

**INTERVENCIÓN DEL VICEPRESIDENTE SEGUNDO Y  
MINISTRO DE ECONOMÍA Y HACIENDA, PEDRO  
SOLBES  
(ESPAÑOL)**

Buenas tardes, Gobernador, miembros del Consejo de Gobierno, señoras y señores,

Permítanme comenzar agradeciendo al Banco de España su amable invitación para estar aquí hoy con Vds. Es un placer para nuestro país acoger reuniones del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, particularmente cuando además viene seguido de una conferencia con una audiencia tan distinguida.

Durante el día de hoy, han estado discutiendo temas de gran interés económico. Mis comentarios de hoy, en esta clausura de la conferencia, se centrarán en los de las últimas dos sesiones: la estabilidad financiera y las cuestiones macroprudenciales vinculadas con ella, y los desequilibrios de la economía mundial. En ambos casos, trataré de transmitir cómo se ven estos asuntos desde la perspectiva de quienes no somos banqueros centrales.

Las preocupaciones macroprudenciales han sido una creciente prioridad para los bancos centrales y otras entidades supervisoras del sistema bancario en los últimos años. El interés de los supervisores se ha desplazado gradualmente desde los elementos intrínsecos que hacen a un banco potencialmente vulnerable, hacia los factores macroeconómicos que podrían presagiar una corrección económica general, que a su vez podría convertir en vulnerables a bancos aparentemente sólidos. Esto claramente representa un cambio de énfasis notable. Permítanme ofrecer dos razones que podrían explicar en parte esta tendencia.

En primer lugar, la supervisión de los bancos ha alcanzado altas cotas de eficacia, por múltiples razones: la literatura microeconómica sobre solvencia bancaria ha avanzado enormemente en los últimos quince años, mientras que los supervisores han desarrollado sus funciones con gran competencia; en España, tenemos un gran ejemplo en el Banco de España. La supervisión como tal ha mejorado notablemente, pero igualmente importante para disciplinar el comportamiento bancario han sido la aplicación estricta de las reglas de adecuación de los equipos directivos y el prudente pero firme recurso a la persuasión moral por parte de los supervisores. El progreso en la modulación del comportamiento individual de los bancos para evitar futuros problemas ha sido considerable, aunque todavía persistan algunos retos importantes.

En segundo lugar, las teorías más recientes sobre los mercados financieros nos han mostrado la importancia de los instintos gregarios en cuestiones financieras. Hay razones para creer que este instinto será menos relevante en el ámbito bancario que en el de los mercados financieros; pero no es menos cierto que los bancos son entes más frágiles que las instituciones de inversión colectiva, de manera que el comportamiento inadecuado por parte de entidades bancarias es mucho más preocupante para todos, en particular para los Gobiernos que garantizan los depósitos. Por tanto, en la medida en que una evolución macroeconómica expansiva en exceso fuese atribuible a comportamientos gregarios de los distintos bancos, las preocupaciones –y respuestas- macroprudenciales estarían justificadas.

En todo caso, debemos actuar con cautela en la aplicación práctica de estos principios. La rápida acumulación de deuda puede en ocasiones constituir un comportamiento racional, en adaptación a un nuevo entorno económico; análogamente, los aumentos de los precios de los activos pueden reflejar racionalmente unas mejores expectativas económicas y no ser, por tanto, señal de un comportamiento colectivamente irracional de los inversores.

La creación de la Unión Monetaria Europea es ciertamente un buen ejemplo de lo que acabo de señalar. Para países como España, la pertenencia al área del euro ha conllevado una ruptura radical con nuestro pasado de inestabilidad macroeconómica y altos tipos de interés. Ello justifica alzas en los precios de los activos, pues el “stock” de capital deviene más productivo, y por tanto más valioso, en virtud de este nuevo entorno macroeconómico; la caída de tipos de interés, por otra parte, refuerza este efecto al hacer que los retornos futuros más elevados tengan un mayor valor actual. El crecimiento de la inversión y la deuda, por otra parte, son también efectos esperables, con los inevitables retrasos, debido entre otros factores a los costes de ajuste asociados a los cambios en el stock de capital físico.

Podemos discutir el cuándo y el cuánto de estos efectos, y ambas cuestiones son parte importante del debate económico actual en nuestro país; pero los efectos indudablemente existen y son significativos. Por tanto, debemos huir de análisis simplistas que identifiquen los aumentos rápidos de deuda y precios de activos como desequilibrados por definición, y por tanto necesitados de corrección desde la política económica.

Si la creación de una Unión Monetaria pareciese un caso único y escasamente generalizable, hay otros ejemplos: de hecho, cualquier “shock” positivo sobre la oferta agregada llevaría a un aumento de los precios de los activos y probablemente también a una aceleración del endeudamiento, conforme los agentes económicos ajustan sus deseos intertemporales de consumo. Todo ello sería plenamente racional y no requeriría respuesta de política económica. Admitamos, en todo caso, ciertos matices en la aplicación práctica de este argumento en el caso europeo; a fin de cuentas, uno de los principales ejemplos de “shock” positivo serían las reformas estructurales, y en el área del euro no se destaca por su activismo en esta materia.

