

La más singular de las crisis

Emilio Ontiveros

Este trabajo ha sido realizado por:



Emilio Ontiveros

Presidente de Analistas Financieros Internacionales y
Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad
Autónoma de Madrid

SUMARIO

| | |
|--|-----------|
| Introducción | 7 |
| La crisis financiera más singular | 10 |
| El epicentro en el corazón del sistema financiero global | 12 |
| Un sistema bancario en la sombra | 15 |
| Fallos de mercado y de políticas | 17 |
| Contagio extensivo | 19 |
| Consecuencias: la más severa recesión desde la Gran Depresión | 21 |
| Amenazas de “desglobalización” | 30 |
| Terapias agresivas y variadas | 33 |
| Políticas de apoyo a la estabilización de los sistemas financieros | 33 |
| Políticas monetarias | 37 |
| Políticas fiscales | 40 |
| Coordinación internacional | 43 |
| Consecuencias de largo alcance | 48 |
| La regulación es importante | 51 |
| Arquitectura y Regulación globales | 56 |
| Interdependencia y moneda única global | 57 |
| La renovada actualidad de los DEG | 62 |
| Referencias bibliográficas | 63 |



Introducción

No hay mucho lugar para las exageraciones a la hora de valorar el carácter excepcional de las crisis financieras y económica que está sufriendo el mundo desde el verano de 2007. Diversos indicadores, incluidas las pérdidas de riqueza financiera o la significación de las entidades que han requerido los recursos de los contribuyentes, ya han situado a la primera en el podium de las más singulares y severas de la historia, muy cerca de la que preludió la Gran Depresión. De la segunda sabemos que ya ha determinado la primera recesión en la economía global desde la Segunda Guerra Mundial y que el conjunto de las economías de la OCDE definen, efectivamente, la más profunda y sincronizada recesión desde entonces, con ritmos sin precedentes en el aumento del desempleo en la totalidad de las economías. Son comparaciones analógicas que no tranquilizan, es verdad, pero el lector que inicie la lectura de este cuaderno ya sabe que su género no es precisamente la ficción. En estos primeros días de mayo, la incertidumbre es todavía más poderosa que las certezas: el debilitamiento de la confianza es la nota dominante en la mayoría de las economías avanzadas.

La envergadura de ambas crisis ha ido pareja a su complejidad y extensión geográfica. Muy grande y complicada, reafirmaba Robert Merton, premio Nobel y uno de los padres académicos de las modernas finanzas. Ha sido también la que ha manifestado un con-

tagio más rápido y virulento. La crisis financiera, recuérdese, se inició tras el ascenso de las insolvencias en un segmento del mercado hipotecario estadounidense, el de las “subprime” o hipotecas de alto riesgo, y a través de la amplia desintermediación que caracteriza a ese sistema financiero ha terminado contaminando todos los sistemas financieros del mundo. Ese deterioro ha tenido lugar con bastante independencia de la especialización funcional de los sistemas financieros, o del mayor o menor dominio de los mercados frente a los intermediarios bancarios convencionales.

Como consecuencia de ello, todo el sistema financiero global, las relaciones financieras entre las economías, están hoy cuestionadas. Las finanzas son objeto de sospecha. Desde luego, la capacidad de innovación financiera ha sido estigmatizada atribuyéndole, de forma probablemente precipitada, el origen de casi todos los males. Y es que las pérdidas de riqueza financiera que ya ha generado esta crisis, a diferencia de la Gran Depresión, han impactado sobre un número mucho más amplio de personas, de familias, cuyas decisiones económicas han quedado efectivamente muy condicionadas por ese rápido e intenso empobrecimiento. Su impacto sobre las decisiones de gasto es ya elocuente en todas las economías avanzadas.

Sobre esas bases, el propósito de esta monografía es revisar las señas de identidad de esta crisis, destacar los rasgos que singularizan su personalidad. También tratar de identificar si su personalidad y la excepcionalidad de sus consecuencias son suficientemente importantes para que delineen una línea divisoria en las finanzas, en la organización y funcionamiento de los sistemas financieros, en su regulación y supervisión, así como en el comportamiento de los agentes públicos y privados.



