this ought to be manageable”. After all, you can do the calculations and you can work out that if the New York Stock Exchange falls by, shall we say, 3% on a day, and 3% declines on the New York Stock Exchange have been common, they have been two a penny over the last two years, then a 3% decline on the New York Stock Exchange actually cuts wealth by just about as much as the expectation was of the losses from the subprime mortgage market.

So, it was not the size of the initial loss, and indeed, central bankers did not really spring into action as quickly and as aggressively as they might have, because they thought that that loss ought to be manageable by the markets. Rather, the problem was that the banks were wildly over-extended; leverage had been huge; they had reduced their market liquidity; the assets they were holding were far less liquid than they had been twenty or thirty years before. Indeed, when I was starting economics, the average ratio of public sector debt to the total liabilities in British banks was over 30%, it was around 30 to 35%. What was it in 2007? It was 1%, 1%. The banks had more or less denuded themselves of liquid assets, it was one of the reasons why Mervyn King was rather loathe to help the banks out of the problem because he felt that the banks had brought a lot of this on themselves by simply shifting out of safer public sector debt into riskier, mortgage-backed, and other kinds of risky securities.

Anyhow, the banks had done so, and they had also raised the ratio of their assets; their loans to their retail deposits, well over 100%, and very sharply so since the early years of the new century, so that many of the banks had a loan to retail deposit ratio, somewhere of the order of 140 to 150%. That gap was filled by borrowing from wholesale markets. The efficient markets hypothesis implied that these wholesale markets would always be open. So long as the banks had enough capital under the Basel II arrangement, they would always be able to access the wholesale markets. But the Basel II capital arrangements had been manipulated ‘gamed’, particularly by banks in Europe, which is one of the reasons why this crisis has affected Europe just as badly as it has affected the United States.

The wholesale markets dealt in very short term maturity loans. When you got this over-extension and you got the losses coming on the subprime market, the response of many lenders in the wholesale market was ‘better safe than sorry’. So they began to withdraw their money and that began to lead to funding problems. When you get funding problems and you cannot sell safe assets –public sector debt– onto the open market or borrow from the central bank on that, you are forced to reduce your position; you are forced to sell. This kind of distressed selling moves the prices away from fundamentals; the prices of the existing assets held on banks balance sheets went down, that made them look even riskier, so the wholesale markets got even worse; banks would not lend to each other; the asset-backed commercial paper got withdrawn, the funding problems got worse and so you went round the first of these spirals –the loss spiral–. The margins spiral was very similar, it covers a wide range of financial institutions, all those who are heavily levered, for example, the hedge funds.



Now I am going to move on to the next table, which actually comes from a paper that Hyun Shin produced. And this shows the repo haircuts, or actually it indicates the amount of margin that the intermediaries would have to put up, before the crisis started in April 2007 and in August 2008 when it was underway, but even before Lehman's hit. And what you can see there is that effectively, the margins that were required frequently increased by a factor of three or four. Let us say that you are a typical hedge fund and let us say that you are levered, you increase the total size of your book on the basis of your own funds: say your own funds are one, and you increase the size of your book up to five. Remember that hedge funds generally were less levered than commercial banks, which were more heavily regulated—but be that as it may—say that they were levered by a factor of five, when you had the low repo haircuts. Then, if the margin requirement increases by a factor of three, the amount of leverage that you can

take on has to fall to a third of what it was before. So when these margin haircuts really started to rise very sharply, it just forced the hedge funds into, together with withdrawal of deposits from them, into a massive degree of de-leveraging and the de-leveraging, of course, takes you round the self-amplifying spiral, things get worse, people require even higher margins and everything gets just cycles away downwards.

So, the problem is how do you stop this cycle –this systemic cycle— which has been so severe, and which tends to play a role in most of our financial crises. In the financial crisis, there has been a very close interconnection between the housing market, and property market more widely, and the banking market. Now, I have argued that Basel I and II focused excessively on the risks of individual banks. They are right to be concerned with the risks of individual banks because many of these are so big and so important that it

is entirely proper that they are looked at individually to make sure that they are looking after people's money properly, but you have also got to worry about the system as a whole. That means that you have got to look at what is being described as macro-prudential regulations. The Basel I and II requirements are valuable, but we argue that they are insufficient. There are a number of measures of systemic cyclical variation. One of these (one I have been harping on), is straight leverage –the ratio of total assets to the equity base– and a simple leverage ratio was used by the Federal Deposit Insurance Corporation under its Improvement Act of 1991 (FDICIA), and has recently been introduced by the Swiss National Bank for UBS and Credit Suisse.

Another measure is credit expansion, the rate of growth of bank lending in particular, which I am glad to say the Banco de España has been employing for a decade or so. We would add to that yet another measure, that of maturity mismatch. If a volatile asset is backed by a liability of the same duration then the individual intermediary holding that asset, or the company holding that asset, can live through the volatility as the price declines and rises without getting into difficulties because it does not have to sell it because it is supported by a sufficiently long-term liability. It is the combination of assets whose prices can go up and down very sharply and the fact that you have to roll over your liabilities in the intervening

time that causes so much problem. So all three are important measures of where you stand in cyclical variation, i.e. leverage, credit expansion, (if you want rates of growth of asset prices) and maturity mismatch. And in the Geneva Report we regard all three as essential elements of what a regulator/supervisor ought to look at.

Another measure is credit expansion, the rate of growth of bank lending in particular, which I am glad to say the Banco de España has been employing for a decade or so

Now, these are measures of cyclical variation; leverage, credit expansion, asset price growth, maturity mismatch. How do you apply them? Here in Spain, they were applied to provisions –through dynamic provisioning– and this is fine; with the benefit of hindsight I would have liked them to have done even more, but it runs into the difficulties that the accountants under IFRS do not like this; they

do not like generalised, economically assessed but not specific provisions being applied on the grounds that such losses will probably happen; the accountants say we have got to wait until it does happen. So the dynamic provisioning arrangements here, which have been excellent and have helped in many ways to mitigate the financial difficulties in this country, are under threat from the accountant and, to some extent, from the taxman as well.

What we want to do is to interact the measure of cyclical variation; whether it is a leverage ratio, credit expansion, maturity mismatch or bits of all of them, with Basel II, because

it is quite easy to game a single ratio. It is less easy to do so if you combine a ratio which is counter-cyclical and macro-prudential with a Basel II ratio, which is micro-prudential; I think it would be more difficult for the banks to get round it. However, there is a problem. Which Basel ratio do you choose? Because there is core equity, core tier one, then there is tier one and then there is tier two. And attitudes to which is a more important definition of capital have been changing quite rapidly in the course of the last six months, or so, and now there is a tendency for people to put much more emphasis –as the Germans, to their credit, would always have wanted us to do— on the core-owned equity and not worry so much about hybrids and subordinated debt, and the rest of them.

This particular part of the argument, that there should be macro-prudential and preferably counter-cyclical capital requirements, that part of the argument has been won; it is now, I think, accepted by virtually everybody that that should be done. The problem is that the devil is in the detail, and the details and the coefficients, and how you actually do it, has yet to be estimated. While we were more concrete in the Geneva Report than the de Larosiere Report, there is still a lot of hard work on the details to be undertaken.

One point that I would stress here is that there is an absolute need for these counter-cyclical macro-prudential requirements to be set

down, preferably in public, as a commitment and as a rule; not as discretion. Virtually all regulator/supervisors say we must have discretion because every crisis is different, and every institution is different and we need to have discretion to apply what needs to be done to fit the circumstances. I know that argument, but I think that there is a stronger counter-argument, and it runs as follows.

In 2006 –at any rate in the first half of 2006—, the subprime market, which is now regarded as almost demonic, a devil's plaything, at that time, if you can cast your mind back, was regarded as one of the great innovations of finance, was regarded as wonderful; it was a mechanism for getting the disadvantaged of America –the Latinos and the Blacks— onto the housing ladder. It was a way of extending

finance to the under-privileged. The politicians loved it, indeed, the politicians went so far as to require Fannie Mae and Freddy Mac to alter their normal regulations to take on these lower quality, subprime, mortgages and actually led, in part, to the downfall of those GSEs. The lenders loved it, because they were making lots of money. The borrowers loved it, because they never had to repay the reset. If you took out a subprime, you took it out at a teaser rate, after two years, your house value had gone up, you re-financed at a lower rate because you now had more equity and you never ever paid the reset. The idea that this was all terrible because people should have known that they could not pay



the reset is a function of ex post hindsight; they were never expected to pay the reset rate and they never expected to do so. It was all based on the teaser rate and refinance, but you could only do that as long as housing prices went up. But everyone thought that housing prices would go on going up. And the idea that under those circumstances, the Fed, or anybody else, could move in and say “I think this is wrong, I am going to raise rates and require a much lower loan to value ratio, I am going to raise margins, I am going to make sure that the poor Latinos and the Blacks are not going to get on the housing ladder”; they would not have stood an earthenly by chance of succeeding.

Central banks, trying to take away the punchbowl just when the party is getting going, face the opposition of everybody, including the media, so you are not going to succeed. That is really why Alan Greenspan said you cannot do counter-cyclical policy because it is too unpopular. So you have got to have rules and pre-commitment if you are ever going to do it. To whom should such capital requirements apply? Again there is now general agreement that all systemic financial intermediaries should have both micro and macro-prudential control. The difficult ones are the second group in our taxonomy, those institutions that are systemic as part of a herd, for example when the hedge funds as a group are taking on leverage and expanding and when private equity is doing the same. They are actually too small to be individually systemic; lots of hedge funds have gone bust, lots of private equity firms have gone to the wall, and nobody has cared much. They are not systemic in that sense, but when they all move together they become systemic as a group. And the question then is what do you do with a group which are not systemic individually, and can be let go, but when they

move together, do have systemic effects.

And our argument is that you should have rather simple macro-prudential regulations for them. Next, there are those financial intermediaries which are non-systemic but large, mostly the life insurance and pension funds, (excluding of course institutions like AIG, which behave effectively as investment banks), and finally there are the tinies, the really small. Then, there is the home/host issue and I am going to defer that, although I am just going to note that cycles differ from country to country, so if your main aim is to have counter-cyclical regulation, how do you deal with that?

And then liquidity; as I have already said, there had been no liquidity regulations. Back in the 1980s, the Basel Committee on Banking Supervision tried their hand to introduce liquidity regulation along the lines of the capital regulation, but it was just too difficult and they dropped it. After that, concern about liquidity fell away on the basis in some part of the belief that wholesale markets would always be there when you wanted them, as long as you had enough capital under the Basel II requirement; of course, neither of those beliefs were correct. So we are going to go back to liquidity regulations, based on maturity mismatch. We now recognise much more than we did then, that both, not only the asset but also the liability structure, are crucial.

We also have in our paper a proposal on mark to funding, which involves the concept that the ability to hold to maturity depends on the funding structure, so that banks with a much longer term funding structure should have lighter overall liquidity requirements than the banks which are more heavily based on short term, and particularly wholesa-

One of the more difficult issues is whether governments or regulators should intervene in mortgage markets, for example by imposing limits on loan to value ratios or loan to income ratios

le, funding. The problem is that there have been incentives to finance potentially illiquid assets on the basis of short term debt, both in good times –because it's cheaper then– and in bad times –because that is the only debt that you can raise–. But somehow we need to balance that, particularly during good times.

Other regulatory issues, notably remuneration, has been very much in the press recently. Here, the approach that the FSA has been taking, which I quite like, in the UK, has not been to intervene in setting remuneration, but to set out some principles on which they believe that remuneration should be based. If individual institutions which have control over their remuneration should not abide by those principles, then the FSA has the ability to raise capital ratio requirements on a discretionary basis.

One of the more difficult issues is whether governments or regulators should intervene in mortgage markets, for example by imposing limits on loan to value ratios or loan to income ratios. We think that they should. The FSA is going to introduce a new discussion paper on this in September. And then there is the question of what to do with credit rating agencies, which is a large subject, so I am going to skip over it now.

Finally, one of the points which we raise, that is not being taken up almost anywhere, is that a lot of the pressures arise in the run up to the year end, when there is almost always

a year end spike in interest rates, because all the financial intermediaries want to window-dress their balance sheets to show they are much more liquid (than under normal circumstances they actually are). So there is an intense demand for liquidity over this one day, and this intense demand for liquidity over this one day or period when they are all doing their balance sheets, does lead to very considerable distortions and to weakness. And we think that this should be stopped and we cannot understand why the authorities in various countries have not taken steps to prevent this continuing.

Now I want to get on to the really difficult part. Well, the first part is not so difficult; the question of who does these new macro-prudential and liquidity regulations. Now, within each country, I do not think it is that difficult. I think that the macro-prudential should go to the central bank and the conduct of business and micro-prudential –looking at the individual banks, business plan and so on– stays with the specialist, if you have got one, financial services authority. That does lead to minor inefficiencies in the sense that there are two groups of people looking at the same big institutions, but I think that that is a good thing, not a bad thing. One of the reasons why I think it is important that the central bank does the macro-prudential regulation is because the ethos and professionalism of an institution whose main function is conduct of business is mainly the professions of accounting and the

legal profession. The profession of an institution doing macro-prudential controls ought to be economic interrelationships between institutions; that is what makes the system as a whole work; and that is essentially economics; and the profession of a central bank is increasingly economics. You need to have two sets of eyes, (it helps if they come from different starting points), looking at each major financial institution.

Now let me go on, and this is where I end, to the really tricky bit. And this is the cross-border home/ host issue.

As I have said, cycles differ between countries; there is a second factor as well, which I earlier passed over, which is that we have discovered that cross-border banks are international in life but national in death, which means that when a big cross-border bank collapses, the home regulator and home country will take strong steps to support and keep going the operations of the bit of that international bank within its own country and they either will not, or cannot, or do not care about the bit that is in other countries.

