

Es imposible hablar de la situación económica y de qué podemos hacer sin recordar que hace más de año y medio que comenzó la crisis. Los debates han sido numerosos, pero hay algunas cuestiones que no provocan discusión porque están ya cerradas. Por ejemplo, nadie duda hoy de que esta crisis tan intensa, en la que ha desaparecido un mercado, el de tipos inmobiliarios, los gobiernos deben intervenir. Esto es algo tan asumido que las primas de riesgo han subido y ya no van a bajar a corto plazo al nivel previo a la crisis. Los gobiernos deben intervenir porque el mercado no existe y, si no existe, mal se puede ajustar, porque no existe.

Hemos acabado de una forma curiosa el debate sobre la inflación, que fue un debate americano y europeo, pero sobretodo en Europa, debatíamos hace un año que la inflación podía ser un problema, que podían darse los *second round effects*, es decir, que podía trasladarse a salarios, a coste, y de aquí a la inflación de nuevo. El Banco Europeo subió los tipos de interés en julio y, lo que es peor, endureciendo el colateral en septiembre, era imposible descontar en el Banco Central. Ese debate acabó, el BCE tiene los tipos en niveles muy bajos, en el 1'5, probablemente los bajará más, de aquí a julio, por lo tanto es un debate inexistente. Hemos pasado, ahora a la preocupación por la deflación. No deja de ser curioso que hace nueve meses la preocupación fuese la inflación y ahora la deflación. No creo que lo preocupante sea lo anterior ni el debate actual, que siempre nos lleva a pensar en el Japón de los 90.

La tercera cuestión cerrada es que nadie duda de que la crisis vaya a tener un impacto sobre la actividad económica global. No sólo sobre las economías desarrolladas, se había asumido en septiembre, sino también sobre las economías en desarrollo. Algunas todavía no lo asumen pero diría que los expertos y las instituciones ya lo han asumido porque esto es una crisis financiera y el contagio financiero es inevitable. Cuando uno lee que las exportaciones chinas han caído un 28 % en febrero, defender que esto no va afectar a China, que tiene un modelo de crecimiento basado en las exportaciones, sería un poco difícil de aceptar. En Japón, con cifras del último trimestre del año, las exportaciones cayeron un 42'6 %. Japón tiene poco que ver con las hipotecas, hasta los ricos en Japón tienen las casas de rico más pequeñas del mundo. Todo el mundo piensa en Japón por el tema de la deflación. En la gran depresión también hubo una gran caída de precios, por eso, cuando leo análisis simplistas de comparación de bolsa en el tiempo, pienso, ¿será posible que no descuenten que los precios al consumo habían caído un 20% y un 40% y que el índice bursátil, si no lo corriges, en términos reales no tendría sentido? Y, cuando lo corriges, resulta que la recuperación de las bolsas, en los años 30 no duró tanto tiempo como 8 o 9 años. Duró menos tiempo, en términos reales, que es lo que nos interesa. Lo otro no sabemos qué es. En un mundo en el que los precios han caído un 20% y un 40%, ¿qué significa que el Standard & Poors esté en un 380? Tenemos que corregirlo.

Evidentemente, el mundo va a crecer poco este año, sólo unas décimas. Estados Unidos sabe que va a tener un crecimiento negativo, yo lo estimo en el día de hoy en -1'5%, porque creo que todavía es posible que antes del verano la economía americana retome un dinamismo que no tiene ahora, ha tocado fondo. Europa, en ese entorno, piensen en -2'5%. Y otras regiones del mundo también van a crecer poco. En Latinoamérica se creyeron que no les afectaría, pero va a tener un crecimiento nulo: algunos países con crecimiento negativo. Y Asia crecerá por debajo del 5%. Eso nos lleva a un crecimiento mundial de apenas unas décimas.