La crisis financiera más singular

La incapacidad para anticipar el “tsunami financiero” más intenso de las últimas décadas, y el generador de más cuantiosos daños económicos, sigue siendo uno de los interrogantes que confiere una personalidad diferenciada a esta crisis. Es cierto que ha constituido unos de esos episodios excepcionales, imposibles de predecir con la información disponible y el asentamiento de expectativas normales: un “cisne negro” de los analizados de forma renovada por Nassim Nicholas Taleb (2007). Efectivamente, además de la dificultad de predicción, comparte con esos episodios aleatorios el haber determinado importantes consecuencias, históricamente singulares.

Además de esa incapacidad para verla venir esta crisis reclama su singularidad en una serie de rasgos que a continuación se destacan.



El epicentro en el corazón del sistema financiero global

En el corazón del sistema financiero global, en EEUU. Allí es donde se han desvelado prácticas poco compatibles con la estabilidad y, en no pocos casos, con el juego limpio, con las buenas prácticas que se suponen asociadas al sistema financiero más desarrollado del mundo. Esta localización en el corazón del sistema es una de las razones que ha concedido complejidad diferencial a la crisis. También a las terapias destinadas a su superación.

Ha sido, efectivamente, un factor muy importante en la rápida erosión de la confianza en todo el mundo. Si esto ocurre en el centro del sistema, en la principal factoría de conocimiento financiero del mundo, ¿qué no podrá ocurrir en economías menos avanzadas?, se cuestionan no pocos ciudadanos de cualquier economía moderna. Esa decepción se ve todavía más reforzada al verificar, como ha subrayado el Presidente Obama, que la recesión en curso “no fue causada por un descenso o contracción normal en el ciclo de los negocios, sino por una tormenta perfecta de irresponsabilidad y pobreza en la toma de decisiones que se extiende desde Wall Street hasta Washington, pasando por Main Street”

De las prácticas susceptibles de caracterizar como poco amigas de la estabilidad, el excesivo endeudamiento y la rápida difusión de los riesgos de crédito, constituyen el principal exponente, aunque

no el único. Una ilusión de abundante e interminable liquidez a tipos de interés históricamente reducidos soportaba la no menos excepcional elevación de los precios de los activos, en especial los inmobiliarios. El fenómeno, a estas alturas ya no hace falta explicarlo demasiado, no era en modo alguno exclusivo de la economía estadounidense. En Europa, las economías de España, Irlanda y Reino Unido compartían lo esencial de la etiología de los americanos: escalada en los precios de los activos inmobiliarios, endeudamiento privado excesivo y dependencia de la financiación exterior debido a un elevado déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos.

La crisis, efectivamente, hunde sus raíces en la existencia de profundos desequilibrios globales (gráfico 1) de los que algo comentamos en la monografía sobre globalización que acompañó a la memoria del año 2006. Cambios significativos en los patrones internacionales de ahorro e inversión que se han ido generando en la última década, de la mano de la creciente inserción en el sistema financiero global de las economías emergentes, pero también del creciente endeudamiento de algunas economías avanzadas. Han sido alteraciones de calado, con un impacto igualmente destacado en los mercados de crédito de algunos países avanzados, EEUU y España entre los más destacados.



La severidad de esta crisis nos ha devuelto a una realidad distante de la presunción de que las nuevas condiciones de la dinámica de globalización permitirían de forma indefinida que se mantuviera la desigualdad entre ahorro e inversión. Los flujos de ahorro, independientemente de donde se generaran, fluirían a lo largo y ancho de la geografía global buscando el máximo rendimiento. En mayor medida ese proceso no tendría cortapisas si los destinatarios eran economías avanzadas, como las antes referidas.

La magnitud de esas necesidades de financiación externas en el caso de EEUU, la fácil y relativamente barata financiación, se presenta como una de las causas más importantes de esta crisis. Se creía, en efecto, que la elevada integración financiera internacional, la movilidad internacional de los capitales, podría tolerar la persistencia de elevados desequilibrios globales (gráfico 1) como los que se empieza a manifestar en la última década. No ha sido así: y esa larga etapa de asimetrías en las posiciones financieras frente al exterior, y de tipos de interés históricamente reducidos que han determinado niveles de endeudamiento ascendentes, ha pasado factura con la mayor crisis financiera de la historia reciente. En muy pocas semanas se ha acelerado un círculo vicioso –aumento de la aversión al riesgo en el seno de la comunidad bancaria, tensiones de liquidez, ascenso de la insolvencia bancaria, recesión global– de duración igualmente sin precedentes.