My own country has had a couple of particular examples of that. Lehman Brothers, for example; the broker dealer of Lehmans in the US was wrapped in such a way that it could continue after Lehman's went into chapter 11 bankruptcy. Lehman's Europe, which I usually think of as Lehman's London, because that is where its head office was, was cast adrift, as was Lehman's Tokyo, and not only cast adrift, it was cast adrift as a shell, because all the cash that was available was taken back, the previous Friday night, to Lehman's New York and there was nothing much left there, in Lehman's London, when it all went down on the Monday morning.

Then there are the Icelandic banks; the Icelandic banks in the UK were largely branches of those banks; and as branches, their retail deposit insurance was supposedly guaranteed by their home country. The Icelandic banks went bust, and effectively the Icelandic government was also bust, and there was no effective payment of the deposit insurance of the retail depositors in those Icelandic banks in the UK. A number of curious exercises then arose. One of them was that, in order to try and prevent such assets as remained in the UK from going back to Iceland, when this was clearly coming about, the British government wanted to shut down the Icelandic banks in the UK to hold their assets in being. They discovered that they did not have a decent mechanism for doing so, so what they did was they shut down the Icelandic banks under the Terrorist Act. So a couple of days afterwards, you had a list of Terrorists in the UK, there was Al-Qaeda, there were the Taliban and there were the Icelandic banks. The Icelandics, bless them, tried to sue the British government, but they were effectively warned by all the lawyers that trying to sue the British government in Britain is not a very sensible or a very productive legal process, so they actually dropped that. I was rather sorry; I was rather hoping to appear as an expert witness for the Icelandics. The other fascinating exercise is that, in order to meet the deposit insurance, the British government is lending money to the Icelandic government so the Icelandic government can pay off the deposit insurance.

Other examples, slightly less lurid, of the fact that when a cross-border bank tends to go down, the rescue is done by the host nation/ state are Dexia and Fortis. What we have seen is that when there is real trouble, when there is crisis management that has to be done, it is the nation/state that has to do it and that

when you have a cross-border bank, effectively the bit in your country, if you want to keep it going rather than have it collapse in a heap around your feet, has to be done by the host country.

Now combine that with the fact that cycles differ from country to country and the standard implication of the experience of crisis is that the regulatory power, on the macro-prudential side, should shift from the home country to the host country. That is where logic leaves it. The difficulty with this, and particularly within the Euro zone, is that there is an equivalently strong desire to harmonise and centralise regulation and supervision, at the ECB / EC level in such a way as to protect the single financial market. And I understand that. But there is this now enormous tension between the fact that crisis management is done effectively at the host country, host nation /country / state, and that cycles differ from country to country and at the same time the desire to have a much more European system. Where this tension will actually lead us all, I do not know. I would very much like to see a mechanism for providing fiscal support for crisis management devised and developed at the Euro zone or European level, but no such mechanism is yet on the cards. So quite what will happen on home vs. host control –which is the really tricky issue on financial regulation, particularly when you get into macro-prudential field– I do not know.

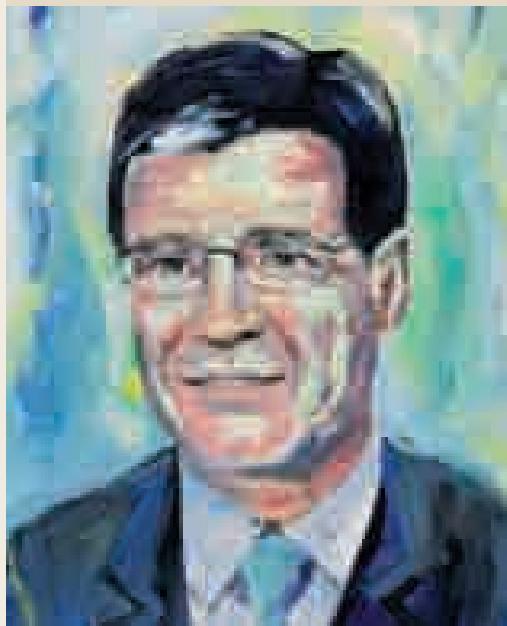
Let me give you just one more example, after Lehman and with the appreciation that it is essential that banks do hold sufficient liquidity –asset liquidity–, the FSA in London has introduced recently a requirement that all banks in the UK, including subsidiaries but not branches, should be required to hold liquidity in the UK in the form of public sec-

tor debt. Now that has immediately put the cat among the pigeons of all the other banks –international banks with subsidiaries in London– because they can no longer manage their liquidity on a single home-headquarter basis, moving their liquidity around the world as they see fit. So this liquidity requirement is actually again shifting the power to the host country and putting frictions into the international financial system, so this whole international issue is really very, very difficult.

The final point I have got here is what we are going to do about the international financial institutions of which the IMF –where José is going to become one of the pillars of the IMF– is the most important; there are a lot of issues related to the IMF, I do not have time to go into them. And if you want to raise any questions about the IMF, ask José, he will now answer that.

The financial stability forum: I will just end with a couple of comments on that. Like the IMF, it is under attack because it is not sufficiently democratically legitimate and it is much too overly represented by G7, particularly again the Europeans, rather like the IMF.

And finally in so far as the FSF or the BIS introduces early warning procedures, the key point is not the warning; there were loads of warnings before 2007; Bill White, the chief economist of the BIS, was a one man early warning system, the problem was: you always get warnings; what happens when you have made the warning? What is the procedure to take from the warning into actual instruments that change the way that banks behave? It is instruments and procedures we need, not early warning systems.



Aurelio Martínez Estévez

Aurelio Martínez Estévez es Catedrático de Economía Aplicada y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia.

Ha ocupado diferentes cargos en la Administración nacional y autonómica. En 1991 fue nombrado Director del Departamento de Economía del Gabinete de la Presidencia del Gobierno, cargo que ocupó hasta 1993, en que se hizo cargo de la Consellería de Economía y Hacienda de la Generalitat Valenciana. También ha sido Presidente del Instituto Valenciano de Finanzas.

Anteriormente desempeñó diversos cargos en el ámbito de la banca, entre ellos los de Vicepresidente de la Caixa d'Estalvis Provincial de Valencia y Secretario General de la Federación Valenciana de Cajas de Ahorro. Asimismo, ha sido Director del Observatorio de Coyuntura Económica Internacional (OCEI) y Director del Departamento de Estructura Económica de la Universidad de Valencia.

En la fecha en la que pronunció la conferencia en la Fundación Ramón Areces era Presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO). Actualmente es el Presidente de Navantia.

DOS AÑOS DE CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

¿DÓNDE ESTAMOS? ¿SE PERCIBE LA SALIDA?

Por Aurelio Martínez Estévez
Presidente del Instituto de Crédito oficial (ICO)

En mayo de 2009, cuando Aurelio Martínez Estévez pronuncia esta conferencia, los mercados financieros internacionales tendían poco a poco hacia la normalización. Esta tendencia positiva estaba marcada, entre otros factores, por el descenso de los índices de riesgo o la recuperación de los mercados de eurobonos. Para el conferenciante, la situación de normalidad no será igual a la que vivimos antes del 2007, ya que habrá precios y condiciones distintas. Según Aurelio Martínez Estévez, el coste económico de la crisis, medido por el volumen de activos tóxicos, supera los 4 billones de dólares que supone casi más del 7,5% del PIB del mundo.

Fundación Ramón Areces, 26 de mayo de 2009

SE HA ESCRITO MUCHO DE LAS *SUBPRIME* como origen de la crisis pero creo que hay que ir un poco más atrás, y aislar de problemas concretos. Desde el año 2000 aproximadamente, los países industrializados han estado aplicando unas políticas monetarias muy expansivas. Posteriormente, se han ido superponiendo una serie de acontecimientos que les obligaron a tratar de evitar problemas de

confianza en los mercados: por ejemplo, la crisis de las puntocom, en el año 2000; los atentados del 11 de septiembre de 2001; la Guerra de Irak en mayo de 2003.

Y eso se plasma en varias cuestiones: un incremento considerable de los principales agregados monetarios y, sobre todo, bajos tipos de interés reales que, en muchos casos, van a ser

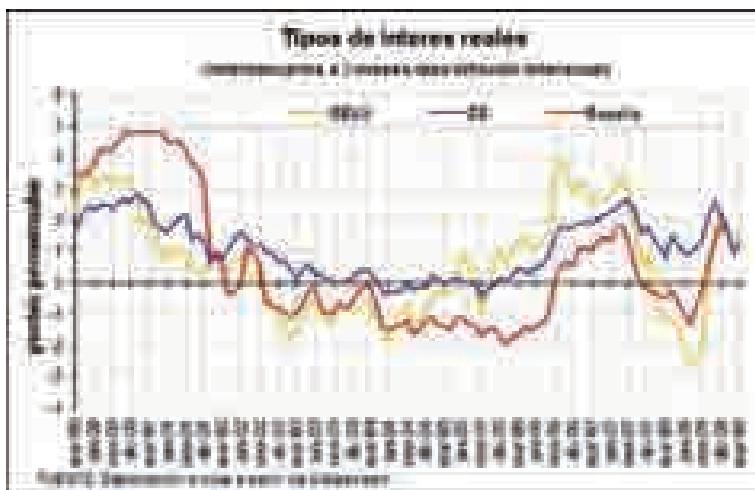


Gráfico 1

durante largos períodos de tiempo negativos incluso en fases de crecimiento muy expansivas. Y, a pesar de todo eso, no se generaron tensiones inflacionistas en los mercados internacionales porque China y los países asiáticos han actuado como fábricas del mundo y han colocado sus productos a precios bajos, poniendo un techo a la inflación. Por ello, esa política monetaria tan expansiva no se acabó de plasmar en tensiones inflacionistas.



Gráfico 2

El gráfico 1 muestra los tipos de interés reales; podemos observar cómo han estado bajo cero durante bastantes años. Tipos de interés reales negativos incluso en fases de crecimiento alcistas, como he dicho, conducen a una mala asignación de recursos, pues el mercado transmite imágenes distorsionadas respecto a lo que tienen que hacer los inversores.

El tipo de mercado estuvo durante muchos años por debajo del que se obtiene de la Regla de Taylor en Estados Unidos, y aún de forma mucho más acusada, en España. Desde 1999 los tipos estuvieron por debajo de lo que sugería la regla de Taylor. El tipo de interés en Estados Unidos fue negativo durante varios años, mientras el crecimiento del PIB estaba claramente por encima del crecimiento tendencial, lo cual quiere decir que la política monetaria estaba añadiendo tensiones tremendas en su economía. Y, a pesar de eso, la inflación no se tensionó.

Estas políticas monetarias expansivas tienen tres efectos claves en la economía, que son los que posteriormente hay que purgar, como estamos haciendo ahora.

Primero: obviamente, un fuerte incremento en el crédito. En segundo lugar: el crecimiento del precio de los activos. Si el dinero depositado en los bancos apenas renta, tendremos que buscar activos alternativos para conseguir una rentabilidad mayor. Y en tercer lugar: el aumento del crédito y el crecimiento del precio de los activos implica una tendencia clara al apalancamiento financiero, sea cual sea la forma en que lo midamos.

El crecimiento del crédito en el sector no bancario experimentó una caída brutal en el último trimestre de 2008, a tasas a nivel agregado mundial del -8%. En España, al igual que en Estados Unidos, hemos asistido a un fortísimo crecimiento del crédito, muy por encima del crecimiento del PIB nominal, que debe ser una referencia de crecimiento recomendable para el crédito concedido al sector privado. En España el crédito estuvo creciendo durante muchos meses a tasas del 20% y del 25%, mientras que el PIB nominal lo hacía al 6% o al 7%. Ese exceso de crédito, ¿en qué se traduce? En demanda de activos, para cubrirse de lo que no se puede ganar en los mercados. En el gráfico 2 tenemos el crecimiento del crédito en el sector no bancario. Son datos del Banco Interamericano de Pagos de Basilea. Observemos la caída tan brutal que se está produciendo en el último trimestre de 2008, a tasas a nivel agregado mundial del -8%.