¿Cuáles son las principales incertidumbres? Dos. La primera, si por fin la banca norteamericana será capaz de cerrar este año sus principales problemas. Y la segunda, la capacidad que tendrán los planes económicos puestos en marcha para estabilizar las principales economías y frenar la crisis. En este entorno, la economía española, que ya había iniciado su desaceleración después de haber alcanzado un máximo cíclico en el primer trimestre de 2007, y que tenía algunas peculiaridades, como el ajuste del sector inmobiliario que fue muy brusco, también provocado por la presión mediática

anglosajona, inició su desaceleración, fue suave al principio pero luego, durante el tercero y cuarto trimestre fue muy intensa, hasta el punto de que, como en las otras economías europeas que han entrado en recesión, el ajuste está siendo, desde mi punto de vista muy duro en este trimestre. No me gusta dar números pero podemos pensar en una tasa de crecimiento intertrimestral, respecto al cuarto trimestre, que ya fue malo, con un -1'5%, pasando a tasa interanual, multiplicado por 4 es un -6%. Semejante a lo que sucede en los Estados Unidos. Ellos calculan así los crecimientos. La interanual se situará en España en el -2'5% este trimestre que indica la magnitud del ajuste. Se va a continuar destruyendo puestos de trabajo, durante un tiempo, también en 2010, así como la tasa de desempleo, no sólo el número de parados. Esta situación está asumida y nos hace plantear el debate.

En esta situación, ¿cuáles son las principales incertidumbres que tiene España? Diría que tenemos dos. La primera es una cuestión nuestra que debemos aclarar: el déficit por cuenta corriente. Esto no lo tienen otros, hay crisis, pero no con este factor. No es ni bueno ni malo de por sí. Sucede que el valor de las exportaciones es menor que el de las importaciones. Por tanto, ese flujo de bienes y servicios netos positivo, significa en términos de capital, que alguien nos financia, porque si no, no podríamos hacerlo. Hay un equivalente entre ese flujo y el capital del mundo que nos financia. Si tenemos un déficit por cuenta corriente de diez puntos del PIB durante los últimos dos o tres años, lo que significa es que nos financian desde fuera diez puntos del PIB. Pensemos de otra manera: el déficit por cuenta corriente es también la diferencia entre la tasa de ahorro del país y su tasa de inversión. Eso son veinte puntos de tasa de ahorro, treinta puntos de tasa de inversión, igual a -10. En 2007 eran 21 y 31. Aprovecho para decir que esas tasas son las mayores en las economías del mundo desde siempre. No hay ninguna otra economía desarrollada en el mundo que invierta 30 puntos de PIB. Por tanto es una inversión alta, una apuesta por el futuro. Las empresas siguen invirtiendo, probablemente tengamos que reducir aunque no queramos reducir nada. El problema es que este déficit nos lo tienen que financiar y en una crisis financiera es muy difícil obtener financiación, ni fuera ni dentro del país. Pero es que necesitamos de fuera. Por eso, cuando una entidad financiera hace una emisión y la vende en España, esto no vale, se debe vender fuera, no a los clientes de Girona. Le valdrá a la entidad, pero no a la economía española. Cuando profundizamos vemos que es una locura. No sólo tenemos que salvar los 10 puntos del PIB del 2009, además, tenemos que refinanciar la deuda que muchas empresas tienen fuera. Pensemos en los 10 puntos del PIB. Mejor que no sean 10, pero el panorama está mal, es difícil pensar que vamos a vender fuera.

¿Qué podemos hacer? O bajamos la inversión y que la recesión sea todavía peor o subimos el ahorro. Ahorro menos inversión igual a -10. Si hiciésemos un test todos querríamos subir el ahorro, nuestro ahorro. ¿Quién ahorra? Familias, empresas y gobiernos. Cuando digo gobiernos también incluyo a la Generalitat. Por motivos obvios, el gobierno va a poder ahorrar poco, y este hecho tendrá que ser compensado por las empresas y las familias. Las empresas ya saben qué es ahorrar, consumir menos. Hay que ahorrar más, pero, ¿qué es el ahorro de una empresa? Si cotiza, son dividendos no distribuidos. Habrá que distribuir menos. ¿Cómo se explica esto? Si no se consume, algunos cerrarán. Las empresas producen bienes y servicios en función de las expectativas de la demanda. Lo que importa es el valor esperado de la demanda en el siguiente ejercicio. No importa lo que consuma hoy, lo que importa es conocer las expectativas del futuro. Si no ahorro hoy, no puedo consumir mañana. Comprendo que es difícil de decir, pero si no ahorramos ahora no van a cambiar las expectativas. La mejor forma de producir automóviles es ahorrar para poder comprarlos. Ahorro y no consumo hoy para hacerlo mañana.