Gráfico 1: Desequilibrios en la balanza de pagos por cuenta corriente



Fuente: FMI, cálculos FSA

Un sistema bancario en la sombra

El sistema quedó desnudo tras la explosión de la burbuja inmobiliaria en EEUU. Nunca había ocurrido algo igual. En realidad, los registros estadísticos revelan que el conjunto del mercado inmobiliario estadounidense había experimentado un crecimiento sostenido desde la Segunda Guerra Mundial. Esta circunstancia ayuda a explicar la sorpresa con que sobrevino la crisis.

No es una explicación suficiente en cualquier caso. Si el sistema bancario se hubiera conducido con prudencia y se hubiera garantizado la trazabilidad de los riesgos, no estaríamos presenciando la crisis financiera más severa de la historia. Hay razones, efectivamente, para que los sistemas bancarios, que han estado en el ojo del huracán, sigan estando en el centro de atención de las necesidades de reforma que esta crisis ha puesto de manifiesto.

No solo fue la reina de Inglaterra la que se preguntó por qué nadie pudo anticipar la crisis bancaria más importante de la historia. Analistas, agencias de “rating” supervisores financieros, etc. han contribuido con sus omisiones o decisiones erróneas a extender los fallos que esta crisis ha revelado: fallos de mercado, pero también de regulación y de supervisión. Fallaron desde las más elementales señales de alerta hasta el rigor de algunos de los más cualificados supervisores financieros del mundo. El caso Madoff es quizás el exponente más representativo al respecto, pero en modo alguno el único.

La crisis, efectivamente, ha puesto también fin a una etapa de excesos. Uno de los más explícitos es la asimetría entre la capacidad de innovación de los operadores financieros privados y la capacidad de los supervisores financieros para evaluar su alcance desestabilizador. O, simplemente, para establecer un seguimiento adecuado de los riesgos asumidos. El espectacular crecimiento de la “titulización” crediticia, el refugio de algunos de los instrumen-

tos resultantes fuera del balance de las entidades bancarias, es un ejemplo representativo de esa asimetría. Se acabó generando un sistema bancario en la sombra (“shadow banking system”), fuera de los focos supervisores. Invisibilidad operativa y de algunos vehículos, mantenidos fuera del balance, pero también dificultad para la trazabilidad de los riesgos que incorporaban los operadores, así como de los incentivos al excesivo apalancamiento, y que, como luego resultó, podrían llegar a poner en peligro al conjunto del sistema.

Sobre esas bases, se entiende que uno de los rasgos más sobresalientes y perniciosos de esta crisis haya sido la extraordinaria generación de incertidumbre, la peor de las acompañantes en economía, pero especialmente en las finanzas.

Fallos de mercado y de políticas

Ha resumido bien el FMI (2009) las causas últimas que condujeron a la crisis: los mercados fallaron, y en la raíz de esos fallos estaba el optimismo alimentado por un muy largo periodo de crecimiento, bajos tipos de interés reales y baja volatilidad. Pero también hubo fallos en las políticas, en particular en las de regulación financiera, que no estuvieron equipadas para apreciar las concentraciones de





riesgo y los incentivos perversos que estimularon el impulso de algunas innovaciones financieras. Fallos también en las políticas macroeconómicas, que no tomaron en consideración el ascenso de los riesgos sistémicos en el sistema financiero y en los mercados inmobiliarios.

Las agencias de rating, agentes esenciales para la extensión de las posibilidades de inversión asociadas a la propia dinámica de globalización financiera, han mostrado un comportamiento decepcionante, antes y durante la crisis. La calificación de los títulos con respaldo hipotecario se ha revelado deficiente cuando no manifiestamente incorrecta; el apoyo a la evaluación de riesgos, tarea básica de esas agencias, no se ha hecho correctamente. La incapacidad técnica para anticipar algunas de las manifestaciones de esta crisis ha puesto fin a las aspiraciones de autorregulación de ese sector y, en su lugar, hayan sido numerosas y muy cualificadas las opiniones que han reclamado una revisión en profundidad de las actividades que llevan a cabo estas empresas, de su coexistencia en el seno de una misma empresa sin que se manifiesten de forma muy explícita conflictos de intereses. También ha sido objeto de atención la situación de oligopolio de hecho en que se ofrecen los servicios de calificación crediticia en el mundo, dominados por “las tres grandes”: Moody’s, Standard&Poor’s y Fitch, aun cuando coexistan con un amplio número de firmas muy poco conocidas. Alguna de ellas ya está liderando un modelo de calificación crediticia en el que son los inversores, no los emisores, los que pagan por

las calificaciones que usan, tratando de superar los principales elementos generadores de conflictos de intereses en el actual modelo.