La racionalidad de las subidas del precio de los activos y la acumulación de deuda es una parte muy importante del debate macroprudencial. Pero hay otro elemento fundamental al que se presta una atención insuficiente: el papel de

los factores de amplificación. Me refiero a dos en particular: el comportamiento fiscal del Estado, y las cuestiones relacionadas con el mercado de trabajo.

La respuesta de la política fiscal es importante, en la medida en que puede atemperar los impulsos expansivos de la demanda privada. Si la contención fiscal desde el sector público compensa la mayor propensión al gasto del sector privado, el ahorro agregado podría permanecer constante, ofreciendo un anclaje importante a la economía; entre otras cosas, esto aseguraría normalmente que la mayoría del aumento de la demanda se debe al crecimiento de la inversión privada, un elemento tranquilizador por cuanto ese aumento del stock de capital debería, a priori, generar retornos suficientes para cubrir el servicio de la deuda contraída.

Por otra parte, la evolución del mercado de trabajo es también relevante. Dependiendo de las instituciones del mercado de trabajo, el aumento de la demanda consiguiente a la elevación del precio de los activos podría conllevar un crecimiento excesivo de los salarios y por tanto crear tensiones inflacionistas. Esto implicaría que la pujanza de la demanda agregada terminaría disipándose en inflación, mientras que la inversión se vería desincentivada por la evolución adversa de los salarios. Con ello, la capacidad productiva de la sociedad, y por tanto su capacidad de contraer deuda, no aumentaría al mismo ritmo que su volumen de deuda, lo que inevitablemente desembocaría en problemas; problemas, primero, de naturaleza macroeconómica y después, quizás, de solvencia bancaria. Por el contrario, un mercado laboral flexible procesaría adecuadamente los aumentos de demanda del trabajo y los convertiría principalmente en aumentos de empleo.

Evidentemente, las dos variables que he mencionado sólo serían posibles factores que podrían elevar las tensiones que se originan en el mercado crediticio; podría pensarse, por tanto, que son secundarias. Pero su papel puede ser fundamental, en dos sentidos: en primer lugar, pueden precipitar la corrección de los precios de los activos y el consiguiente debilitamiento económico, dando a los gestores de la política económica menos tiempo para reaccionar; y, lo que es más importante, pueden generar problemas

macroeconómicos aunque el aumento inicial de las cotizaciones de los activos sea totalmente racional. De hecho, las dificultades económicas de algunos países de la zona del euro a partir de 1999 probablemente sean atribuibles a la respuesta inadecuada a la efervescencia financiera inducida por la Unión Monetaria, más que a lo inadecuado de esa evolución financiera en sí misma.

\*\*\*

Durante la conferencia se ha hablado también de los desequilibrios globales, y éstos son ciertamente un elemento preocupante en nuestro panorama económico. Al pensar sobre ellos, puede ser útil centrarse en tres cuestiones: ¿en qué medida pueden tener una explicación económica racional? ¿Qué riesgos presentan? Y ¿cuál sería la respuesta óptima de política económica?

Trataré brevemente estas tres cuestiones, dejando de lado los elementos de “economía política” del tema, que bien podrían ser los más importantes, aunque se presten menos a tratamiento económico; en particular, la cuestión de cómo convencer a los grandes países para que participen en esta respuesta óptima de política económica, asegurándoles una participación razonable en los beneficios de la misma.

Los superávits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo, y los déficits correspondientes de los países importadores, pueden ser racionales en gran medida, desde la perspectiva intertemporal. A fin de cuentas, el precio del petróleo podría no permanecer en sus niveles actuales a largo plazo y, si lo hace, los países consumidores terminarán por adaptarse, importando menor volumen de esta materia prima. De una u otra forma, los exportadores de petróleo difícilmente obtendrán a largo plazo unos ingresos reales por este concepto tan altos como los que hoy reciben. Por tanto, los desequilibrios por cuenta corriente atribuibles al encarecimiento del crudo pueden considerarse una respuesta intertemporal racional, en forma de alisamiento de consumo: los países importadores de petróleo toman prestados recursos de los países exportadores para extender en el tiempo, y por tanto hacer menos costoso, su ajuste a los precios más altos del petróleo.

El caso de los países en desarrollo con superávit en la cuenta corriente es distinto. En primer lugar, estas naciones están exportando capital cuando todavía tienen necesidades de inversión de todo tipo, incluido el ámbito medioambiental. Podría pensarse que esta preocupación no es fundamental, dado que en muchos de ellos la inversión crece en todo caso a tasas muy elevadas, pero está también la cuestión del consumo: hoy día, las familias pobres de países en desarrollo están renunciando en gran medida al consumo para financiar a consumidores mucho más prósperos en países desarrollados (y también a esos países como tales, comprando la deuda pública con que estos últimos financian su déficit). Es al menos discutible que esta situación sea racional.