En el gráfico 3 veríamos algún indicador positivo. Observemos cómo el mercado de la vivienda en Estados Unidos ha tocado suelo y empieza a proporcionar alguna información un poco más positiva; por ejemplo, las ventas de viviendas, de viviendas nuevas, están repuntando ligeramente. Eso se va a traducir en un fortísimo apalancamiento. El apalancamiento se puede medir de muchas formas; en el gráfico 4 aparece en la forma de la re-

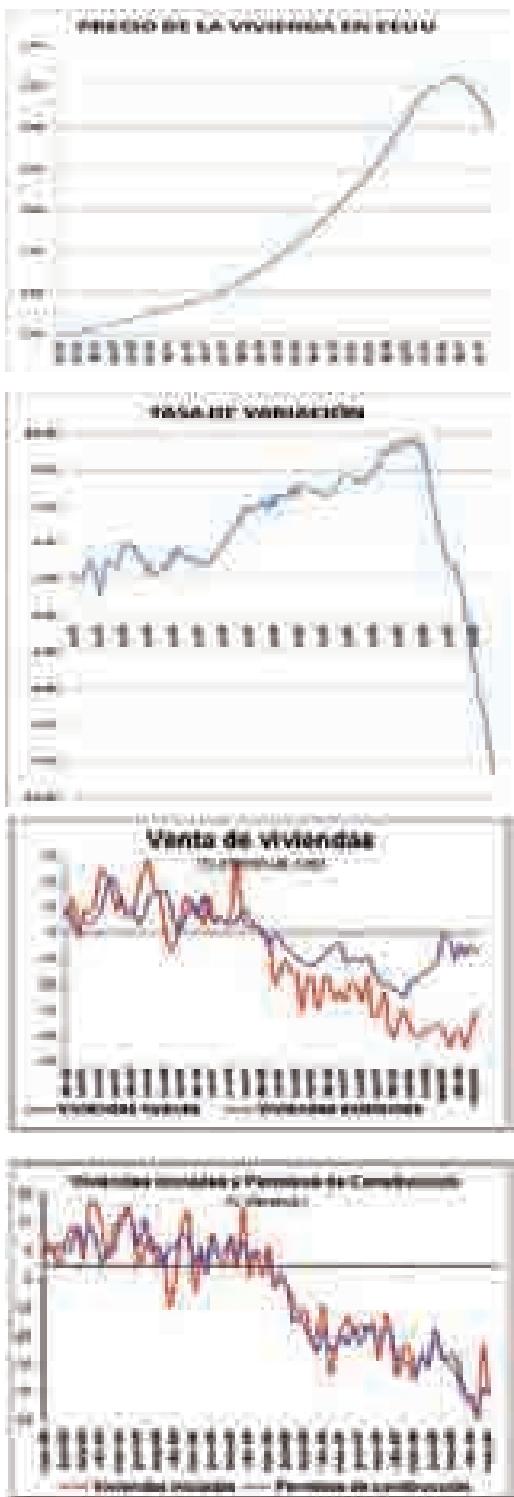


Gráfico 3

lación entre deuda y PIB en Estados Unidos, tanto en los hogares como en las empresas. El gráfico 5 muestra el apalancamiento en España para empresas, instituciones financieras, administraciones públicas y hogares. El apalancamiento, medido por la deuda en términos de PIB, pasó de 150% del PIB a 350% en el espacio de 10 años. Nos hemos endeudado mucho, en términos del PIB.

Eso se va a traducir en un fortísimo apalancamiento. El apalancamiento se puede medir de muchas formas; en el gráfico 4 aparece en la forma de la relación entre deuda y PIB en Estados Unidos, tanto en los hogares como en las empresas. El gráfico 5 muestra el apalancamiento en España para empresas, instituciones financieras, administraciones públicas y hogares. El apalancamiento, medido por la deuda en términos de PIB, pasó de 150% del PIB a 350% en el espacio de 10 años. Nos hemos endeudado mucho, en términos del PIB.

¿Qué puede suceder a partir de ahora? No disponemos de una gran experiencia ni de series de datos suficientemente largas sobre apalancamientos. La única que tendríamos sería lo que pasó en Estados Unidos desde 1929. Examinemos cómo terminaron los procesos de tremendo apalancamiento que se produjeron en la década de los veinte, y dónde estamos ahora, para ver si se pueden sacar pautas de comportamiento, aunque no necesariamente tiene que existir un notable paralelismo. En la década de los años veinte, en Estados Unidos, se produjo un fortísimo endeudamiento, con elevado apalancamiento en las corporaciones, las grandes multinacionales. Los hogares crecieron, pero no significativamente; el endeudamiento financiero fue bajo, e incluso el sector público no estaba muy apalancado. El peso fundamental del apalancamiento en los años veinte se con-

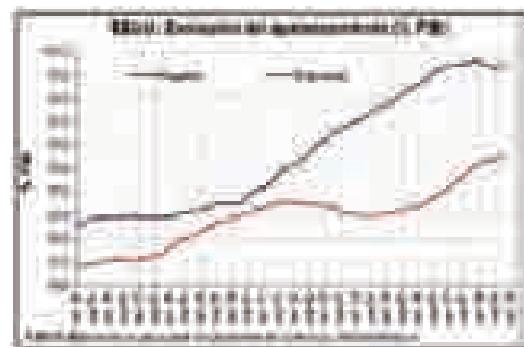


Gráfico 4

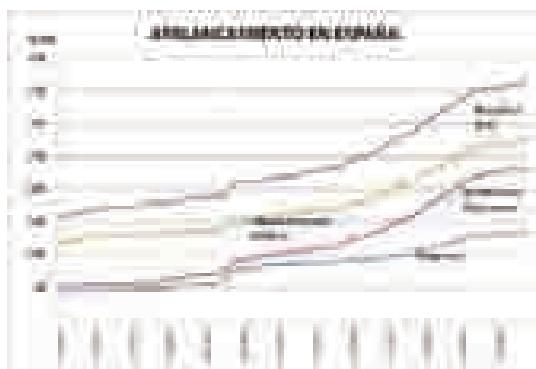


Gráfico 5

centró en el sector corporativo.

Por el contrario, el apalancamiento está ahora más repartido. Ahora, han sido mucho más las economías domésticas las que han aumentado su endeudamiento, como se puede observar en el mismo cuadro. Las grandes corporaciones no han tenido un peso relevante. Es verdad que han aumentado su endeudamiento, pero no tanto como en el ciclo anterior, por lo menos en términos comparativos. Aparece ahora un elemento financiero, el déficit por cuenta corriente, que obliga a Estados Unidos a tener que

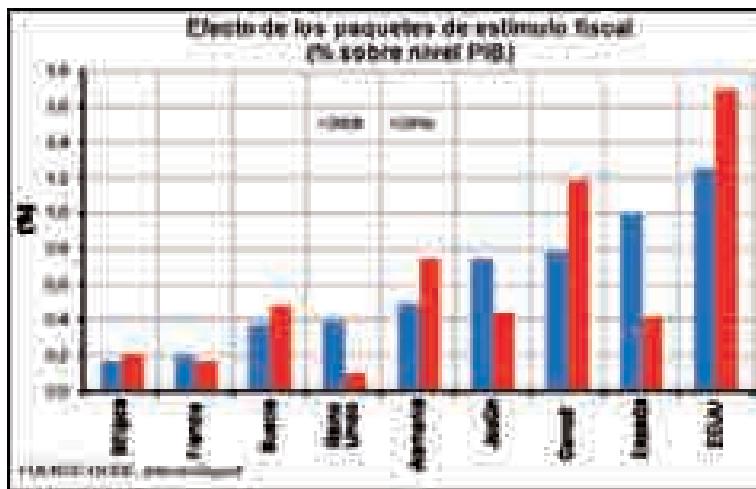


Gráfico 6

endeudarse en los mercados exteriores, y de ahí surge una parte del endeudamiento del crédito bancario en el exterior. Instituciones financieras como Freddie Mac, Fannie Mae, que titulizan sus préstamos y sus carteras y las colocan en el exterior, representan un porcentaje muy alto del apalancamiento, mientras que la deuda del sector público es más bien pequeña. ¿Cómo se solucionó el tema? Además de precisar mucho tiempo, como se puede observar, una parte fundamental del endeudamiento de los agentes se trasladó al sector público. Más o menos ahora ha pasado lo mismo. Los agentes iniciaron un proceso de desapalancamiento claro en Estados Unidos, en España y en los países que han experimentado un proceso alto de crecimiento de su endeudamiento y eso va a ser absorbido fundamentalmente por el sector público. Eso es lo que sucedió y es bastante probable que suceda ahora, por lo menos a la vista de las tendencias a las que estamos asistiendo en este mismo momento.

Todo ello se produjo en un contexto presidido además por otras características: desequilibrios en los mercados internacionales,

desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, desregulación del sistema, baja aversión al riesgo, etc.

¿Cómo estamos ahora? Antes de examinar el sector financiero, que es donde se pueden ver más cambios, sobre todo desde enero, ¿qué rasgos podríamos destacar de la coyuntura internacional?

Muy brevemente: el año 2009 será el año de menor crecimiento de la economía mundial desde la Segunda Guerra Mundial, con un crecimiento del -1,3%, que se está revisando a la baja cada vez que el Fondo Monetario Internacional o cualquier organización internacional hacen estimaciones. Pero da la sensación de que incluso ahí también se ha tocado suelo. Esta es una caída que no afecta solamente a un área, sino a todos los países y, fundamentalmente, a los países desarrollados. Se está produciendo a pesar de los fortísimos estímulos fiscales que están aprobando las economías desarrolladas; en Estados Unidos, por ejemplo, el impacto de todos sus estímulos fiscales en el PIB va a ser superior al 1,2 % este año, lo cual quiere decir que, sin estos estímulos fiscales, su crecimiento hubiese sido claramente menor.

En España el estímulo fiscal está en torno al 1%, como se puede ver en el gráfico 6, y a pesar de eso, la caída del PIB está siendo muy considerable. ¿Por qué? Básicamente porque nunca, en todos los períodos en lo que ha habido estadísticas razonables, se había producido una sincronía cíclica tan acusada como

ahora. El informe que publicó en abril la OCDE venía a decírnos que el 100% de los países de la OCDE estarán en recesión entre 2008 y 2009. En esos seis trimestres. Claro, si estamos en sincronía cíclica nadie arrastra del carro, nadie aumenta sus importaciones, nadie tiene a dónde exportar. El resultado es, lógicamente, un agravamiento de la crisis; eso es lo que nos viene a decir este ciclo. Y si todo el mundo deja de crecer, o todo el

OCDE apreciamos tasas de caída del comercio del 23% o 24%, que es una tasa altísima. Y eso explica porqué los países que están siendo más afectados con la crisis son curiosamente los que podríamos decir que eran los mejores de la clase, los primeros de la clase, los que habían hecho sus deberes. Singapur este año tiene una previsión de crecimiento del PIB del -10%, Irlanda del -8%, Taiwán o Japón están en el -6%, etc. En otros países no tan

PAÍS	1.º	2.º	3.º	4.º	5.º
Méjico	1,4	1,2	0,9	1,0	0,8
EE.UU.	1,4	0,9	0,8	1,0	0,8
Europa	1,4	0,9	0,8	1,0	0,8
Brasil	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8
Francia	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8
Alemania	1,0	0,9	0,8	0,9	0,8
Reino Unido	1,0	0,7	0,8	0,9	0,8
China	0,8	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8

Gráfico 7

mundo está en recesión, los elementos más sensibles a la caída del PIB son, obviamente, el comercio internacional y la producción industrial, porque son los bienes que más o menos son más fáciles de reemplazar o de dejar de consumir. La sanidad hay que consumirla, la educación es preferente, la alimentación también, etc.

¿Qué es lo que podemos observar? ¿En qué sitios podemos observar que se está produciendo esta caída más acusada? En el comercio internacional. En los últimos datos de la

dependientes de la exportación la caída del PIB no es tan elevada. Pero las exportaciones, como he dicho, son fundamentalmente industriales y ello explica el comportamiento de los índices de producción industrial que están cayendo en todas las grandes áreas productivas.

El índice de producción industrial ha descendido en Japón un 30%; pero en todos los países en general estamos observando caídas del sector industrial. En el gráfico se muestran medias móviles ponderadas, más o me-

nos con el mismo perfil, reflejando el fuerte deterioro de las expectativas. Cuando pensamos qué se preveía hace 6 meses y lo que se prevé ahora, hay desviaciones increíbles.

Por ejemplo, en Alemania, en octubre, el Fondo Monetario Internacional pensaba que la economía alemana iba a crecer el 1,8 % y en abril señala que el -5,6 %. ¿No está mal como error, no? Estos errores son especialmente interesantes por provenir de estudios tan importantes (gráfico 7).

Este proceso económico se traduce en una destrucción de empleo considerable. Precisamente, la Ley de Okun, que relaciona la variación en la tasa de paro con el desfase entre crecimiento real y crecimiento potencial, es una forma de medir en qué países la destrucción va a ser más importante. Los resultados de tal análisis muestran que la economía española genera más empleo cuando está en fase de crecimiento, pero también destruye más empleo cuando entra en recepción.

Es una crisis que va a tener enormes costes económicos. De hecho, la estimación de los activos tóxicos que cada semestre hace el Fondo Monetario Internacional nos asombra continuamente con cifras mayores. Empezamos en octubre de 2007 con una estimación de activos tóxicos en torno a los 230.000 millones de dólares en Estados Unidos. Estamos

en 2,7 billones de dólares de activos tóxicos y creciendo. No creo que se termine ahí.

En este momento, según las últimas estimaciones de abril del Fondo Monetario Internacional, el volumen de activos tóxicos estará en torno a los 4 billones de dólares, lo cual representa el 8% de PIB del mundo. Para que nos hagamos una idea de la magnitud o del volumen de ayudas que ha tenido que aprobar Estados Unidos para sostener su sistema

financiero y absorber todos estos activos tóxicos, pensemos que están en torno al 30% del PIB, que son cantidades ingentes. Por lo tanto, los costes financieros son muy altos.

	Volumen líquido para el PIB	Proporción respecto al PIB estimado para el año
Austria	397.420	80,1%
Rusia	312.360	10,4%
Ucrania	154.000	22,9%
Polonia	133.887	12,0%
Bulgaria	129.320	25,2%
Alemania	234.397	6,5%
Portugal	10.842	9,7%
Francia	79.112	8,8%
Eslovaquia	24.878	13,8%
Italia	81.460	74,4%
República Checa	45.400	1,6%
Croacia	8.831	0,7%

Cifras en miles de USD

Gráfico 8

La preocupación por la solvencia se está trasladando a los mercados financieros de áreas muy concretas, como Europa del Este. El cuadro 8 es muy interesante; aparece el nivel de préstamos concedidos por cada uno de los países a las economías del Este y lo que representan en términos del PIB por si acaso estos países pudieran tener problemas a la hora de devolver estos préstamos.

¿Qué es lo que nos encontramos? Nos encontramos que hay países que tienen una concentración altísima de riesgo a las economías del Este; por ejemplo, Austria. Austria tiene préstamos concedidos a estas economías, que representan el 80% de su PIB. Eso significa que, como estos países tengan problemas,

Austria también va a tener problemas graves y eso explicaría todo el paquete de ayudas que se está articulando por la propia Unión Europea, para tratar de sostener las economías del Este. Pero no solamente es Austria: Suecia tiene el 23%, Bélgica el 28%, etc. El cuadro recoge los porcentajes.