Fallos, por fin, en la arquitectura global en la que un sistema de supervisión fragmentada agravó la incapacidad para apreciar la vulnerabilidad creciente y los mecanismos de interconexión en los modernos sistemas financieros. Esta va a ser una lección esencial: si no se quiere retroceder en la ampliación del espacio financiero internacional, en la globalización, no habrá más remedio que ceder más soberanía reguladora y supervisora en instancias multilaterales.

Contagio extensivo

El contagio que toda crisis incorpora desde que el espacio financiero es verdaderamente global, se pensaba que tendría lugar primero hacia los países con una sintomatología similar a la identificada en el epicentro de la crisis. Y así fue. Pero la infección trascendió a otras economías distantes en el diagnóstico y, desde luego, geográficamente de la estadounidense. La razón no es otra que la relevancia de los otros canales de contagio, en especial el asociado a los flujos comerciales. El caso de Alemania es bastante representativo al respecto, pero también el de la práctica totalidad de las economías asiáticas. Es un hecho de que esta crisis está resultando mucho más severa para estas economías que la crisis de 1997, cuyo epicentro estuvo situado en el sureste asiático.

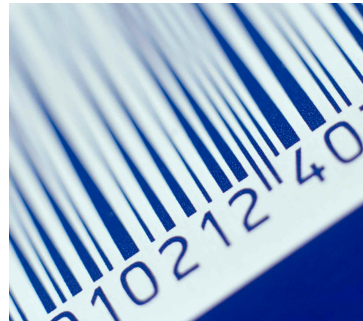
En la medida en que, como se ilustrará más adelante, la crisis crediticia, el consiguiente racionamiento, fue rápidamente global, la economía real, la demanda de consumo e inversión, sufrió de forma inmediata en casi todos los países, no sólo en los más dependientes del endeudamiento. Particularmente graves para el mantenimiento de los ritmos de años anteriores en el volumen de comercio internacional han sido las restricciones en la financiación comercial, que han pesado de forma diferenciada sobre algunas economías emergentes.

No por señalarlo en último lugar es menos importante: la localización del epicentro de la crisis en la principal economía del mundo, con el más importante y sofisticado sistema financiero, ayuda a entender la rapidez e intensidad del contagio de esta crisis. Ha hecho cierto que cuando EEUU estornuda, las demás economías con un mínimo grado de integración internacional han de abrigarse. Si en lugar de estornudos al uso son síntomas de seria infección las posibilidades de protección ya son mucho menores. Esta infección no sólo ha llegado a las economías con el mismo tipo de vulnerabilidad que la exhibida por EEUU (escalada de precios inmobiliarios, elevado endeudamiento privado y abultado déficit por cuenta corriente), sino también a las dependientes de exportaciones de mercancías.