La segunda incertidumbre es el sector financiero. No hablamos de liquidez, que está en parte solventada ya que los bancos centrales proporcionan liquidez a corto plazo. ¿Por qué la solvencia es una incertidumbre especialmente en España? Hay una diferencia entre muchas entidades extranjeras y las

españolas. Las primeras contaban en su balance con títulos hipotecarios que, según las reglas contables se tienen que valorar con los valores del mercado. Si esos títulos valían 100 y después valen 20, en el balance hay que poner 20 y eso significa que la reducción se ha comido el capital y se está en quiebra. En España no ocurre porque las entidades no tienen títulos, tienen créditos, que no han titulizado. Estos créditos no tienen un precio objetivo e irán aflorando las pérdidas subyacentes a medida que suba la mora y tengan que llevar provisiones contra su cuenta de resultados. Esto da un margen, pero está claro que en un sector en el que los créditos a la construcción, al sector inmobiliario, y a la adquisición de la vivienda suponen más de un 60% del crédito. Podemos hacer cuentas. Parece difícil que no vaya a haber problemas en algunas entidades. Pueden hacer las cuentas a la anglosajona y hablar de activos vulnerables. Ponían todo lo que ha entrado en mora, con los créditos a promotor y las compras a *real state* y sumaban, y luego dividían por capital de banco. A alguno le salía una cifra de 4, según Goldman Sachs, tenían activos vulnerables que eran cuatro veces el *equity*. Esto está mal hecho, ya que, de todo lo que ha entrado en mora, hay provisiones, a veces del 100%, que no se pueden sumar. Esto se agrava porque se reduce el volumen de negocio, y la rebaja de tipos va a afectar al margen financiero de los bancos y cajas. El activo está referenciado al euríbor, que baja. En el pasivo es mucho más difícil reducir los costes. Conclusión: si el 18% del crédito tiene problemas, tenemos un problema. Entremos en él: necesitamos capital. Entro en una polémica: ¿capitalizamos todas las entidades quieran o no? No. Si BBVA, Santander, la Caixa no necesitan capital, no le vamos a dar capital porque sí. Teniendo en cuenta que entre las tres, aunque son más las que no necesitan capital, tienen 100.000 millones de euros. El total de capital del sistema son 180.000, más de la mitad. Si éstas no la necesitan, ahorremos, que nos permitirá acudir en ayuda de las necesidades de las que sí que lo necesitan.

Dicho esto, ¿cómo debemos actuar? Se nos olvida que España ya tuvo que enfrentarse a una crisis bancaria muy seria, en los 80. Se extendió hasta los 90. Lo que se hizo, se hizo muy bien. Fue una experiencia exitosa. Tuvimos que actuar en la crisis del 94 en México y también después en Argentina, en 2001. Sabemos hacerlo, lo hemos hecho. Luego está el debate si tenemos que acudir a una cumbre para hablar de crisis. ¿Cómo no va a ir España? Los hechos muestran que somos los que más sabemos de esto. En Argentina nos quedamos cuando los Estados Unidos se fueron. Sabemos cuál es la hoja de ruta. ¿Qué debemos hacer? Delimitar el alcance de los problemas de cada entidad. Lógicamente, debemos decidir si falta capital o una dificultad de generar resultados, necesidades de saneamiento latentes, etc. Tenemos que constituir un equipo de profesionales que sepa intervenir entidades. Hay que tener los medios necesarios financieros y humanos. El Fondo de Garantía de Depósitos debe estar sin personal ya que desde Banesto no se ha utilizado. Otra pauta de actuación, es que los fondos propios que existan son los que tienen que soportar los saneamientos necesarios. Las pérdidas tienen que aflorar contra el capital existente, es lo que se llama operación acordeón en términos financieros. Los dueños del capital afrontan pérdidas con su patrimonio.

Otro punto es la capacidad de ordenar los órganos de gestión. Hay exceso de capacidad en el sistema financiero español. Hace 25 años, los bancos tenían 175.000 empleados. Hoy quedan poco más de 100.000. Las cajas de ahorro, contaban con 65.000 empleados. Las cajas se han reducido, eran 62 y ahora son 45, pero los empleados se han duplicado, son 130.000. Han triplicado el número de oficinas y por tanto hay exceso de capacidad. Si se sigue así no habrá crecimiento de negocio y habrá que bajar costes como condición para futuro. Las fusiones en este sentido sí son necesarias, no para sanear entidades, no se sana a nadie, fusionando. La fusión la introduzco por el exceso de capacidad. Las actuaciones dependerán de las entidades que consideremos. En primer lugar, hay cajas que tienen capacidad de resolver sus problemas, y también bancos. Aquí no es necesario hacer nada. Hay un segundo grupo con problemas limitados, problemas de mora, problemas de explotación e insuficiencia de

