

El valor del análisis

José Luis Malo de Molina

Banco de España

MIS PRIMERAS PALABRAS HAN DE SER de sincero agradecimiento al Banco de España, a sus órganos de gobierno, al gobernador y al subgobernador, por la organización de esta Conferencia con motivo del final de mi etapa al frente del Servicio de Estudios, y también a todos los que han aceptado participar como ponentes, con quienes he tenido la satisfacción de compartir diversas etapas y experiencias de mi vida profesional, en el trabajo analítico y como banquero central. Mi gratitud a todos los que han contribuido al alto nivel académico y profesional de esta Conferencia abarca a quienes habéis querido compartir esta jornada tan emotiva para mí.

Mi agradecimiento a Julio Segura y a Fernando Restoy, que me han precedido en el uso de la palabra en esta última sesión, va unido a la petición de que todos Vds. apliquen a los calificativos que me han atribuido el elevado factor de descuento que se corresponde con la larga y estrecha amistad que nos une.

Entré en el Servicio de Estudios en 1982 respondiendo a la invitación de Ángel Rojo, entonces su director general, para que me presentara a las oposiciones de titulado, a fin de reforzar el análisis del mercado de trabajo, que era el área en la que yo me había especializado durante mi trayectoria académica. Diez años más tarde, cuando Ángel Rojo fue nombrado gobernador, me propuso que asumiera la Dirección General del Servicio de Estudios.

He desempeñado esa tarea durante casi 24 años, con cuatro gobernadores diferentes y en seis legislaturas parlamentarias, en las que se han producido repetidas alternancias entre las fuerzas de gobierno y las de la oposición. Desde la creación del euro, he estado, además, muy implicado en las tareas del Consejo de Gobierno del BCE, como acompañante y miembro suplente. Como tuve la ocasión de recordar en respuesta a las amables palabras de despedida que me dirigieron el presidente Draghi y Peter Praet, de las 411 reuniones que había celebrado el Consejo hasta entonces, yo había participado en 407.

Entiendo esta Conferencia como un reconocimiento al trabajo en equipo desplegado por los profesionales que han formado el Servicio de Estudios en los últimos años. Su excelencia profesional, su esforzada dedicación e identificación institucional han sido la clave de la contribución prestada. Para mí, el trabajo con todos ellos ha sido un honor y una fuente de satisfacción profesional y personal. En todo caso, lo conseguido se debe en gran parte a la labor de quienes nos han precedido, por lo que es obligado empezar con una referencia a la historia.

La actividad del Servicio de Estudios ha estado siempre ligada a las transformaciones que ha vivido la economía española durante sus más de 85 años de existencia. De hecho, se creó en 1930, bajo la dirección bicéfala de Germán Bernácer y de Olegario Fernández Baños, siguiendo los consejos del Banco de Pagos Internacionales y tras la visita de su director general y antiguo director del Servicio de Estudios del Banco de Francia, François Quesnay, con el fin de dotar al Banco de España de las capacidades analíticas necesarias para afrontar la crisis del 29 y la inestabilidad de la peseta, que entonces pugnaba por entrar en el patrón oro.

Esta trayectoria queda ejemplificada en el papel que desempeñaron dos grandes economistas españoles que lo guiaron en encrucijadas especialmente importantes para la orientación de la política económica española: Joan Sardà y Ángel Rojo.

Joan Sardà fue, desde la dirección del Servicio de Estudios entre 1954 y 1962, el artífice del Plan de Estabilización de 1959, que marcó el inicio de la senda de normalización de la política económica española tras la autarquía de la posguerra.

Ángel Rojo, que también participó en aquella gran operación de política económica, fue quien dio el gran impulso al Servicio de Estudios, cuando lo dirigió entre 1971 y 1988, hasta convertirlo en el centro de análisis macroeconómico más influyente del país. También fue el inspirador de la modernización del Banco de España, que posteriormente habría de conducir como gobernador en la etapa más brillante y fructífera de esta institución.

Con esta perspectiva, he estructurado mi contribución a esta Conferencia en torno a algunas reflexiones, a modo de lecciones extraídas de mi experiencia, sobre los retos que para el Servicio de Estudios han supuesto las transformaciones y turbulencias que se han producido en los últimos 25 años; un período en el que hemos transitado desde la política monetaria tradicional, basada en el control de los agregados monetarios, hasta los objetivos directos de inflación dentro de la política de convergencia, que culminó con la entrada en el euro. También hemos tenido que capear diversas crisis, algunas de gran alcance y complejidad. Los cambios han sido profundos y vertiginosos.