Consecuencias: La más severa recesión desde la Gran Depresión

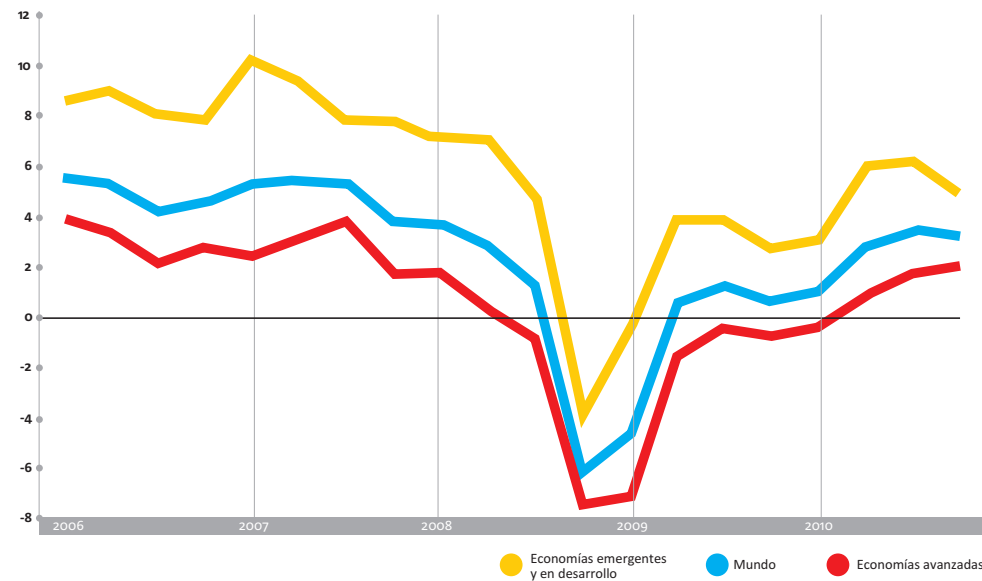
El primer vínculo entre la crisis financiera y el mundo real es la muy significativa alteración que tiene lugar en la disponibilidad y el coste del crédito a las familias y empresas en casi todo el mundo. La brusca contracción en la oferta de crédito con que reaccionaron los bancos al estrangulamiento de los mercados mayoristas, su extensión a todos los mercados y su dilatada vigencia, ha sido el principal factor que ha contribuido a la conformación de la primera recesión global desde la Segunda Guerra Mundial, como se aprecia en el gráfico 2. Por primera vez desde 1991, en 2009 se registrará una caída en la renta per cápita global. El comercio mundial y la producción industrial caerán a un ritmo más rápido que durante la Gran Depresión.

La persistencia de las restricciones crediticias derivaron en una suerte de necrosis sobre el sector real de las economías que acabó, efectivamente, en ese profundo y sincronizado desplome del crecimiento. Hemos tenido ocasión más que suficiente de verificar la validez de aquellas proposiciones que señalaban que el crédito es la savia de las modernas economías de mercado. Los estrangulamientos en esos flujos sanguíneos han acabado generando los mayores ritmos de crecimiento del desempleo en muchos países durante muchas décadas.



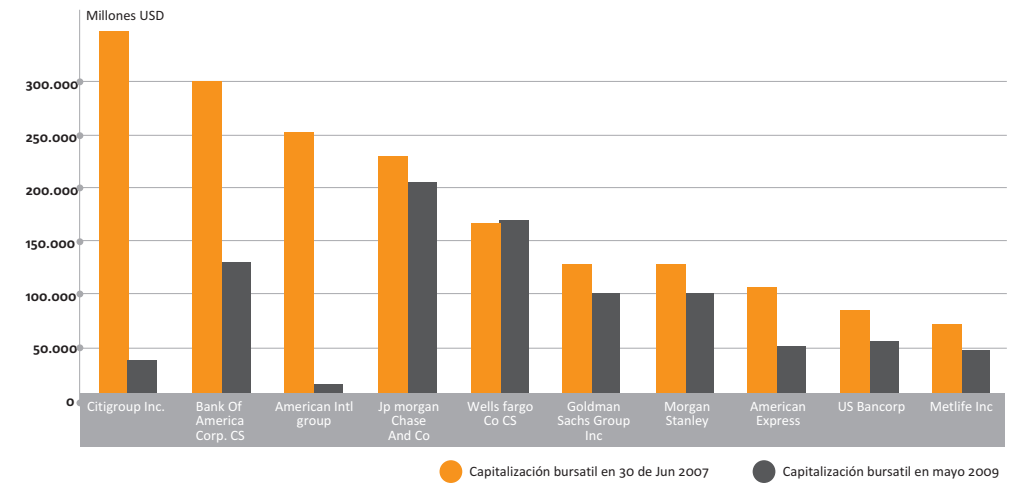
No será la última vez que el lector se enfrente a ese incómodo contraste de esta crisis con la Gran Depresión. Algunas de sus consecuencias empiezan a hacer relevante la comparación. La cuantía de la riqueza financiera destruida es quizás el aspecto más destacado, con las derivadas de los bancos (gráfico 3) como las más emblemáticas (la capitalización total de la banca cayó a la mitad en 2008), pero en modo alguno las únicas.