Estos días se ha hecho pública una noticia acerca de las áreas económicas más sensibles a la crisis. Dentro de los países de Europa del Este más vulnerables en términos de caída del PIB y, por lo tanto, más problemáticos a la hora de devolver los préstamos, tendríamos a Ucrania, Rumanía, Bulgaria y Kazajistán. Por parte europea, los más sensibles a lo que pueda suceder en la Europa del Este, son Austria, Bélgica, Suecia y Holanda. Por lo tanto éstas serían las áreas sensibles ahora.

Hemos visto hasta aquí tan sólo unas pinceladas, algunos de los muchos datos de coyuntura que podrían darse acerca de la situación de los sectores productivos, pero con estos perfilamos un poco dónde estamos a nivel global.

¿Dónde estamos en el mundo financiero? Lo primero que observamos, a nivel financiero, es que los mercados están experimentando una lenta recuperación. Las emisiones brutas en euros a largo plazo realizadas en España por las entidades españolas experimentaron una contracción brutal desde los 9 billones hasta algo más de 3 billones, reduciéndose por tanto a menos de la mitad; aparece claramente desde diciembre o enero un lento proceso de normalización, al menos en el volumen de emisiones. Este es, por tanto, un primer dato: lenta normalización de los mercados, si bien los destinos de las emisiones son ahora distintos.

Eso sí, esta lenta normalización se produce

a precios distintos, esto es también muy importante. ¿Por qué? En el gráfico 9 tenemos el promedio de cuatro índices que miden el nivel de riesgo de las emisiones: el Euribor a 12 meses, un elemento de liquidez típico interbancario, etc. Tenemos también el LIBOR sobre el bono alemán; el bono alemán es el bono de referencia típico cuando uno quiere invertir en un activo financiero seguro, pues busca activos de esta categoría; es el *benchmark*. A continuación tenemos un índice que mediría el coste de las emisiones financieras: Triple A.

Las Triple A son las de matrícula de honor en el *rating* de riesgos. Y a continuación tenemos un índice de las emisiones hechas por grandes corporaciones internacionales, de *rating* Triple B. El *rating* Triple B es el límite para el *investment grade*, es el aprobado pero por los pelos, en términos de riesgo, para que nos entendamos. Podemos comparar junio de 2007, el último mes que podría considerarse normal, y abril de 2009, el último mes para el que tenemos ahora mismo datos.

¿Qué es lo que notamos? Lo que notamos es que, mientras en junio de 2007 el Euribor estaba, por ejemplo, a 4,51%, los datos pueden verse al pie del gráfico 9, el bono alemán se colocaba a 4,46%, prácticamente igual que el Euribor. El Triple A en promedio se estaba colocando al 4,67%, o sea igual casi que el Euribor, 15 puntos básicos por encima del Euribor. Finalmente, el bono Triple B —que ya implicaba una cierta asunción de riesgos— se estaba colocando al 4,84%. Por tanto, no había grandes diferencias. Este es el periodo en el cual se dio la llamada *Great Moderation*, durante la cual los mercados tenían una bajísima aversión al riesgo y, en consecuencia, no discriminaban en precios. Daba igual ser el bono alemán maravilloso que ser el Triple B, pues cotizaban a igual precio o igual tasa de

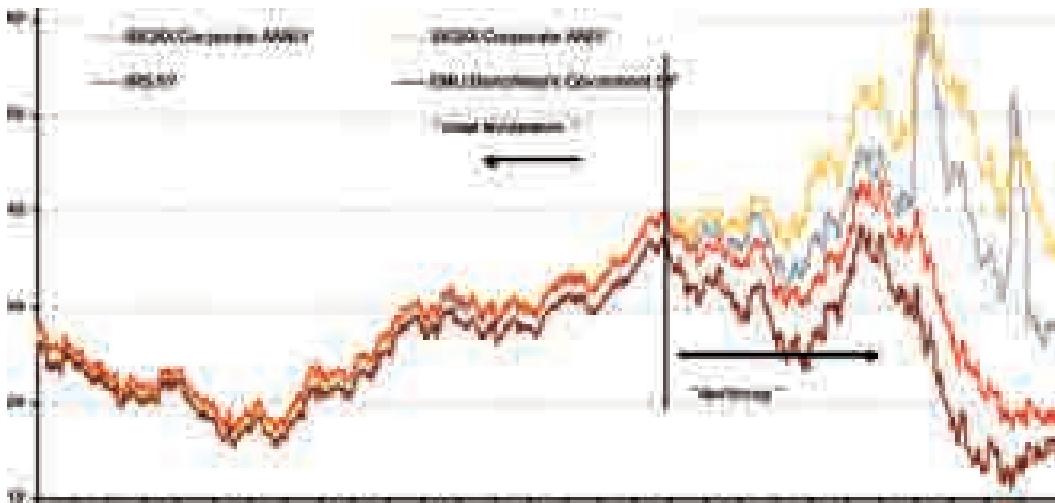


Gráfico 9

retorno. Ahora, sin embargo, los mercados ya no se comportan igual. No tienen nada que ver con el proceso anterior. La media del Euríbor a 12 meses, en abril de 2009, estuvo en el 1,77%. Desde el 4,51% al 1,77% hay una caída sustancial.

Pero todos los emisores no han tenido igual suerte en este proceso. Mientras los inversores reconocen la solvencia del bono alemán, y pagan bastante menos que el Euríbor a 12 meses, antes la diferencia era de apenas 4 puntos básicos, y en este momento está en el 1,46%; por lo tanto, la diferencia es ahora de 31 puntos básicos menos que la media, sobre un tipo de interés bajísimo de 1,77%. Podemos observar la bajada en ambos tipos. El bono Triple A, está al 2,80% y el Triple B, está a 7,77%. Son grandes corporaciones multinacionales que colocan su papel en los mercados a precio de mercado y que están pagando el 7,77%, lo que implica en promedio aproximadamente 600 puntos básicos por encima del Euríbor.

Esto es muy importante, son corporaciones

que salen a los mercados a colocar su papel. ¿Cómo se va a reflejar en nuestros tipos de interés dentro de España? Vamos a verlo. Por ejemplo, Lufthansa, una corporación típica, emite el 17/03, un bono Triple B, coloca 850. ¿Cuánto ha pagado? El Euríbor más 410 puntos básicos. Y así todos: Telefónica ofrece un diferencial de 235 puntos básicos sobre el Euríbor; Repsol, el Euríbor más 370, o sea el 3,70. Si el Euríbor está al 2,0%, Repsol paga el 5,70%. Si Telefónica o Repsol tienen que pagar esos *spread*, ¿cuánto tiene que pagar entonces el resto de la economía española? Éste es un problema importantísimo, el *repricing* que se está experimentando a nivel mundial y que nos afecta a todos. Y este proceso de normalización, si entendemos como tal el volver a los precios anteriores, no se va a producir al menos en un plazo razonable, de 5, 10 o 15 años. Por lo tanto, tenemos que acostumbrarnos a vivir con tipos de interés mucho más altos. Aquí tenemos las emisiones bancarias garantizadas, el tipo de emisiones que están haciendo, por ejemplo, los gobiernos soberanos, o también aparece la emisión que hicimos en el ICO el 30 de

abril, en la que pagamos el Euribor más 88 puntos básicos. Quiero recordar que el ICO se financiaba escasamente hace 8 meses, en octubre del año pasado, al Euribor menos 30, para que entendamos un poco qué es lo que está sucediendo en los mercados, y esa situación se va a mantener, no es transitoria. En

es preponderante. En el gráfico 11 tenemos el comportamiento de otros indicadores que son positivos, como es la evolución de la deuda soberana en relación con la deuda alemana. Si el bono alemán es el mejor, el gráfico nos indica cuánto toca pagar al Gobierno de España en relación al bono alemán.

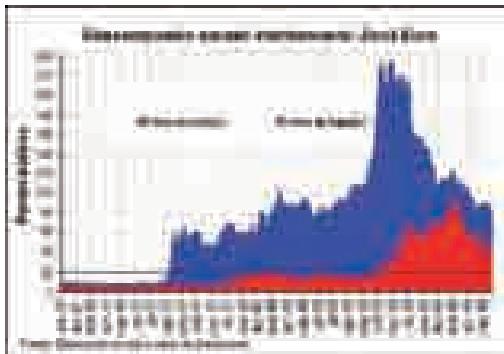


Gráfico 10

cualquier caso, algo sí que se está notando.

¿Qué es lo que se está notando en los mercados? Lo que se está notando es que después de la primera subida, que fue razonable, se produjo una segunda elevación, el momento de la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008, cuando hubo un salto clarísimo en la percepción de riesgo en los mercados, y en este momento estamos convergiendo hacia lo que podríamos estar pagando antes de la quiebra de Lehman Brothers. No es previsible que caiga el diferencial, mucho más. En el mercado interbancario, observamos cómo la prima de riesgo, o la prima de liquidez, se están diferenciando. La zona azul del gráfico 10 sería la prima de liquidez y se ve cómo, por tensiones en los mercados, la liquidez ha desaparecido, se ha reducido sustancialmente, y en este momento tenemos un poco más un problema de riesgo que de liquidez, y la prima de riesgo

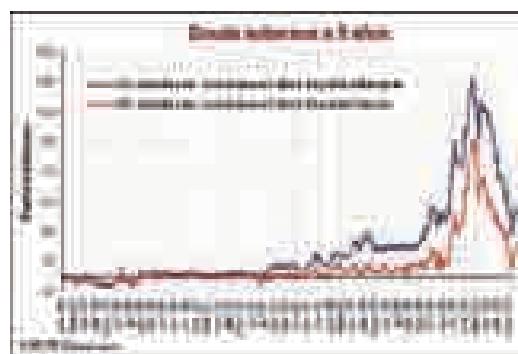


Gráfico 11

Así, observamos cómo ha evolucionado la crisis desde julio de 2007 y en septiembre de 2008, y luego cómo se produjo la bajada del *rating* de deuda soberana española por Standard & Poor's, cómo condujo al último máximo y después se produjo todo el descenso en la prima que podemos observar en el gráfico. Ha habido un repunte en el diferencial en los últimos días pero, razonablemente, eso se irá ajustando. Respecto a Francia, estamos simplemente ya con 15 puntos básicos de diferencia, que no es un diferencial muy alto, por lo tanto hemos recuperado una parte sustancial.

La situación es la misma en el bono a 10 años, y lo mismo que pasa con el diferencial de las emisiones de bonos soberanos sucede con los CDS, los *Credit Default Swaps*. El gráfico 12 muestra el *Credit Default Swaps* a 10 años que indica, para que nos situemos,



Gráfico 12

cuánto tendríamos que pagar para asegurarnos una emisión de deuda soberana española a 10 años. Es decir, la prima que hay que pagar para que el inversor pueda recuperar el principal invertido si España hace *default* en su deuda es de 2 puntos básicos. Las líneas amarilla y roja del gráfico indican el comportamiento de los CDS para el Reino Unido y para España, mientras que la línea azul indica el de Alemania, como elemento comparativo. Observemos que hay un repunte para todos, también para el alemán, en los CDS en los últimos 10 días.

El gráfico 13 muestra la misma información para el sector bancario; observemos cómo las primas de riesgo para el sector bancario, indicadas por los CDS, también están cayendo, lo que indica que se están normalizando gradualmente los mercados. En el fondo eso es lo que quiero transmitir, un proceso lento de normalización, aunque no para volver a

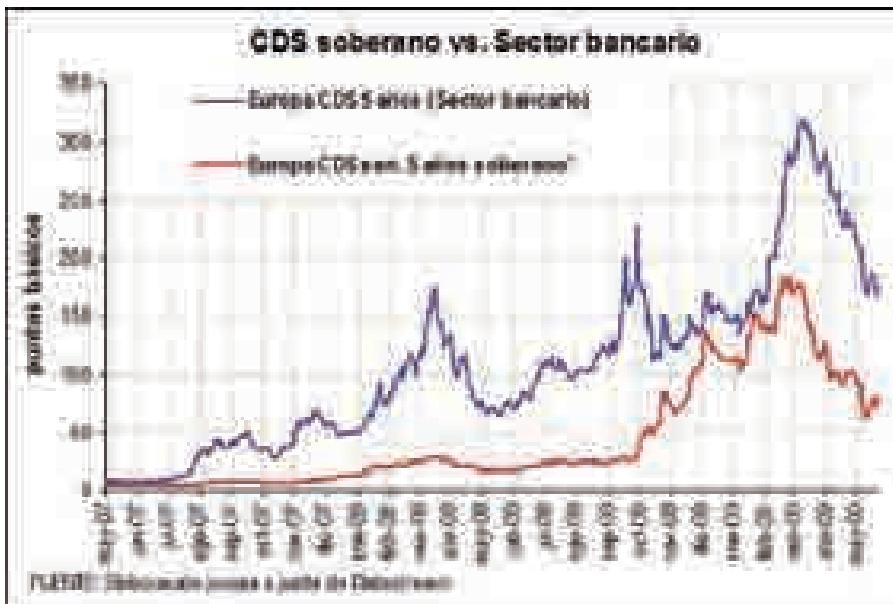


Gráfico 13

los niveles anteriores. Quiero insistir mucho en esto.

Otro elemento que se está produciendo en los mercados, ya no tan halagüeño, es la tendencia a la regionalización. ¿Qué es lo que está sucediendo? El sector financiero ha sido el sector globalizado por excelencia. El sector más globalizado. Por ejemplo, las emisiones de bonos que hacíamos en el ICO se colocaban básicamente por todo el mundo. En los mercados asiáticos, Extremo Oriente compraba aproximadamente entre el 10% y el 15% de nuestras emisiones, y Oriente Medio otro 10% o 15%; pero también las colocamos en Latinoamérica o en el resto de países.