Al principio de la década de los noventa, las preocupaciones analíticas estuvieron relacionadas con la necesidad de alcanzar en España un régimen de estabilidad similar al vigente en los países más avanzados. El nudo gordiano se encontraba entonces en la dificultad de mantener la estabilidad cambiaria si no se daban las condiciones adecuadas de estabilidad de precios y de flexibilidad interna.

Una combinación inadecuada de políticas y el insuficiente progreso en la convergencia terminaron llevando a una cadena de sucesivas devaluaciones de la peseta, que vinieron a demostrar que los beneficios de la pertenencia al Sistema Monetario Europeo no se habían aprovechado para impulsar un auténtico cambio de régimen macroeconómico, sino que las transformaciones necesarias se habían pospuesto o incluso abandonado. Ya entonces se puso de manifiesto que la disciplina externa no era un sustituto de los esfuerzos de reforma interior. Los excesos de gasto terminaron desencadenando la dura recesión de principios de los noventa, que comportó un aumento masivo del paro, por segunda vez en la historia de la democracia, aunque, por desgracia, no había de ser la última.

Afortunadamente, la reorientación de las políticas y los ajustes realizados lograron enderezar la situación y llegar a tiempo para cumplir con el calendario de la puesta en marcha de la UEM. A estas tareas dedicó entonces sus mayores esfuerzos y sus mejores recursos el Servicio de Estudios, con la vista puesta en la entrada de España en la Unión Monetaria. La participación en el euro aparecía como la culminación de una larga pugna por conseguir un patrón de estabilidad que se esperaba hiciese más fácil la vida de los gestores de políticas y de los analistas. Sin embargo, a partir de entonces el camino se hizo más tortuoso, con muchas curvas cerradas y riesgos de derrapar.

El momento dulce de la entrada en el euro dio paso a una etapa de mayor complejidad de los problemas, que desembocaron en los grandes desafíos que habrían de plantear la crisis financiera, la Gran Recesión y la crisis de la deuda soberana y del euro.

Los errores que se habían cometido en los primeros intentos fallidos de convergencia se volvieron a repetir durante los primeros años del euro, en un marco en el que la capacidad de actuación monetaria del Banco de España se encontraba diluida en su participación en el Eurosistema. Muchas de las expectativas que se generaron con la entrada en el euro se habrían de ver frustradas como consecuencia de la preocupante falta de comprensión del verdadero alcance de sus implicaciones y exigencias. Se siguieron políticas nacionales incoherentes con el marco adoptado y se acumularon desequilibrios que dejaron a la economía española en una posición de gran vulnerabilidad frente a la crisis financiera y a las debilidades de la estructura institucional y de gobernanza de la UEM.

A los pocos años del inicio de la Unión Monetaria, ya era patente que los impulsos expansivos de demanda, en unas condiciones de holgura financiera sin precedentes y de ausencia de mejoras significativas por el lado de la oferta, estaban incubando riesgos importantes de pérdida de competitividad, exceso de endeudamiento, sobrevaloración de activos reales y financieros, hipertrofia del sistema financiero y desequilibrio exterior, con acusada dependencia de una financiación externa muy abultada que fluía con la facilidad propia de la falta de percepción de riesgos.

El clima de bonanza propició una interpretación benigna y complaciente que restaba trascendencia a las tendencias que se estaban manifestando. Para muchos, los diferenciales de precios y el elevado endeudamiento se consideraban la contrapartida natural de los avances en la convergencia real. La defensa de la hipótesis de Balassa-Samuelson, que hasta el BCE realizó, fue el ejemplo más extendido y emblemático de esa actitud.

En ese ambiente, la identificación y el diagnóstico de los desequilibrios habían de hacerse a contracorriente y no eran tareas fáciles. Ya en 2003, se percibían los peligros que el comportamiento de la economía representaba para el equilibrio financiero y para la competitividad. En 2005, los riesgos ya se habían materializado en desequilibrios patentes que amenazaban el crecimiento y acentuaban la vulnerabilidad frente a eventuales tensiones externas. En todo caso, más allá de las dificultades de trasladar dicho análisis en mensajes de alerta, en este período se plantearon genuinas dificultades de diagnóstico. El arsenal teórico y empírico disponible presentaba carencias manifiestas para afrontar unas transformaciones que no encajaban en el paradigma dominante de análisis macroeconómico y cuyo tratamiento empírico desbordaba la capacidad de las técnicas de modelización desarrolladas.