Gráfico 2: Crecimiento del PIB real



Fuente: FMI

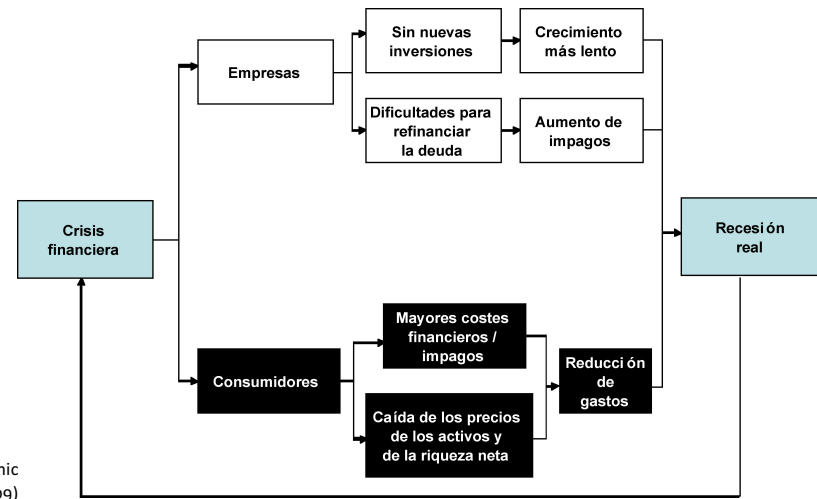
Gráfico 3: Pérdidas de capitalización en bancos



Esas consecuencias específicamente financieras, el impacto sobre la liquidez y la solvencia de los bancos, la primera en gran medida ocasionada por el colapso de los mercados mayoristas, está en la base de las consecuencias reales tan adversas, tal como se ilustra en el gráfico 4. La contracción del crédito a las empresas ha determinado un aumento en la tasa de mortalidad empresarial, al tiempo que muchos proyectos de ampliación o mejora de la oferta de la economía no han llegado a nacer. No es necesario insistir mucho en que las peores consecuencias de una situación tal se han dado

en las economías más bancarizadas, allí donde la actividad de intermediación financiera está en mayor medida protagonizada por bancos en lugar de por mercados de capitales; la Europa continental y Japón son ejemplos del primer grupo, mientras que EEUU y el Reino Unido lo son del segundo. La vinculación entre la solvencia de los bancos, su disposición a prestar a otros bancos o a las empresas y familias, y el impacto final en las posibilidades de crecimiento es obvio.

Gráfico 4: Crisis financiera y economía real



Fuente: World Economic Forum (2009)

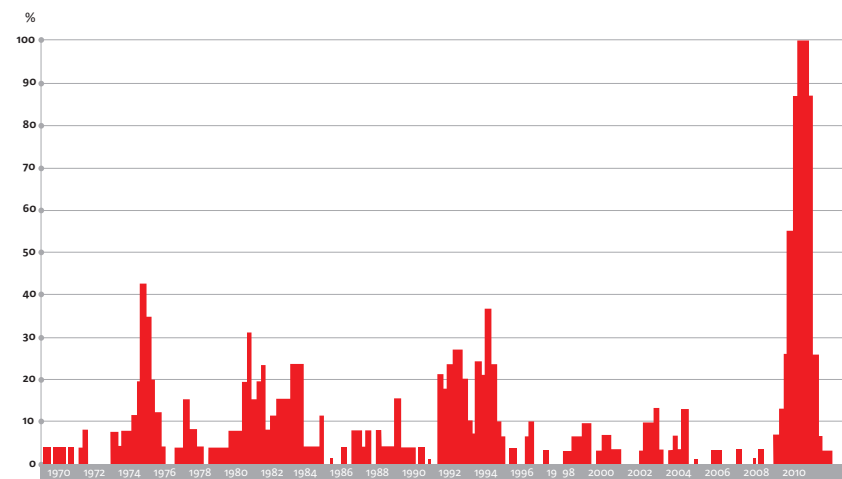
El muy prudente profesor de Harvard Martin Feldstein y Presidente Emérito del National Bureau of Economic Research no se andaba con excesivas cautelas a la hora de caracterizar la situación de la economía estadounidense el pasado febrero: “realmente mala, muy mala. Nos enfrentamos a una recesión muy profunda y a una gran crisis financiera. Es mucho peor de lo que podía haber previsto; será más larga y dañina que ninguna otra crisis desde los años treinta.” Quizás fue ese diagnóstico tan severo el que le llevó a tolerar la administración de terapias excepcionales de estímulo fiscal, inconcebibles en las sugerencias de este profesor de Harvard en condiciones normales.