¿Cuál es la tendencia que observamos desde hace ya bastantes meses? Lo que se está produciendo es una regionalización de los mercados, aunque no porque haya trabas. Pero cada área compra el papel que conoce mejor,

que es el que tiene más próximo. En el gráfico 14 observamos, por ejemplo, la colocación de una de las emisiones que ha hecho República de Irlanda. Podemos apreciar que entre el Reino Unido e Irlanda, absorben la mitad, y el resto queda muy disperso. En el gráfico 15 tendríamos el instrumento francés, de apoyo a las entidades financieras. ¿Dónde se coloca? Pues el 45% de las emisiones que hace el instrumento francés se coloca en Francia. El gráfico 16 corresponde al Banco de Santander, cuya emisión está un poco más repartida, pero casi todo se coloca en Europa: en España, el 25%; en Francia, el 14%; en Alemania y Austria, el 34%; en Reino Unido e Irlanda..., casi todo es Europa. Lo mismo sucede con La Caixa, que ha colocado en España el 44%. Es decir, aunque La Caixa hace una emisión de bonos con la garantía y con el aval del Reino de España para colocarlos en el mercado exterior, al final se acaba colocando casi todo en España.



Gráfico 14

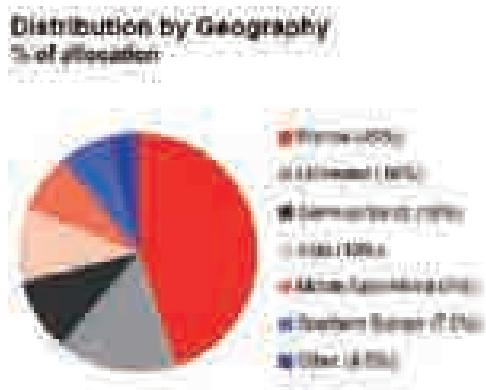


Gráfico 15

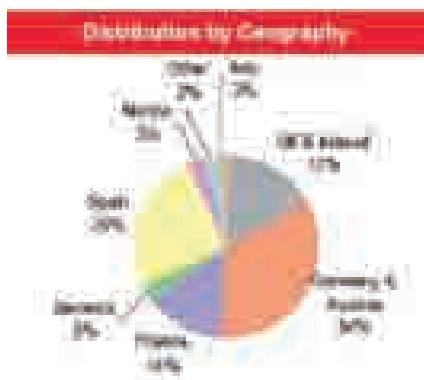


Gráfico 16

Por cierto, ¿no teníamos problemas de liquidez en España? Entonces, ¿cómo es que se compra tanto papel? Para no referirme a los demás, hablaré de las emisiones del ICO. Nosotros siempre hemos colocado fuera el papel emitido y, sin embargo, en la última emisión en los bonos a 10 años que hicimos, el 22% se colocó en España; el resto todo en el exterior, el 78% restante. Pero el 22% es un porcentaje alto. Con lo cual, se da la paradoja de que nosotros emitimos bonos, los compran los bancos, recibimos el dinero de los bancos y luego se lo prestamos para que den nuestras líneas.

Otro elemento muy interesante que está caracterizando los mercados es que los Bancos Centrales están haciendo un tremendo esfuerzo para aumentar la liquidez y así evitar la contracción del crédito. Esto hace que la base monetaria haya experimentado un fortísimo crecimiento en Estados Unidos, pasando de 800 a más de 1.600 miles de millones de dólares desde marzo de 2006 a marzo de 2009; en Europa ha crecido desde 650 a 1.200 mil millones de euros, aunque ahora dicho crecimiento se está ajustando a la baja con rapidez. Curiosamente, ese fortísimo crecimiento de la base monetaria no se ha traducido en aumento del crédito.

En Estados Unidos, no hay casi crecimiento del crédito a pesar del moderado crecimiento de la base monetaria, la contrapartida del crédito. En Europa, el crecimiento de la base monetaria ha convivido perfectamente con un estancamiento en el crédito en el sector privado, incluso con una caída. ¿Por qué? Porque el multiplicador del crédito ha caído. ¿Qué es lo que sucede? Los Bancos Centrales inyectan liquidez, pero como los bancos no quieren prestar porque tienen problemas de garantías, tienen problemas de desconfianza y de solvencia, aumentan las colocaciones de

bonos del ICO, por ejemplo; compran bonos del ICO y emisiones similares, pero no lo prestan a los destinatarios últimos. En consecuencia, el multiplicador crediticio cae, tanto en Estados Unidos como en Europa, aunque se está recuperando un poquito en Europa.

Hay asimismo una fortísima inestabilidad cambiaria, que significa que los mercados no tienen claro qué va a pasar con el dólar y las consecuencias que pueda tener la avalancha de emisiones que está teniendo lugar en Estados Unidos, que está deteriorando su imagen. Los servicios de estudios no se ponen de acuerdo sobre cuál será el tipo de cambio del dólar dentro de un año, y eso nos lleva a otra curiosa circunstancia. Analicemos las predicciones para dentro de un año. Goldman Sachs, HSBC y Credit Suisse dicen que el dólar se va a depreciar, mientras que Commerzbank cree que se va a apreciar el dólar. UniCredit y Morgan Stanley también creen que se va a depreciar, pero Wells Fargo dice que se va a apreciar; por tanto no hay unanimidad, alguno acertará seguro, pero en principio no hay unanimidad de cuál va a ser el comportamiento en los mercados respecto a qué va a suceder con el dólar; una variable tan importante para los mercados financieros y sin embargo no tenemos tendencias claras para ella. Creo que lo más probable es que se deprecie el dólar debido a la avalancha de emisiones que se han hecho en la divisa, pero ya veremos.

A pesar de esta recuperación algunos mercados siguen sin dar síntomas de normalización; por ejemplo, el mercado interbancario (fundamental para la economía española, para la economía europea, para las relaciones entre las propias instituciones) no acaba de normalizarse. Los volúmenes que se habían conseguido en 2007 en el mercado interbancario en España en este momento no se acaban de

normalizar. ¿Por qué? Por un problema de desconfianza entre las instituciones. Hasta que no solucionemos todos los procesos de capitalización y resolvamos estos problemas, obviamente las entidades tienden a no prestarse entre ellos, porque hay un problema de desconfianza. Todo esto convive con una acusadísima bajada del tipo de interés; ha habido un pequeño repunte puntual, pero no es previsible que continúe el repunte, porque no parece probable que el Banco Central Europeo cambie significativamente los tipos de interés a corto plazo, y lo más sensato es que se mantengan en sus parámetros.

Hay un agotamiento de la política monetaria, al menos vía tipos de interés. Vía cantidades (agregados monetarios), ya vemos que los resultados que se consiguen a través de la expansión de la M3 son reducidos, por lo que tenemos un problema. Si la crisis se prolongara un poquito más y hubiera que tomar medidas más agresivas, tendríamos que recurrir a medidas no convencionales de política monetaria, como ya se está haciendo en Estados Unidos. ¿Por qué? Porque al estar los tipos de interés cercanos al 0%, en el 0,25% en Estados Unidos, ya no hay margen. En Europa estamos en el 1,0%, pero el margen para intervenciones adicionales es muy pequeño. La política de cantidades, vía incrementos de la base monetaria, vía medidas ortodoxas, da de sí lo poco que estamos viendo, sin que se trasladen al crédito. Por lo tanto, si quisieramos hacer una política monetaria mucho más agresiva para reducir los tipos a largo plazo, no quedaría más remedio que hacer lo que se está haciendo en Estados Unidos: comprar bonos a largo plazo para tratar de reducir e inyectar liquidez a largo plazo y reducir los tipos a largo plazo. Eso ya no es tan ortodoxo, porque no sabemos muy bien qué efectos podría acabar teniendo posteriormente.



Se están produciendo importantes inyecciones de capital al sistema, aunque muy desiguales, y aquí tenemos alguna situación de *moral hazard*. Por ejemplo, en Austria ya se ha inyectado más del 5% del PIB en ayudas a las entidades financieras, mientras que en España y en Canadá no se ha aportado nada, porque los avales que se les han dado a las entidades para que lo coloquen fuera, su papel, sus bonos, son avales que han sido pagados al Tesoro; por lo tanto, no ha habido ayuda directa. Al menos por lo que aparece en los papeles, porque no tengo ningún tipo de información distinta, la única Caja que hasta ahora ha sido intervenida, la Caja de Castilla-La Mancha, no ha utilizado las facilidades crediticias. Por lo tanto, hasta ahora las ayudas al sistema financiero español han sido del 0% y esto es importante. ¿Por qué otros países no? Y esto genera un problema de *moral hazard*, o sea, el que lo hace bien no recibe ayudas y el que lo hace mal y tiene problemas es compensado. Entonces, ¿para qué vale hacerlo bien?

Por último, una brevíssima pincelada comparativa con la Crisis del 29. ¿Son ambas situaciones comparables? Esta comparación pone un poco los pelos de punta. ¿Es comparable esta crisis a la del 29? Claramente no. ¿Qué implica una crisis? Una caída del crecimiento del PIB y descensos muy notables en muchos indicadores; es cierto que en este sentido podemos buscar similitudes. Voy a poner unas cuantas para no ignorarlas, pero la reacción de la política económica en ambas situaciones no tiene absolutamente nada que ver y los impactos previsiblemente tampoco.

Vamos a hacer algunas comparaciones. Respecto del *spread* del crédito, en la Crisis de 1929 no hubo una diferenciación entre el Bono A y el Treasury; o sea, no hubo una diferenciación entre el comportamiento de los riesgos. Sin embargo, en la actual crisis, aquí hemos visto que inmediatamente los mercados han reaccionado poniendo un diferencial tremendo y un *spread* grande a las emisiones con mayor riesgo. En el 29 no sucedió eso. ¿Es verdad que hubo desapalancamiento bancario? Es inevitable, cuando ha

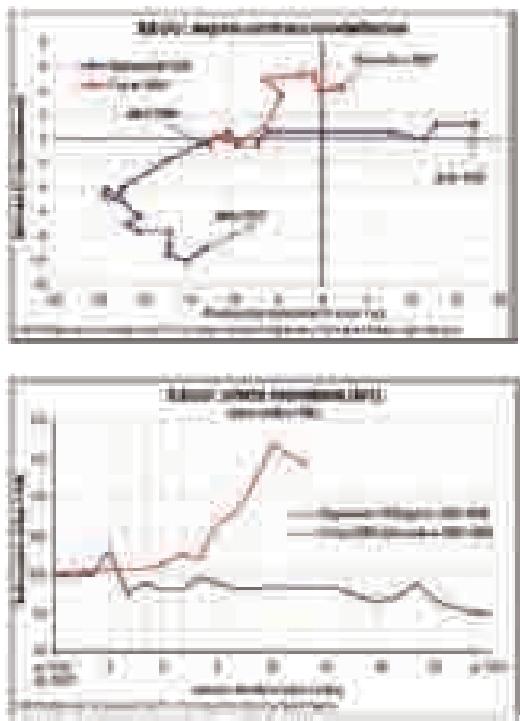


Gráfico 17

habido apalancamiento la situación sólo puede normalizarse con desapalancamiento. Si teníamos un proceso de inflación de activos y la bolsa se había duplicado en el plazo de 5 años, lo razonable es que la bolsa purgue los excesos. Esto se produjo en el 29 y se producirá ahora. El índice de producción industrial cayó hasta el año 1932. Partiendo de una referencia de 100 en julio del 29, cayó casi un 60% como se puede observar, mientras que en el momento actual, va claramente por encima, pero está cayendo también bastante.

Esta es la espiral contracción-deflación común a ambas situaciones, pero voy a fijarme en esto: en las dos herramientas claras de utilización que implican comportamientos de política económica distintos y por tanto resultados económicos diferentes. El primero es el comportamiento de la M1, la oferta monetaria. Observemos en el gráfico 17 cómo

en la Gran Depresión, la del 29 (línea azul), la oferta monetaria se contraíó. Esto son estimaciones mensuales; salvo en el tercer mes, en que subió ligeramente, la oferta monetaria se contraíó, con lo cual lo único que hacía era acentuar la crisis. En la crisis de 2008, la crisis actual, la política monetaria ha sido tremadamente expansiva (ya lo hemos visto a través de la base monetaria, pero también la M1, como aparece en el gráfico 17). Por lo tanto, el comportamiento de los agregados monetarios fue en la Crisis del 29 muy procíclico, mientras que ahora claramente la política monetaria está actuando de una manera fuertemente contracíclica.

En el gráfico 18 tenemos un segundo elemento: la política fiscal. Aparecen las caídas del PIB en la Crisis del 29 y las implicaciones sobre el balance fiscal; en el año 1930, con el PIB de Estados Unidos cayendo al -8,5%, el fisco tuvo el 1,8% de superávit. Después, en el año 1932, con el PIB cayendo al -13% el déficit fiscal no llegaba al -1%. Por tanto, el sector público no actuó de una manera contracíclica, en absoluto. Ahora el comportamiento es totalmente contrario; quizás nos pasamos por el otro lado y esto es ya muy distinto. ¿Qué tenemos ahora? En 2008, creciendo ligeramente por encima del 1,0%, Estados Unidos tuvo un déficit fiscal del -6% del PIB, y este año, que va a decrecer el -2,5% según las previsiones, el déficit fiscal va a superar el 12% del PIB. Esto es lo que hemos comentando al comienzo acerca de la inyección fiscal que se ha puesto en marcha. Por lo tanto, las políticas monetarias son absolutamente contrarias y así los resultados también cabe esperar que sean contrarios, razonablemente.