Las técnicas de análisis del Servicio de Estudios han otorgado siempre una gran relevancia a la modelización econométrica. En un entorno de información limitada y elevada incertidumbre, el mejor anclaje para el análisis es el que suministran las cuantificaciones obtenidas con los modelos basados en buena teoría y estimados o calibrados empíricamente. Pero no hay modelos perfectos, porque siempre son una representación estilizada de la realidad, ni existe un modelo universalmente válido. Incluso los modelos con propiedades más atractivas presentan grandes limitaciones.

Además, todos los modelos están estimados con datos que provienen de episodios «normales», con volatilidad acotada. No es sorprendente que estas estrategias de análisis no fueran capaces de anticipar una crisis como la reciente, inducida por una gran perturbación de origen financiero, de la que no había registro en las series históricas habitualmente utilizadas. Menos aún si se tiene en cuenta que la crisis supuso un cambio profundo en la naturaleza de los problemas macroeconómicos, que puso en tela de juicio el paradigma dominante en las décadas precedentes.

La crisis financiera alumbró nuevos fenómenos, como los riesgos de deflación y la trampa de la liquidez, que, articulados conjuntamente, cuestionaban gran parte del pensamiento económico vigente hasta entonces.

La combinación de la trampa de la liquidez con el agotamiento de los descensos de los tipos de interés, al alcanzarse su límite natural, abrió la puerta a sendas de crecimiento débil y alto desempleo, caracterizadas en la literatura como «estancamiento secular», que no encajan con la visión tradicional de las perturbaciones económicas como sucesos eminentemente cíclicos. De hecho, estas situaciones de

desequilibrio, combinadas con el sobreendeudamiento, el declive demográfico y la baja productividad, tienen un componente estructural duradero, que apela a nuevos enfoques de análisis y de política.

Por si esto fuera poco, la crisis de deuda soberana en las franjas más vulnerables de la zona del euro desactivó en buena medida la eficacia de las herramientas tradicionales de estabilización macroeconómica. La política fiscal tuvo que dedicarse a convencer a los inversores de la sostenibilidad de la deuda pública —actuando de manera procíclica— y la política monetaria se vio limitada por el bloqueo de sus mecanismos habituales de transmisión. Los nuevos problemas no encajaban bien con el bagaje intelectual de las dos o tres últimas generaciones de economistas, particularmente en el caso de una economía que, como la española, había incurrido en graves desequilibrios.

En el área monetaria es donde se han puesto al descubierto con más claridad las carencias del enfoque tradicional. Se suponía que, si los bancos centrales controlaban la creación de dinero y su coste, incrementar la inflación nunca sería un problema para la política monetaria. Sin embargo, con la aparición del riesgo de deflación, el objetivo de la política monetaria pasaba a ser precisamente incrementar la inflación, y no reducirla, como había sido la gran obsesión histórica. Además, en presencia de la trampa de la liquidez, el problema consistía en conseguir que los impulsos expansivos llegasen al sistema bancario y al público en general, y no, como había sido tradicional, en evitar que la reacción de los intermediarios financieros esterilizase los esfuerzos de contención de la política monetaria.

La pérdida de brújula que supuso la obsolescencia del enfoque tradicional de análisis se vio acompañada por el debilitamiento del anclaje que la referencia europea había supuesto para la política económica española. Durante las últimas décadas, la integración en Europa ha sido el principal sostén del impulso modernizador de la economía y de la política económica española. En el período de la convergencia, los requisitos de aproximación a los estándares de estabilidad exigidos para entrar en el euro actuaron en muchas ocasiones como reemplazo de la carencia de resortes internos suficientes para moldear nuestra política económica con los patrones de estabilidad y eficacia requeridos. La referencia europea fue para España una fuente de impulso hacia la estabilidad y para las reformas, pero, culminada la entrada en el euro, la situación empezó a cambiar.