Pero, como sabemos, el superávit de un país es el déficit de otro. Y no es menos evidente que la falta de disciplina fiscal de algunos países desarrollados, en particular Estados Unidos, está erosionando en exceso su tasa de ahorro y contribuyendo a su déficit exterior.

Los riesgos que los desequilibrios externos comportan son sobradamente conocidos. En particular, la posibilidad de una corrección brusca de los tipos de cambio, con distorsiones cambiarias y el consiguiente daño al sistema de comercio internacional. El hecho de que parte de los desequilibrios sean probablemente racionales desde el punto de vista económico supone un matiz importante, pero también limitado: a fin de cuentas, los exportadores de petróleo también están acumulando activos frente a los países con déficit exterior. Si surgiese una crisis cambiaria, no hay ninguna razón para pensar que estos activos no serían vendidos como los restantes activos que los países con superávit exterior han venido acumulando estos últimos años.

Por eso es esperanzador comprobar que los países más importantes han comenzado a actuar para hacer frente a los desequilibrios, de forma cooperativa. Más importante que las actuaciones específicas hasta ahora es el hecho de que los países demuestren entender que los desequilibrios plantean problemas y que la acción colectiva puede ser beneficiosa para el mundo en su

conjunto. A fin de cuentas, la estabilidad cambiaria es un bien público mundial, cuya preservación es de interés para todos los países.

¿Qué acciones específicas deberían adoptarse para hacer frente a los desequilibrios? Las políticas clásicas para desplazar demanda entre países son sin duda parte de la respuesta, y constituyen la esencia de los esfuerzos de coordinación hoy en marcha. Pero permítanme añadir algunos matices.

En estos casos, siempre existe la tentación de centrar todo el debate en los tipos de cambio, lo que no es deseable, por distintos motivos. De un lado, la estimación de los tipos de cambio de equilibrio comporta una cierta subjetividad. Además, la política de tipo de cambio es percibida, con motivo o sin él, como un juego de suma cero por los agentes principales en esta discusión; por tanto, es una variable que se presta a la politización. La excesiva discusión pública sobre este tema podría así impulsar el proteccionismo y distraer a los gobernantes de los necesarios esfuerzos en otros frentes de política económica.

También debemos reconocer que existen límites a lo que la política macroeconómica, incluso si está perfectamente coordinada, puede o debe hacer para corregir los desequilibrios globales. Una razón es que parte de los desequilibrios son atribuibles a factores estructurales: por ejemplo, en algunos países con “consumo insuficiente” desde el punto de vista global, el envejecimiento de la población, un sistema financiero poco desarrollado o la escasa disponibilidad de bienes de consumo pueden ser causas más importantes que los tipos de interés o la renta disponible. La falta de garantías para la inversión en un país también podría inhibir los flujos de inversión hacia él y dar lugar a salidas de capital hacia países más ricos, contrariamente a lo que la teoría económica predeciría. No es fácil que a través de la política macroeconómica podamos influir sobre estas variables estructurales.

También debemos tener en cuenta que las políticas de ajuste no son simétricas en sus efectos. Las políticas restrictivas tienen éxito casi siempre, mientras que las expansivas, por razones bien conocidas, son inefectivas con cierta

frecuencia. Por tanto, las recomendaciones relativas a la aplicación de políticas contractivas en unos países y expansivas en otros podrían, de aplicarse, dar lugar a una reducción de la demanda mundial, y por tanto del PIB mundial. No es necesario aceptar por completo la teoría del “exceso de ahorro mundial” para tener reservas sobre la restricción de la demanda en los países que hoy día impulsan la economía mundial.

\*\*\*

Estas son las reflexiones que hoy quería compartir con Vds, en la clausura de estas conferencias. Permítanme un último comentario para cerrar mi intervención: a riesgo de reafirmar lo obvio, éstas son cuestiones muy importantes. En ocasiones existe la tendencia a minusvalorarlas, considerándolas temas técnicos, de interés sólo para ministros del G-8 y banqueros centrales; pero lo cierto es que tienen un impacto sustancial sobre el bienestar a largo plazo de nuestras sociedades. Todos nos beneficiamos de un crecimiento económico mundial equilibrado entre las distintas regiones y por tanto menos susceptible de correcciones bruscas. Igualmente beneficioso, como sabemos bien en España, es tener un sistema bancario robusto y de alta calidad, resistentes ante posibles “shocks” negativos y eficiente en la canalización del ahorro hacia la inversión.

Espero que esta conferencia haya servido para compartir y expandir conocimientos sobre todas estas cuestiones.

Gracias por haber acudido a esta jornada,