APUNTES OPTIMISTAS

Para terminar, signos positivos, quedan unos

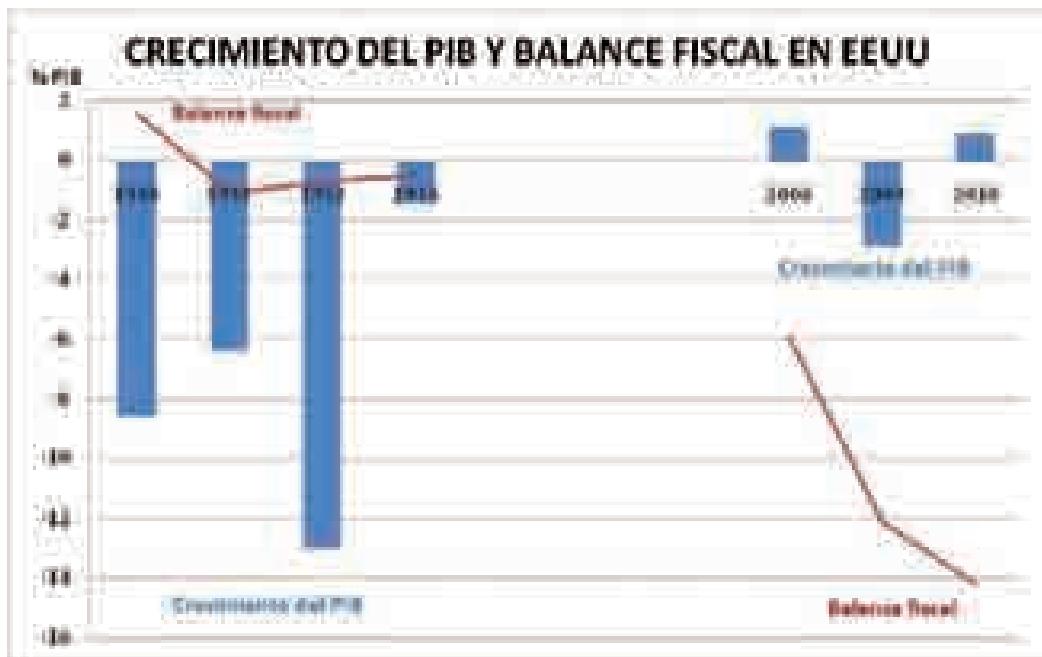


Gráfico 18

poquitos. Ya he dicho unos cuantos, todos los monetarios, pero voy a poner algunos pequeños ejemplos acerca de indicadores de actividad. Primero, estos son los *Leading Indicators*, que publica la OCDE trimestralmente, y que aparecieron el otro día en la prensa especializada. ¿Qué es lo que observamos? Que respecto a la superposición cíclica de pesimismo generalizado, con caídas tremendas para todos los países, vemos ahora que en los países grandes (Francia, España, Italia, Reino Unido, China y Alemania) casi todos los *Leading Indicators* están repuntando claramente. Los *Leading Indicators* –como su nombre indica– son simplemente indicadores adelantados de la actividad, y está a punto de salir ahora el de mayo. Por lo tanto, éste es un primer indicador. Lo mismo podríamos decir con todos los indicadores de confianza o los índices de compras manufactureras como los ISM o índices similares. Todos estos indicadores están posicionándose

claramente al alza (gráfico 19).

Segundo bloque: el repunte de las bolsas. Podemos optar por creer que la Bolsa es una ruleta rusa, pero también es verdad que algún sustrato de fundamento tiene su repunte. Al menos, no podemos utilizarlo como elemento indicador de la evolución de la coyuntura cuando nos va mal y cuando va bien decir que su repunte carece de fundamentos. ¿Con qué nos encontramos? Nos encontramos que, desde marzo, todas las bolsas de todos los principales países del mundo están recuperándose y, en algunos casos, en cantías considerables. ¿Es posible que sea un ajuste a un exceso de caída anterior? Es posible, pero actualmente están repuntando. Tomando 100 como referencia en enero de 2007, el Standard & Poor's llegó a 55 aproximadamente. Las mayores caídas se experimentaron en el sector financiero, que de 100 pasó a valer 10, cayendo, por tanto, un 90%. La caída de

todo el sector financiero en su conjunto –el sector bancario para ser exactos– es superior a la de la construcción. Desde marzo aproximadamente, su valor se ha triplicado, y estamos en un 30% del valor inicial. Lo mismo tenemos en Europa, donde los valores bancarios no cayeron hasta 10, sino hasta 16, que tampoco está mal como caída, pero se han recuperado y están ahora a nivel de 40 sobre 100, en enero de 2007. Y en España sucede lo mismo: valorando el sector bancario otra vez en 100 en enero de 2007 llegó a valer algo menos de 30, cayendo, por tanto, casi un 70% desde sus cotizaciones máximas. Se

han recuperado de una manera importante en los últimos meses y ya estamos a un nivel de 60, habiendo duplicado su precio, su capitalización desde mínimos. Por lo tanto, existe una recuperación de las bolsas. ¿Hay que ver si se consolidan las recuperaciones? Sí, eso llevamos diciendo desde hace mes y medio. Llevamos mes y medio pensando: «A ver si se consolida esta recuperación porque no hay ninguna razón para ella...», pero ahí está la recuperación bursátil. Por lo tanto, yo creo que, al menos, si yo fuera chartista, diría que hay clarísimamente un cambio de tendencia y que tenemos un canal alcista. Pero, en fin, eso se lo dejo a los que les gusta esto, aunque es también mi humildísima opinión.

Otro elemento: el repunte de las materias primas. ¿Por qué crecen las materias primas en

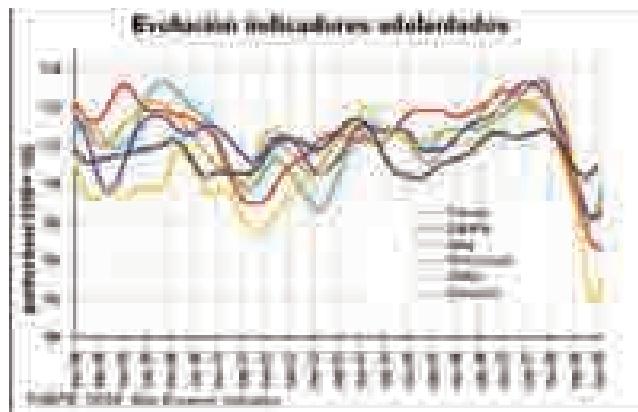


Gráfico 19

plena crisis productiva? Esta es una pregunta importante. Porque no solamente es que el petróleo, que al fin y al cabo está controlado por un cártel, la OPEP, reduce la producción y por lo tanto puede controlar de alguna manera los precios. Todo sugiere que la estabilidad de precios se debe a que la caída ha tocado suelo y hay clarísimamente un pequeño repunte. Y ¿por qué repuntan las materias

primas? Puede haber expectativas, pero no solamente hay expectativas; hay aumentos de demanda en algunas materias primas importantes, que es lo que justificaría el crecimiento de los precios. Y además, en un contexto de

Pero el crudo sería quizá el ejemplo paradigmático. El crudo, el Brent, que estuvo por encima de 140 dólares, cayó hasta a 30 dólares el barril. Tras el reciente aumento, está en torno a los 60, de modo que su precio se ha doblado. Hasta tal punto el tema se ha recuperado que el propio Fondo Monetario Internacional empezó a alertar de que a lo mejor esta recuperación incipiente tan excesiva podría poner una traba adicional a la recuperación del crecimiento de los países industrializados, lo que parece probable (gráfico 20).

Por lo tanto, ahí tenemos ya una evolución de las materias primas importantes. El crudo no

es la única materia prima; tenemos, por ejemplo, el cobre. El cobre (muy vinculado al sector industrial, muy vinculado a temas como conducciones, construcciones eléctricas, etc.) tocó suelo aproximadamente en diciembre, con un precio de 3.000 euros/tonelada, y en este momento está a 4.500 euros/tonelada; desde 3.000 hasta 4.500 euros/tonelada es un aumento del 50% en el precio del cobre y no da la sensación de que vaya a bajar y de que sea un repunte transitorio. Estos últimos datos son de abril, por lo tanto, el precio del cobre lleva cinco meses de subida. ¿Puede volver a caer? Sí, puede volver a caer, pero lo razonable, lo previsible, es que mantenga esa tendencia o por lo menos se estabilice. ¿Es suficiente esto para decir que la coyuntura internacional ha cambiado? Lo que nos dicen los datos es que la crisis ha tocado suelo y que hay atisbos de cierta recuperación. Es cierto que no todos los datos dicen eso: el mercado de trabajo va mal, tanto el índice de producción industrial como las exportaciones están cayendo, como ya he dicho, pero no están todas las variables en caída libre como parecían estar desde aproximadamente septiembre del año pasado hasta marzo de este año. Eso ya no se ve: los mercados financieros se van normalizando, algunos comportamientos de materias primas, la Bolsa, etc. etc. se van normalizando. Hay alguna variable que ofrece resistencias, y ese es el punto siempre de inflexión que los economistas estudiamos cuando se produce

un cambio. Tampoco quiere decir con este cambio que la recuperación esté a la vuelta de la esquina; simplemente los datos quieren decir que se ha tocado suelo y que la recuperación está en su camino.

¿Cuándo estaremos en crecimientos positivos a nivel mundial? El año que viene recuperaremos crecimientos positivos a nivel mundial, si todas las cosas siguen sus pautas normales, aunque la normalidad no siempre se cumple.

Por lo tanto, ¿es para ser optimistas? Por lo menos se ha tocado suelo, aparentemente. ¿Tendremos otros proble-

mas después en el futuro? Seguro. ¿Cómo va a ser la recuperación, en qué sectores se va a manifestar, con qué intensidad? ¿Cómo se va a comportar el multiplicador monetario cuando se normalicen las circunstancias? ¿Pasaremos de un programa de deflación a un programa de inflación en poco tiempo? ¿Qué va a pasar? Pero estos son problemas que aunque importantes, dejaremos para 2010, que bastantes problemas tenemos con 2009. Esto es lo que quería adelantarles: algún aspecto económico sí que se ve un poco mejor.



Gráfico 20

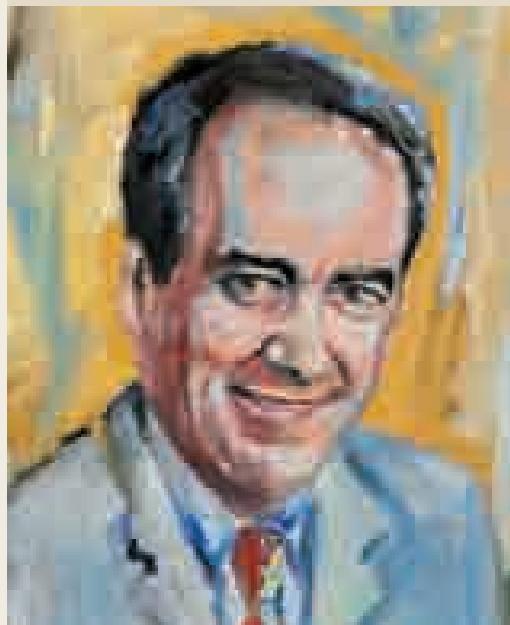
Gráfico 20

Este gráfico ilustra la tendencia general del precio del barril de crudo Brent. Se observa una recuperación significativa desde el fondo de la crisis, que se produjo en junio de 2009, cuando el precio tocó un mínimo de alrededor de 30 dólares. Desde entonces, el precio ha fluctuado entre 50 y 70 dólares, lo que indica una recuperación moderada pero estable. Aunque el gráfico muestra una tendencia general ascendente, es importante recordar que existen muchos factores que influyen en el precio del petróleo, como la demanda global, los conflictos geopolíticos y las fluctuaciones en el mercado financiero.

José Manuel González-Páramo

José Manuel González-Páramo es uno de los seis miembros –y único español– que forma parte del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo desde junio de 2004. Hasta esa fecha era miembro de la Comisión Ejecutiva del Banco de España. En su larga trayectoria profesional ha realizado funciones consultivas y actividades de investigación, entre otras en las siguientes instituciones: Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Comisión Europea.

González-Páramo es Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense, Madrid, y Ph.D. en Economía, Columbia University, Nueva York. Desde 1988 es Catedrático de Economía Pública en la Universidad Complutense.



BEYOND THE FINANCIAL CRISIS

SOME ISSUES ON THE FUTURE OF CENTRAL BANKING

Por José Manuel González-Páramo
Miembro del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo

Para José Manuel González-Páramo, la confusión financiera, que comenzó en el verano de 2007, se ha convertido con el tiempo en una de las crisis más perjudiciales que el mundo ha experimentado en muchas décadas. Por este motivo, las autoridades han emprendido intervenciones en campos claves de la política, política monetaria y política fiscal, sin precedentes en número y escala. Además, muchas iniciativas han sido emprendidas para corregir las debilidades en el marco regulador y supervisor. Para el conferenciante sería muy difícil predecir en qué momento volverán a la normalidad las economías; cuando esto finalmente pase, asegura, el mundo parecerá diferente en muchos aspectos.

Oviedo, 19 de junio de 2009

1. INTRODUCTION

WE ARE CURRENTLY EXPERIENCING one of the deepest and most complex crises witnessed by the world for many decades. The turmoil stemming from a relatively small segment of the US mortgage market (the sub-prime segment) has developed over time into a global crisis affecting a number of economies and markets all over the world. The global di-

mension of the crisis as well as its complexity have posed a number of challenges for policy makers, forcing them to introduce exceptional measures and use innovative modalities of intervention.