capital no grave. Aquí podria actuar-se amb accions preferents, amb recursos comptables com TIER 1, amb una remuneració fixa a qui ponga el capital, sense dret de vot. No exigiria afluència comptable dels quebraments de futur ja que aquestes accions semblen més a un préstec que a un capital. En tercer lloc, caixes que tinguin molta morositat i resultats d'exploració molt afectats: seran inevitables les operacions acordeon per sanear-les i una posterior ampliació de capital mitjançant accions ordinàries o quotes participatives donat el perill d'inviabletat d'aquestes entitats. Això implica la intervenció i per això cal estar preparats i tenir mitjans. No vull insistir en que, a més, pot haver-hi fusions, compres i estratègies que calgui desvincular dels problemes de solvència.

Hi ha una qüestió que vull respondre: ¿hi ha marge per actuar? Sí, hi ha marge per un pla. ¿Algú sap dir-me el pla de l'administració Obama? Sí, és un pla quantificat per 2009-2010, que suposa un 2% del PIB, cada any. El pla Obama, per fer una idea, significa alguna cosa, com si des de l'any 1 de la nostra època, imagineu que un posa 1.000 milions de dòlars cada any fins avui: això és el pla Obama. A la Xina tenen un pla de gairebé 7 punts del PIB. A Espanya no tenim marge: no hi ha marge. El Fons Local d'Inversió: 0,8 % del PIB perquè no hi ha marge. Però sí que hi havia marge. En aquest país hi havia un superàvit de 2,2 punts del PIB el 2007, hem passat a un dèficit del 3,8%. Això significa que les comptes s'han deteriorat en 6 punts en un any. La política fiscal té que ser contracíclica: ¿podem explicar els 6 punts? ¿Què són aquests 6 punts? Alguns creuen que el govern ha començat a gastar. No, és que no s'ha recanat. Els 6 punts s'expliquen així: 4,1 punts per caiguda d'impostos sobre el PIB (anòmal, cal explicar-ho); 0,9 per transferències a les famílies, desocupació; 0,7 per augment del consum públic, augment dels funcionaris; 0,3 per transferències de capital al rest del món. La suma és 6. Hi havia marge i no l'hem gastat. Tasa d'estalvi del sector públic: 7 punts el 2007 i 1,3 el 2008. En realitat, el que ha passat és que el sector públic ha disminuït el seu estalvi i el sector privat l'ha augmentat. Ha hagut d'una substitució d'estalvi públic per privat, però els recursos no s'han dilapidat. Si hi havia marge el 2007 ara també existeix.

¿Què podem fer? Proposo tres punts per al debat. Primer punt: un programa d'inversió pública per al qual compro part de el que s'ha plantejat avui aquí: un pla d'infraestructures potent, que està preparat i dissenyat. Això és SEOPAN i significa el que hem oït en la ponència anterior. Línees ferroviàries per augmentar la productivitat, per exemple. Tenim que anar cap a un pla extraordinari addicional, de mitjà punt i un punt. Per diversos anys, per 3 anys com a mínim, amb una inversió de entre 5.000 i 10.000 milions per any. Segon punt. Recordar el dèficit per compte corrent, recordar que no podem devaluar la moneda... ¿Què volem fer per reduir els costos laborals? No va a ser possible reduir un 5%, ningú ho ha fet mai, tenim que simular en els laboratoris el que podem fer amb la fiscalitat que sembla una devaluació. El que més sembla és abaratir els impostos sobre el treball per que s'abaratís el treball que necessitem i augmentar els impostos sobre el consum. ¿Què impostos reduir? Deixem-ho per al debat. ¿Què impostos augmentar? El IVA i els especials, no per al tabac, la gent no fuma. Sobretot, la gasolina, els hidrocarburs, aprofitem la baixada de preus. El conjunt d'aquestes coses, ben fet pot funcionar: reduir els impostos sobre el treball, de les rendes més baixes, com una devaluació selectiva. I la tercera patata ja l'he mencionat. Una hoja de ruta que s'adelanti als problemes del nostre sistema financer. Si no ho fem, Citigroup i altres bancs poden solventar els seus problemes dins de nou mesos i les nostres entitats poden estar reconeixent pèrdues. Imagineu com nos anem a fer. Imagineu els *hedge funds* amb la mirada posada en les nostres entitats. No fem que alguna cosa que és una avantatge acabi sent en contra nostra.