Como han confirmado todas las agencias multilaterales, ya estamos instalados en la recesión más severa y sincronizada de la historia reciente. En abril de 2009 la OCDE, en su informe interino, anticipaba que la contracción del PIB del conjunto de su área estaría entre el 4% y el 7% en 2009, dando paso a un estancamiento en 2010. Una similar previsión era la divulgada días más tarde por la Comisión Europea, cifrando en el 4% la contracción en 2009 del conjunto de la UE y de la eurozona. Todos revisan con frecuencia a la baja sus previsiones de crecimiento. La mayor economía del mundo, la estadounidense, definía en el primer trimestre de 2009 la tercera contracción consecutiva en su PIB; la primera estimación para los tres primeros meses de 2009 era del 6,1% interanual. No es mucho mejor lo que anticipaban las economías de la eurozona (del 4% en 2009), especialmente la alemana, afectada por el colap-

so de la demanda de exportaciones, una de las más explícitas e inmerecidas formas de contagio de la crisis crediticia, especialmente a partir de la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers, en septiembre de 2008.

Las economías emergentes no se salvarán de la contracción en el crecimiento: atrás quedó la esperanza de ese “decoupling” o diferenciación en los ritmos de crecimiento derivadas de la especial pulsación de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China) que habían sido responsables de una parte creciente de la demanda global en los últimos cinco años. A ellos también les llegó la infección. Poco ha importado que en la mayoría de las economías emergentes la política haya sido conducida de forma ortodoxa.

Gráfico 5: Proporción de economías de la OCDE que han registrado al menos dos trimestres consecutivos de contracción (1)



(1).La última observación es para el 4º trimestre de 2008
Fuente: OCDE

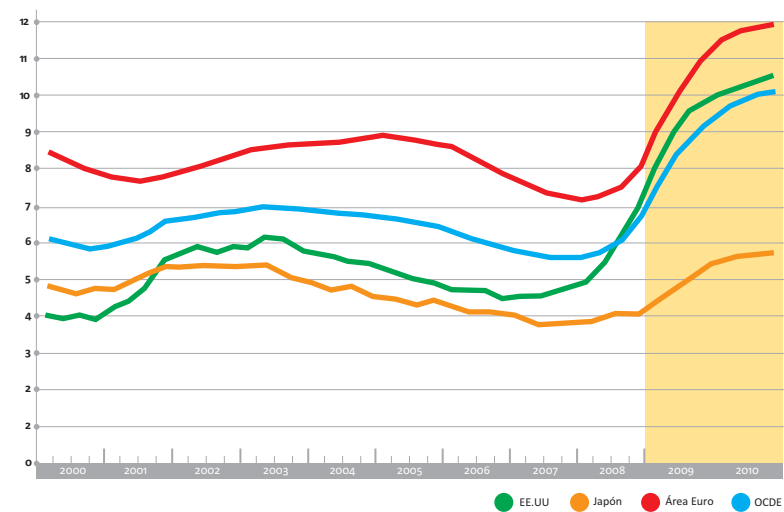
Singularidad inquietante, también, la transmitida por el comportamiento de la inflación en la mayoría de las economías avanzadas. En EEUU los precios en el año hasta abril caían al más rápido ritmo anual desde 1955. Algunas series históricas incorporaban por primera vez tasas negativas de variación de los precios al consumo, como era el caso de España. Comportamientos tales eran parcialmente el resultado de esos descensos interanuales en el precio del crudo desde niveles muy elevados un año antes, pero también y no menos importante, de la pronunciada contracción que sufría la demanda interna en la mayoría de las economías. El temor a la deflación no era completamente infundado, aun cuando en algunas economías, nuevamente la española entre ellas, la situación era más propia de una desinflación. Alejaba parcialmente ese temor de entrada en una trampa deflacionista el hecho de que los núcleos subyacentes de los correspondientes índices de precios al consumo experimentaban ligeros crecimientos.