In particular, increasing awareness that the current crisis has the potential to jeopardise

systemic financial stability and undermine macroeconomic stability worldwide has led to public authorities developing a common understanding of the causes of the crisis and of the concerted actions needed to address them. Thus, a high degree of cooperation among public authorities both at national and international level has become a hallmark of public interventions throughout the current crisis.

A highly symbolic episode of international policy cooperation during the crisis was the announcement of a coordinated interest rate cut by the ECB and five other major central banks (the Bank of Canada, the Bank of England, the Federal Reserve, Sveriges Riksbank and the Swiss National Bank) in October 2008. This coordinated interest rate cut was unprecedented by historical standards and was interpreted as a sign of the strong commitment of the international central banking community to addressing the macroeconomic implications of the financial market turmoil.

International cooperation among central banks has also been remarkable in the area of liquidity management. First, through enhanced information sharing and collective monitoring of market developments and, later on, by means of coordinated steps to provide liquidity, central banks have cooperated from the start of the crisis to guarantee the smooth functioning of global money markets and provide support to the international banking system. The first initiative in this direction was the agreement in December 2007 between the Eurosystem and the US Federal Reserve to grant loans in US dollars to euro area counterparties in connection with the Fed's Term Auction Facility.

The need to strengthen liquidity provision in

order to address the global liquidity squeeze and ease pressures in international money markets has also led to central banks adjusting their operational frameworks in order to increase their effectiveness and expanding their ability to reach markets under stress. This has resulted in a certain degree of international convergence of the operational frameworks. As part of the adjustments to their operational frameworks, some central banks have extended lending to institutions other than depository banks, including non-bank financial institutions and even directly to the real sector.

Direct lending to the real sector represents a significant deviation from the traditional central banking practice of using banks as the main channel of transmission of central bank liquidity. But this is not the only area in which the crisis has prompted central bankers to reconsider their existing practices. The issue of the optimal response of monetary policy to asset price bubbles is also being re-examined, with the prevailing view –postulating that a central bank's policy interest rate is too blunt an instrument to address bubbles– coming under much stricter scrutiny that it has been subjected to in the past decade.

Finally, the need to strengthen the role of central banks in preserving financial stability has also become the focus of the policy debate as efforts are made to address the causes of the crisis. The recognition that market failures as well as regulatory and supervisory deficiencies are at the root of the crisis has prompted the relevant public and private fora to make significant efforts to identify weaknesses in the international financial sector and develop measures to restore its smooth functioning. In the case of Europe, there is increasing concern that the current prudential framework



based on national regulatory and supervisory regimes cannot address the many challenges arising from the activities of large, complex and highly interdependent financial institutions operating across borders.

To sum up, the current crisis is likely to bring important changes for the future of the economic and financial systems in which we live. These include changes in the nature of the relationship and degree of coordination among the different policies and public authorities, revisions to the regulatory and supervisory domains as well as reforms of the international financial architecture. Therefore, we are likely to witness a number of institutional changes that will bring about a new environment for policy-making in a number of areas related to central banking.

2. A NEW ENVIRONMENT FOR CENTRAL BANKING?

I should like to share with you some thoughts on this potential new environment. In order to do so, I will organise my intervention around six specific issues among those that in my view deserve particular attention:

1. Should we increase policy coordination at the domestic level?
2. Should there be more international monetary policy coordination?
3. Should we see more international convergence in liquidity frameworks?
4. Should central banks increase direct lending to the real economy?
5. Should asset prices being given more weight in monetary policy considerations?
6. Should central banks be more involved in supervision?

2.1 More domestic policy coordination?

As we have seen, policy responses both at the global and the European level have been characterised by an increasing degree of coordination. A natural question, therefore, seems to be whether in the future greater policy coordination at the level of the euro area or the EU should be warranted. Given the existence of the single currency in the euro area, I will first focus on the coordination among national fiscal policies.

On the fiscal side, a key challenge for the future is to prevent the financial crisis from eventually undermining the sustainability and credibility of public finances. What can

we do to prevent this from happening? At this point, let me reiterate that the Stability and Growth Pact already provides a coordination device for fiscal policies and, in particular, provides peer pressure mechanisms for sound and sustainable public finances. It provides the appropriate framework for the conduct and coordination of fiscal policies in good times and also in bad times.

The challenge at times of crisis is, thus, to use this existing mechanism to the best effect. To

put it rather bluntly, we should not tinker with the keel just because the wind is strong; the Pact is already flexible enough to allow room for the policy to adjust without undermining the foundations for a sustainable path. Indeed, EU countries are already facing considerable long-term challenges from the costs associated with population ageing

that should be borne in mind when considering short-term demand policies. If the starting position is less strong, an inappropriate short-term response may make us literally “age faster” by exposing even more strongly the need for adjustments to cope with the long-term challenges. Countries with large deficit and/or debt levels may be particularly



vulnerable in this regard.

Unfortunately, many euro area countries entered the financial crisis and the economic downturn with unnecessarily weak fiscal balances, having missed the opportunity presented by past years’ revenue windfalls to consolidate their budgets. While this is never a popular message even in normal times, it still deserves mention so that the mistakes can be avoided once the crisis has passed. Indeed, one of the fiscal policy errors prior to

and including 2000-2001 was to mistakenly interpret budgetary improvements in good times as evidence of structural improvements, which were often used to motivate spending increases or tax cuts.

On a positive note, we can say that while compliance with the Stability and Growth Pact¹ during its first ten years has been somewhat uneven, the EU's overall fiscal performance in terms of avoiding high budget deficits and the build-up of government debt was much better than in the decades preceding the Pact. Indeed, some of the EU countries that comply with the Stability and Growth Pact can now take advantage of their relatively large automatic stabilisers to do much of the work. These accomplishments should be a guiding beacon. Sound fiscal policies with a strong keel provide the basis for stability and the necessary conditions for good long-term growth in the challenging seas ahead.

One additional dimension of policy coordination in the euro area is that between the single monetary policy and the national fiscal policies of the Member States. In this

respect, the institutional set-up of European Monetary Union consists of a clear and efficient assignment of objectives and instruments to the different authorities, together with a strict division of responsibilities. The ECB must focus on its primary mandate of delivering medium-term price stability under conditions of full independence. Fiscal policy must focus on its traditional objectives related to allocation, redistribution and stabilisation (to varying extents), while contributing to maintaining an environment of macroeconomic stability.

On the fiscal side, a key challenge for the future is to prevent the financial crisis from eventually undermining the sustainability and credibility of public finances.

What can we do to prevent this from happening?

views and information among the different authorities is welcome if it enhances a common understanding of desirable objectives and strategies to pursue them.

However, there cannot be any scope for active ex-ante coordination of fiscal and monetary policies. Indeed, a commitment to ex-ante coordination between fiscal and monetary

¹ See the article entitled "Ten years of the Stability and Growth Pact", ECB Monthly Bulletin, October 2008.

policies may blur the responsibilities of the various authorities at the expense of accountability, and may ultimately reduce their incentives to pursue their objectives. Thus, the current macroeconomic policy framework in the euro area based on a separation of responsibilities is the most appropriate to ensure sustained and non-inflationary economic growth.

2.2 More international monetary policy coordination?

While cooperation in the field of liquidity management on an unprecedented scale has been certainly one of the hallmarks of public responses to the current turmoil, another example without precedents of central

bank coordination was the decision by the ECB and five other major central banks to ease global monetary conditions on 8 October 2008. Commentators and observers have wondered whether this concerted policy decision may be the beginning of a new era of increased international monetary policy coordination in response to economic and financial globalisation.

It is important to stress that this coordinated interest rate cut was taken in a specific context

and with a specific objective. There was extraordinary uncertainty at the time about the economic outlook and strong evidence that upside risks to price stability had diminished at the global level. The coordinated cut addressed the need to respond to a common shock that was being transmitted around the globe almost simultaneously. Through the joint communication, the international central banking community provided a signal of its strong commitment to responding to the macroeconomic implications of the financial market turmoil.



There is no doubt that over the past three decades the trade, economic and financial linkages among the different regions of the world have grown tighter, and of course policy-makers take this into account in the design of their policies. However, when talking about international policy coordination, it is important to define clearly what we mean. Policy coordination does not mean, of course, that all central banks need to adopt the same policy stance for the entire world, and certainly it cannot be a surrogate for domestic macroeconomic prudence nor weaken the commitment of each central bank to its institutional objective.

The ECB's monetary policy strategy that may provide a suitable framework to implement a "leaning against the wind" approach

Indeed, differences in cyclical positions, structures of the economies (e.g. in terms of market rigidities and frictions, sectoral leverage, financial systems, etc.), monetary policy institutional frameworks as well as shocks hitting the economy almost necessarily lead to differences in deciding the appropriate monetary policy stance. Thus, systematic monetary policy coordination may eventually come at the cost of weakening a central bank's commitment to its institutional objective.

For central banks, international policy coordination is better understood as the continuous cooperation and exchange of information at both staff and decision-making levels, shared experienced and mutual understanding and trust, which very much lies on the consensus among central banks that monetary policies geared towards domestic price stability, sound public finances and flexible economic structures do create the conditions for long-term economic growth and financial stability.

2.3 More international convergence in liquidity frameworks?

Since August 2007 central banks have responded in a variety of ways to the financial market disruptions, reflecting differences in the extent to which markets have been hit by the turbulences, and differences in

the design of their operational frameworks. However, in general all major central banks stepped up their intermediation role with a view to addressing the liquidity squeeze and, in doing so, they showed a certain degree of convergence in operating procedures.

In particular, central banks:

- Pursued more active reserve management, reassuring banks of their orderly access to overnight funds and increasing the frequency of their operations.
- Increased the supply of funds (notably long-term); expanded to varying degrees the definition of collateral accepted in collateralised lending operations; provided access to collateralised lending to a large number of counterparties.
- Adapted tender procedures for open market operations in the direction of price rather than quantity-based schemes, akin to those used for standing facilities.
- As the turbulence developed, central banks strengthened their cooperation through enhanced communication and collective market monitoring and coordinated actions to provide liquidity. In this respect, a significant number of swap lines between central banks have been set up to facilitate the distribution of foreign currency liquidity to domestic counterparties.

Overall, one lesson we can draw from the turmoil is that there are certain key operational features that facilitate the implementation of monetary policy under stress. In particular,

central banks are better positioned to distribute reserves effectively –when the interbank lending is impaired– if they are capable of providing access to collateralised lending operations on a large scale to a wide set of counterparties and against a broad range of collateral.

Yet, a very important issue, on which I myself have no clear answer, is how –not so much whether but rather how– this convergence in the understanding of the “optimal” features of the operational framework under stress, should be reflected by the design of the operational framework in the steady state. For this, we need, in particular, to develop a better understanding of the optimal mix between private market and central bank intermediation and we need to carefully liaise with supervisory bodies.

I should clarify that when I say “optimal” in this context, I do not mean “uniform”. To the extent that monetary policy strategies, central banks’ status *vis-à-vis* governments, and certain specific features of domestic financial systems persist, the optimal liquidity frameworks of each country or monetary union should reflect such country or area-specific factors.

2.4 More scope for direct lending to the real economy?

An additional issue that has come to the fore during the present crisis, especially in the last few months, concerns the extent to which central banks may engage in direct lending to the real economy. This is not a purely theoretical subject, as the recent establishment by the Federal Reserve System of several liquidity facilities directed to non-banks shows (for instance, those directed to money market

funds and issuers of commercial paper).

In principle, the scope for direct lending by the central bank to the real economy should depend on the extent to which the malfunctioning of the money and credit markets distorts bank lending and prevents aggregate households and businesses from obtaining credit. In that sense, some central banks have decided to bypass the banking system and start lending to households and firms directly for the sake of preserving the orderly functioning of the economy.

In practice, even abstracting from possible legal constraints (e.g. prohibition of monetary financing to the state in the European Monetary Union), there are several issues that central banks must consider before deciding on the appropriateness for their “own” economies of providing direct financing to the real sector. I stress the term “own” because this is one of those cases in which there is no unique answer. Whether or not a central bank engages in direct lending will very much depend on a number of considerations referring to structural features of the economy, the gravity of the crisis, the state of the financial system and a number of institutional factors, notably those governing the relationship between the central bank and the government.

For instance, one apparently straightforward observation is that the need to provide direct credit to the economy at times of dysfunctions in banking activity is likely to depend on the relative importance of the banking sector for financial intermediation. Following this argument, one may argue that in a bank-based economy there may be relatively less need to provide credit to agents other than banks than in a market-based economy. Indeed, by focusing on providing support to the ban-



king sector, the central bank may increase its chances of sustaining the economy as a whole. However, under extreme circumstances (notably, when the banking sector is no longer able to fulfil its institutional role as the main engine of financial intermediation), a central bank may reach the opposite conclusion: exactly because of the banking sector's predominance in financial intermediation, its dysfunctional state might prompt a central bank to intervene before the entire economy comes to a halt.

If so, the central bank will need to decide which sectors to target. Once again, this is not an easy choice. It may imply the need for the central bank to take decisions on the optimal allocation of resources in the economy which, historical experience shows, are better left to the private sector.

Other concerns may relate to the risk of po-

litical pressure and government interference, especially if the scale of the financing programme requires support from the Treasury. If financing is ensured through the expansion of the central bank's liabilities, this may give rise to more general concerns about the fiscal costs of actions taken by the monetary authority². Finally, but related to the previous arguments, direct lending to the real economy may imply an increase in the financial risks taken by the central bank, potentially exposing the latter to risks to its financial independence and, ultimately, to its institutional independence.

The purpose of these remarks is certainly not to suggest that central banks should abstain from direct lending to the real sector, but rather to point out that the number of aspects to consider before doing so are so many and of such complexity that no central bank would ever take such a decision with a light

² See Cukierman, A. (2006), "Central bank finances and independence – How much capital should a central bank have?", in M. Blejer and S. Milton (eds.), *The Capital Needs of Central Banks*, Bank of England Press.

