

# PRESENTACIÓN

*Emilio Ontiveros Baeza\**

La crisis que emergió en el verano de 2007 en un segmento del sistema financiero estadounidense pronto reveló una capacidad de contagio muy superior a las demás. Algunos de los primeros brotes de la infección se manifestaron inicialmente en Europa, en algunas entidades bancarias portadoras de esos activos tóxicos con hipotecas *subprime*. En realidad, los problemas de funcionamiento de los mercados financieros mayoristas llevaron a que fuera el Banco Central Europeo el primero en adoptar decisiones excepcionales de inyección de liquidez. La crisis global, efectivamente, llegó pronto a Europa: dos años después ya había desplazado de hecho su epicentro y era el viejo continente el que sufría de forma destacada, en algún aspecto más que la propia economía americana. En realidad, esa convulsión ha terminado constituyendo la más seria amenaza a la estabilidad institucional de la propia Unión Europea.

Si pudiéramos hacer una evaluación de los daños infringidos hasta la fecha por esa crisis en la eurozona, bien podríamos concluir que un primer grupo de impactos reales pondría de manifiesto que tanto el crecimiento económico como la generación de desempleo están siendo algo más adversos a este lado del Atlántico. Los indicadores más tendenciales señalan que la eurozona aborda el inicio de 2012 en unas condiciones más adversas que EE UU. Todas las previsiones anticipan los dos próximos años de crecimiento significativamente más bajo en Europa que en EE UU, coexistentes con tasas de desempleo más elevadas en la eurozona.

La segunda categoría de daños, estrechamente vinculados a los anteriores, es de naturaleza financiera. La crisis, además de exponer a los sistemas bancarios de la eurozona a similares variaciones en la calidad de los activos inmobiliarios que los que se operaron en EE UU, ha tenido una particularización específica en los mercados de deuda pública de la eurozona. Han sido esas tensiones las que no solo han realimentado la vulnerabilidad de los bancos, sino que han terminado por conformar la más severa crisis de la unión monetaria europea desde su inicio, en enero de 1999. Liquidez prolongada, estrechamiento de márgenes y erosión en la calidad de las principales categorías de activos bancarios son factores que seguirán amenazando las cuentas de resultados bancarias de la eurozona y, lo que quizás sea más relevante, limitando de forma muy significativa la oferta de crédito a las empresas.

---

\* Presidente de AFI. Catedrático de Economía de la Empresa en la UAM.

La gravedad de esa crisis en los mercados de deuda soberana de la eurozona, las muy serias limitaciones en los mecanismos decisionales que está desvelando, así como el desencuentro de los Gobiernos en la asunción de propuestas de solución a corto plazo, está contribuyendo a que esa convulsión proyecte ahora una dimensión institucional de gran alcance. Con toda la prudencia que es necesaria, en circunstancias como las actuales, no es aventurado anticipar que una mala gestión de la crisis de la deuda soberana no solo podría desencadenar una fragmentación en la eurozona, o una segmentación entre economías, sino una seria amenaza al propio mercado único. Recuperación de monedas nacionales y depreciaciones unilaterales, serían decisiones poco compatibles con el mantenimiento de ese mercado común que, en última instancia, es la principal señal de identidad de la dinámica de integración europea. La distancia de una situación tal a aquellas otras propiciadoras de las «políticas de empobrecimiento del vecino», como las calificó Joan Robinson, invita a la reflexión.

Desde tales bases, es necesario constatar el acierto de la dirección de *Información Comercial Española* en editar un número monográfico dedicado al análisis de esa crisis. Mi labor como coordinador ha sido ciertamente modesta. Se ha limitado, por un lado, a identificar asuntos centrales en la comprensión de la crisis y de su probable evolución a corto plazo. Por otro, al más importante empeño en tratar de seleccionar a los autores más adecuados. En esta última tarea, el criterio dominante ha tratado de conjugar la capacidad analítica con la observación cercana a la realidad. No se ha tratado tanto de buscar credenciales académicas exclusivamente, aunque casi todos los autores las tengan, como de buscar la sensibilidad y vinculación a la realidad de los mismos. Una realidad, conviene destacarlo, que se está mostrando intensamente cambiante desde aquel primer episodio de revelación de anomalías contables en las finanzas públicas griegas.

Esa pretensión de que los trabajos sean cercanos a la realidad y sus autores cualificados observadores, cuando no decisores de primera línea, justifica que la extensión de los artículos sea inferior a la habitual. No demandé a los autores revisiones amplias sobre cada uno de los tópicos en que dividimos la aproximación, ni recorridos bibliográficos propios de una primera aproximación. Insistí en que aportaran su muy cualificada capacidad de observación y traslación de experiencias al lector, aun sacrificando aparentes formalismos en la presentación de los trabajos o, como decía, su propia extensión. Tiempo y publicaciones disponibles hay para que el mayor detalle o particularización académica convencional pueda localizarse en trabajos con una menor pretensión de intervención, tanto en la identificación de aspectos relevantes de esta crisis, como de mediación en los debates abiertos, que la búsqueda de salidas está suscitando.

El trabajo que aparece en primer lugar es el más genérico: lleva a cabo una suerte de inventario de aquellos aspectos que a modo de limitaciones serias la crisis está revelando. Se revisan tanto algunos de los «pecados originales» de la unificación monetaria europea, como aquellas otras anomalías o fallos de coordinación y de gestión de

la crisis. Uno de esos problemas originados en la propia concepción de la unión monetaria seguirá siendo, para no pocos analistas, su distanciamiento de la satisfacción de las exigencias que prescribía el paradigma de las «zonas monetarias óptimas». Su alcance, su contextualización, a la luz de la crisis actual, lo lleva a cabo el profesor de macroeconomía y Presidente del Centro de Investigación Financiera del IESE, **Juan Jose Toribio**, en un trabajo completo, que resultará de particular utilidad a quienes precisen refrescar algunas de las referencias consideradas clásicas en la literatura al respecto.