Las políticas del área resultaron demasiado expansivas para España, y para otros países de la zona, y la arquitectura institucional de la UEM fue insuficiente para identificar, prevenir y corregir el surgimiento de desequilibrios. La estructura de gobernanza económica de la UEM era minimalista y endeble, y se basaba en un supuesto ingenuo sobre la capacidad disciplinadora de los mercados financieros; un supuesto que no solo resultó erróneo, sino que además llevó a ignorar la influencia distorsionadora que pueden ejercer los mercados en una unión monetaria incompleta e imperfecta.

España, que se encontraba en una posición vulnerable, habría de sufrir con especial dureza los movimientos desestabilizadores de los mercados financieros cuando se pusieron al descubierto las fragilidades de la gobernanza europea. Los episodios de frenazo en la financiación externa y el bucle diabólico entre el riesgo soberano y el bancario afectaron con especial intensidad a España. Europa, que había sido siempre la solución, vino a ser un problema añadido con el que lidiar.

La crisis ha supuesto un baño de humildad que ha actuado como acicate para abrirse a nuevas ideas y poner en su justo lugar la capacidad de las técnicas empíricas de modelización utilizadas. En todo caso, las limitaciones puestas al descubierto no pueden justificar la sustitución del esfuerzo analítico por la atribución de un mayor peso a los juicios de valor.

Reivindicar el papel del análisis en la identificación de los riesgos y la elaboración de mensajes con contenido normativo frente a respuestas de carácter eminentemente ideológico exige recordar, una vez más, que el economista está obligado a tener en cuenta limitaciones y restricciones que a nadie le gusta oír, aunque ello le coloque en la posición de ser frecuentemente tildado de pesimista o incluso de obstaculizar la consecución de objetivos de bienestar que interesan a todos, sobre todo a los más desfavorecidos, y que también son la motivación última del trabajo del analista.

Nada hay más paradigmático de esta tensión que lo ocurrido con el mercado de trabajo español en las tres últimas décadas. La superposición de restricciones con fines de protección ha obstaculizado frecuentemente la capacidad del ajuste del mercado a las condiciones cíclicas y a las perturbaciones exógenas, desplazando todo el peso de la reacción a las oscilaciones en el nivel de empleo y a un uso desproporcionado de los contratos temporales. Los registros tan negativos alcanzados en España por el desempleo y la temporalidad son una prueba incontestable de las consecuencias contraproducentes que pueden tener algunas medidas que se adoptan con fines de protección, pero que van en contra de las presunciones del análisis económico.

Las dificultades e incomprendiciones encontradas no deben ser motivo de desánimo ni razón para cuestionar el papel del análisis. Al contrario, suscitan demandas más ambiciosas que deben ser atendidas. El trabajo analítico tiene que desenvolverse en un entorno más exigente, que obliga a remover supuestos simplificadores y a abordar realidades más complejas, con relaciones entre variables y reglas de comportamiento más difíciles de encajar en las idealizaciones esquemáticas del saber convencional, particularmente en lo que se refiere al comportamiento de las economías en situaciones fuera del equilibrio, a la interacción entre lo financiero y lo real, y a la interconexión más estrecha entre lo global y lo nacional.

La agenda para el trabajo futuro del Servicio de Estudios es, por tanto, extensa y estimulante. Si tuviera que sintetizar en una lista corta las principales lecciones que se pueden extraer de la experiencia reciente, destacaría, para terminar, las siguientes:

Primera: el análisis y la cuantificación rigurosa mediante modelos deben seguir siendo el ingrediente fundamental de las decisiones de política, aunque la excelencia en la modelización no es suficiente. También se necesita un amplio conocimiento de la estructura de la economía y de sus instituciones, y por supuesto de la historia.

Segunda: el capital humano académicamente cualificado es, a su vez, el soporte fundamental de la calidad del análisis, por lo que debe ser cuidadosamente reclutado y adecuadamente remunerado y reconocido.

Tercera: la calidad del análisis solo florece en el marco de la independencia y autonomía de los analistas, dentro de los objetivos generales de la institución. La independencia no requiere solo respeto, sino también firme respaldo.

Y cuarta: la carencia de resortes internos de estabilidad y eficacia en la economía española no puede ser suplida por resortes externos. Estos han desempeñado un papel positivo, pero no son un sucedáneo de la capacidad de análisis, de la fortaleza de las propias instituciones independientes y de la movilización social y política a favor de los objetivos de eficiencia, estabilidad y bienestar alcanzables.

Muchas gracias a todos.