An alternative approach consists of “leaning against the wind”. According to this approach, monetary policy should be conducted in a “symmetric” manner over the financial cycle

heart. This is why, before embarking on such a policy, some central banks may prefer to provide indirect support (i.e. through banks) to the real economy.

Based on the considerations, the Eurosystem has chosen to make full use of the possibilities provided by its operational framework to support the economy, using the banking sector as an intermediary agent. Indeed, the euro area’s financial system is still predominantly bank-based, despite significant changes in the area’s financial landscape in recent decades (as a result of a number of structural developments, including the introduction of the euro). Just to illustrate this point, in 2007 aggregate bank lending to the private sector amounted to 145% of GDP in the euro area, compared with 63% in the US. By contrast, the ratio of outstanding debt securities issued by the euro area private sector relative to GDP (81%) was less than half than in the US.

Thus, banks play such a dominant role in the euro area economy that, guaranteeing steady access to credit for households and companies in the euro area to a large extent means preserving the viability of the banking system. The Eurosystem does so by providing banks with unlimited access at fixed rates to its refinancing operations (of course, against adequate collateral).

More recently, the Eurosystem has announced plans to purchase euro-denominated covered bonds issued in the euro area to provi-

de further support to credit provision by the banking sector. These purchases will target an important segment of the private securities market, which has been particularly affected by the financial market turbulence and will contribute to achieve the objective of maintaining the availability of credit for households and companies at accessible rates.

2.5 More weight given to asset prices in monetary policy?

Another interesting debate that has gained –for obvious reasons– renewed interest and strength over the past year is the role that asset prices should take in the monetary policy design. Indeed, as we are experiencing at present, large volatility in asset prices can jeopardise the stability of the financial system and potentially undermine macroeconomic stability. The repetition of boom-bust cycles and the potentially very high costs for macroeconomic stability associated with the typically abrupt reversal of asset price bubbles beg the question: should monetary policy give more weight to asset prices?

There are various arguments that must be carefully weighed in order to answer this question. First, we know that bubbles are extremely difficult to identify in real time. Assessing whether or not asset prices are being driven by fundamentals is surrounded with so much uncertainty –perhaps sometimes uncertainty in the “Knighitian” sense– that



central banks should refrain from targeting asset prices. Moreover, some hold the view that, while monetary policy actions can influence asset price developments, the magnitude of the swings in policy rates that would be needed to curb boom and bust cycles in asset prices at times of “irrational exuberance” could be so large as to have adverse implications for macroeconomic stability in the short term³.

Based on these arguments, which are broadly shared in the central banking and academic community, one policy view (perhaps, the predominant view in the past years) postulates that it is better to wait for the bubble to burst on its own and then ease monetary policy aggressively to provide support to the

banking system and to the economy. This is the so-called “mop up after” approach. In this case, sharp monetary policy easing after the bursting of the bubble is supportive of both price stability and financial stability, though at the possible expense of creating moral hazard and excessive risk-taking in future boom times.

An alternative approach consists of “leaning against the wind”. According to this approach, monetary policy should be conducted in a “symmetric” manner over the financial cycle. In other words, it should be accommodative at a time of falling asset prices, but restrictive during a financial market boom. For instance, the central bank should conduct a slightly tighter monetary policy than warranted by

³ See Papademos (2009) for a review of recent arguments challenging the view that monetary policy is too blunt a tool to lean “against the wind” (“Monetary policy and the ‘Great Crisis’: Lessons and challenges”, Speech at the 37th Economics Conference “Beyond the Crisis: Economic Policy in a New Macroeconomic Environment”, Vienna).

its price stability objective, when the build-up of a potentially detrimental asset price boom is identified. By doing so, the central bank would buy insurance against the risk of a harmful asset boom-bust cycle, with its potential costs in terms of macroeconomic and financial stability.

The main argument against this approach is that the insurance premium associated with such policy may be excessively high. In fact, a contractionary policy response to asset price increases may end up destabilising the economy if the asset price revaluation is driven by fundamentals. This risk is related to the difficulty that I have just mentioned concerning the identification of asset price misalignments in real time. This risk, however, should not act as a perfect alibi for policy inaction. As the recent literature on early indicators⁴ started by researchers at the BIS shows, there are indicators based on money and credit developments that can provide guidance on the nature and the consequences of extraordinary asset price developments, and thereby help to define the need for policy action.

As the current financial crisis illustrates, the macroeconomic costs of financial instability and the challenges that it poses for the maintenance of price stability provide support to the case for a flexible “leaning against the wind” strategy. More generally, a lesson from the current crisis seems to be that central banks should assign a greater role to asset prices in monetary policy considerations and

The ECB’s monetary policy strategy that may provide a suitable framework to implement a “leaning against the wind” approach

should aim to pre-empt the emergence of asset price bubbles.

How can one implement such a policy approach in practice? The answer very much depends on the monetary policy framework specifically adopted by a central bank. Central banks following inflation targeting, the most commonly adopted strategy among developing and emerging countries, may find it relatively difficult to make this approach fit in their policy framework. Indeed, inflation targeters tend to concentrate on the pursuit of price stability at specific horizons and generally assign low weight to the need to monitor asset prices or other indicators (notably, monetary and credit variables) that may signal the building up of financial imbalances⁵. In response to these concerns, some inflation targeters have specified further information, not included in macroeconomic forecasts, which should be taken into account in order to formulate monetary policy decisions. Such information includes, *inter alia*, the monitoring of credit and property price conditions. In addition, some inflation targeting

⁴ See for instance Detken, C. and F. Smets (2004), “Asset Price Booms and Monetary Policy”, ECB Working Paper, No. 364; and Alessi, L. and C. Detken (2009), “‘Real time’ early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: A role for global liquidity”, presented at the EABCN and CREI Conference on Business Cycle Developments, Financial Fragility, Housing and Commodity Prices, Barcelona, 21-23 November 2008.

⁵ Christiano et al. (2008) show in a recent paper that in a closed economy, the application of inflation targeting in a context of a rising bubble might lead to the policy stance actually encouraging the growth of asset price bubbles (see Christiano, L., C. Ilut, R. Motto and M. Rostagno (2008), “Monetary policy and stock market boom-bust cycles”, ECB Working Papers No. 955. October).

central banks have relaxed the strict focus on a specific forecast horizon for monetary policy, by explicitly referring to a “medium term” horizon or by enlarging the horizon of their macroeconomic projections, also to take into account challenges stemming from asset price developments.

I should like to stress that the ECB’s two-pillar monetary policy strategy is well suited to cope with the challenges brought about by asset price developments⁶. More precisely, there are two features of the ECB’s monetary policy strategy that may provide a suitable framework to implement a “leaning against the wind” approach:

- First, the ECB’s definition of price stability objective –an inflation rate below, but close to, 2% in the medium term– allows the conduct of a more restrictive monetary policy during a period of booming asset prices, even in an environment of relatively subdued inflationary pressures. In this case, “leaning against the wind” would likely result in lower inflation over the short term, but would be expected to be more effective in maintaining price stability over the longer term, by helping to prevent the materialisation of deflation risks when the asset bubble bursts.

- Second, the ECB’s analysis of monetary and credit developments⁷ aimed at identifying longer-term inflation risks can also provide signals of growing financial imbalances, which could in principle be used to implement a policy of “leaning against the wind”. This is because there is a close link between monetary and credit developments and evolving imbalances in asset and credit markets⁸. By exploiting this link, our monetary analysis (consisting of a comprehensive assessment of liquidity and credit conditions) may provide early information on developing asset price imbalances and, therefore, allow for a timely response to the implied risks to price and financial stability.

Thus, the ECB’s two-pillar strategy may represent a practical way of mimicking the “leaning against the wind” approach.

2.6 More central bank involvement in supervision?

The recent financial market crisis has also highlighted the important role that central banks play in safeguarding financial stability and the need to increase interaction between

⁶ See also the April 2005 ECB Monthly Bulletin article entitled, “Asset Price Bubbles and Monetary Policy and Trichet, J.C. (2005), “Asset Price Bubbles and Monetary Policy”, Speech at the Mas Lecture, Singapore.

⁷ For a description of the role of the monetary pillar in ECB’s policy-making see Issing et al. (2001), *Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge: CUP; Issing et al. (eds.), *Background Studies for the ECB’s Evaluation of its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt: ECB; and ECB (2004), “Monetary Analysis in Real Time”, *Monthly Bulletin* October, pp. 43-63.

⁸ See for instance Adalid, R. and C. Detken (2007), “Liquidity Shocks and Asset Price Boom/Bust Cycles”, ECB Working Paper, No. 732; Christiano, L., R. Motto and M. Rostagno (2008), “Monetary Policy and Stock Market Boom-Bust Cycles”, ECB Working Paper, No. 955; Detken and Smets, cit.; and Goodhart, C. and B. Hofmann (2008), “House Prices, Money, Credit and the Macro-economy”, ECB Working Paper Series, No. 888.

central banks and banking supervisors. This need for increased interaction, also identified by the Financial Stability Board (FSB) in one of its recommendations, would further support and enhance the central banks' role in financial stability assessments, crisis management and resolution, and liquidity provision.

First, with regard to financial stability assessment: central banks can benefit from extended access to supervisory information especially in relation to systemically relevant institutions, in order to identify risks and vulnerabilities for the financial system as a whole in a more efficient way. In this context, the FSB and the International Monetary Fund are already intensifying their cooperation with a view to enhancing the assessment of financial stability risks on a global scale, while in the EU the same is valid for the Banking Supervision Committee and the Committee of European Banking Supervisors. These efforts should also be mirrored at the national and regional levels, through the intensification of the cooperation and exchange of information between central banks and supervisory authorities for an overall better monitoring and assessment of risks to the financial system. The other side of this coin relates to the issue of incorporating the outcome of the financial stability risk analysis into policy action in the field of supervision, which also needs to be reinforced.

Second, in the area of crisis management and resolution: the global nature of financial markets and the increased interlinkages between markets and institutions requires competent financial authorities, central banks, supervisors and ministries of finance to strengthen their coordination mechanisms for the management of crisis involving cross-border financial institutions. In the EU, an important

milestone has been reached with the Memorandum of Understanding (MoU) signed by the competent authorities of all Member States in June 2008. This MoU establishes common principles, procedures and terminology to be used by all parties involved in a cross-border crisis.

Third, in relation to liquidity provision: in order to maintain stable money markets, central banks would benefit from enhanced access to supervisory information, including liquidity stress-testing and contingency funding plans of banks. At the same time, supervisors would benefit from information available at central banks, such as banks' bidding behaviour.

Overall, while the need for enhanced interaction between central banks and supervisory authorities is widely acknowledged, recent events have called into question whether improved interaction in cooperation suffices. In this context, the debate has recently turned towards the future supervisory architecture. In particular, the financial crisis has underscored the urgency of reviewing the EU supervisory framework, which is still based on national responsibilities against the background of increased financial market integration and the growing role of large cross-border financial institutions.

In response to these concerns, a High Level Group was set up under the chairmanship of Mr Jacques de Larosière with the mandate to examine the allocation of tasks between the national and the European level. The final report of the group, published last February, includes a number of proposals to strengthen both macro- and micro-supervisory arrangements in Europe.

As regards the arrangements for macro-pru-



dential supervision, the De Larosière report proposes to establish a European Systemic Risk Board under the auspices of the ECB, which should substantially improve the assessment of systemic risks to financial stability at the EU level. By assigning a strong role to central banks, and particularly to the ECB, the report recognises that these institutions should play a leading role in macro-prudential supervision.

However, in order for the new Board to perform its tasks in an optimal manner, it is important that three key requirements are fulfilled:

- First, the ECB must have timely access to all relevant information, including that concerning individual institutions.
- Second, risk warnings from the new Council should be translated into effective policy action.
- And third, the new Council must have a solid institutional and legal basis in order to ensure independence and effectiveness of its decision-making processes.

3. Concluding remarks

The financial turmoil, which began in the summer of 2007, has developed over time into one of the most disruptive crises that the world has experienced in many decades. This is why, from the start of the turmoil, public authorities have undertaken interventions in key policy fields, including liquidity management, monetary policy and fiscal policy, which are unprecedented by number and scale. In addition, many initiatives have been undertaken to address weaknesses in

The financial turmoil, which began in the summer of 2007, has developed over time into one of the most disruptive crises that the world has experienced in many decades

the regulatory and supervisory framework in order to provide sounder foundations to our financial systems.

Despite our best efforts, we cannot yet see the light at the end of the tunnel and key financial markets and economic sectors remain under stress. It would be very difficult to predict when exactly our economies will return to normality, but I would be prepared to bet that, when this finally happens, the world will look different in many respects.

In this speech I have focused on six specific areas of relevance for central banks that are, to a varying extent, in a state of flux. They may all lead to changes in the environment in which central banks operate. By increasing our efforts to draw the right lessons from the crisis and implementing the necessary reforms, especially in the regulatory and supervisory frameworks, we can make sure that in the future the environment surrounding central banks will not be just different, but also more conducive to price and financial stability.

Te invitamos a nuestra web fundacionareces.es

ESCUCHA

las conferencias de prestigiosos expertos en todas las áreas del conocimiento.

DESCARGA

nuestras publicaciones (libros, monografías, revistas).

ACCEDE

a nuestros proyectos de investigación científica.

CONOCE

nuestra agenda de actividades de las Ciencias de la Vida y de la Materia, de las Ciencias Sociales y de las Humanidades.

INFÓRMATE

sobre nuestras becas y ayudas a la investigación.

REGÍSTRATE

en nuestros eventos.

fundacionareces.es

Impulsando el conocimiento

www.fundacionareces.es