Si relevantes pueden resultar las «violaciones» de la ortodoxia que el lanzamiento de la unificación monetaria europea significó, esta crisis ha denunciado la ausencia de instituciones adecuadas, desde luego suficientemente eficaces. De ese análisis se ocupa el trabajo del Director General del Servicio de Estudios del Banco de España **José Luis Malo de Molina**: revisa en detalle las insuficiencias institucionales que esta crisis sigue denunciando.

Una de las consecuencias de esta crisis, de su dilatada persistencia y de su propagación, ha sido la extensión al conjunto de los sistemas bancarios de la eurozona. Esa zona de particular vulnerabilidad financiera es el objeto del trabajo de los catedráticos de la UAM y socios de Analistas Financieros Internacionales (AFI) **Ángel Berges**, **Daniel Manzano** y **Francisco J. Valero**. Del mismo equipo, el profesor de la Escuela de Finanzas Aplicadas (EFA) **José Manuel Amor** revisa los problemas específicos localizados en los mercados de deuda soberana de la eurozona.

De particular significación es la contribución del miembro de la Comisión Ejecutiva del BCE, el profesor **José Manuel González-Páramo**. Es relevante y, en todo caso, muy oportuna, porque su revisión aborda las vulnerabilidades sistémicas que esta crisis está poniendo de manifiesto y comenta la utilidad de las decisiones adoptadas. La visión prospectiva con que cierra este trabajo es igualmente significativa.

**Ángel Ubide**, desde una atalaya bien ubicada en el sistema financiero estadounidense, contrasta el comportamiento de EE UU y de la eurozona en esta crisis. Y también aborda no solo lo que él denomina «germanización de la eurozona», sino algunas de las limitaciones de partida de la dinámica de integración monetaria. Es la visión de alguien que conoce muy bien la dinámica decisional en las grandes instituciones de inversión del mundo.

Uno de los aspectos que se deducen de esta crisis tiene que ver con la necesidad de una mejor regulación de la actividad financiera. Desde luego la bancaria. El Director General de Supervisión del Banco de España, **José María Roldán**, aborda precisamente el análisis de esas respuestas a lo largo del desarrollo de la crisis. Su análisis es tanto más significativo cuanto que mayor ha sido el protagonismo del Banco de España en la gestión de una crisis que se particularizó en el sistema bancario español casi antes que en ningún otro sistema bancario de la eurozona. Su trabajo de explicación, en todas las instancias internacionales, de las singularidades del sistema banca-

rio español a lo largo de esta crisis es un elemento que concede gran significación a sus comentarios.

Pocas dudas caben de que la continuidad de la integración monetaria, en su conformación actual, requerirá de la reducción de esa asimetría con que fue concebida: la ausencia de unión fiscal. En esto es fácil encontrar un amplio consenso. Menos unánime es el plazo en el que en el seno de la eurozona se empezarán a poner de manifiesto actuaciones propias de una unión fiscal. El profesor **Jesús Ruiz-Huerta** analiza, precisamente, esa relación entre la armonización fiscal en el seno de Europa y el propio futuro de la unión monetaria.

El impacto sobre la economía española de la crisis económica global, no solo de la concretada en los mercados de deuda pública de la eurozona, es el objeto del trabajo del Catedrático de Economía Aplicada **Rafael Myro**. Aborda en concreto algunos aspectos considerados esenciales en la determinación de la vulnerabilidad de la economía española, como son los referidos a su especialización productiva o al dominio de un patrón de crecimiento económico demasiado propenso al endeudamiento y a la introspección en sus decisiones de comercialización. Myro cuestiona algunas de las consideradas verdades asumidas al respecto, y lo hace con respaldo estadístico y rigor.

Se trata, en definitiva, de un conjunto de intervenciones en la discusión actual pertinentes y valiosas. Contribuirán sin duda a fortalecer los elementos de juicio del lector en el análisis de la naturaleza y del alcance de una crisis todavía activa en su ya dilatada metamorfosis. Cuando esta presentación se cierra no es fácil anticipar cuál podrá ser el desenlace de esa inestabilidad de los mercados de deuda pública que ha obligado a la casi totalidad de los Gobiernos de la zona monetaria a pagar un coste cada día más elevado, en algunos casos impropio de economías avanzadas, para financiar unos desequilibrios en las finanzas públicas que, siendo crecientes, no son superiores a los de otras economías de la OCDE. Las subastas de bonos del tesoro en diversos países de la eurozona, no solo los considerados periféricos, que tradicionalmente han sido objeto de un mayor escrutinio por los mercados de bonos, parecen reflejar en sus precios exigidos, y en las cuantías de la demanda, escenarios no muy distantes al propio cuestionamiento del euro, tal y como hoy lo concebimos. Fragmentación o segmentación en el seno de la eurozona son escenarios a los que se les asigna probabilidades superiores a las de hace apenas unos meses.

No es difícil deducir, en consecuencia, que en esta crisis concurren, junto a factores específicos de algunas economías vulnerables, las denominadas periféricas de forma destacada, otros que denuncian la necesidad urgente de transitar rápidamente hacia formas de mayor cesión de soberanía fiscal y política. No otra parece ser la condición necesaria para que tras esta crisis no se retroceda a la Europa de las tentaciones de autarquías, que tan malas consecuencias acarreó a uno y otro lado del Atlántico. Junto al deseo de superación creativa de esta crisis, que estoy seguro comparten todos los autores con este coordinador, espero que el lector de Información Comercial Española encuentre utilidad en la oferta de este número.