A pesar de la menor erosión sobre la capacidad adquisitiva de las rentas que esa contención de la inflación permite, las consecuencias sociales de un cuadro tal tienen su más explícita manifestación en la elevación de la tasa de desempleo en todo el mundo a un ritmo desconocido desde principios de la pasada década. La OCDE nos anticipaba que en los países del G7 en su conjunto la cifra de paro superará los 36 millones desempleados al final de 2010. En EEUU se perdían empleos a una tasa media de casi 750.000 al mes desde octubre de 2008 hasta marzo de 2009; en España, también

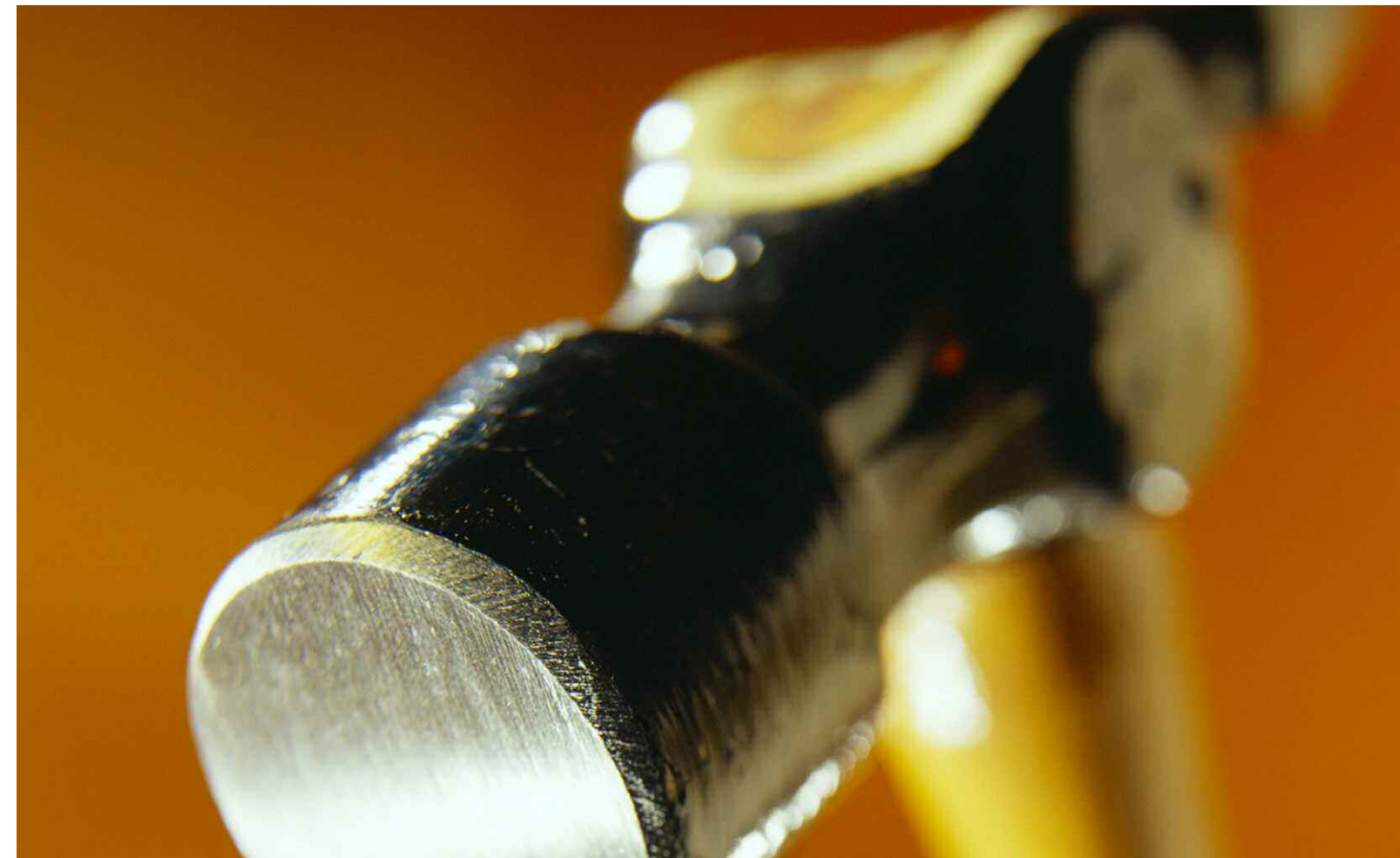


destacaba la OCDE, el paro entre los jóvenes con edades comprendidas entre 20 y 24 años alcanzaba el 29% en diciembre de 2008, un tercio más que un año antes. Es verdad que la excepcionalidad de esas cifras, su extensión entre un número creciente de países, convertía al desempleo en el más expresivo lenguaje de la dimensión económica de lo que en su momento fue sólo una crisis financiera.

Gráfico 6. Evolución de la tasa de desempleo, % población activa



Fuente: OCDE

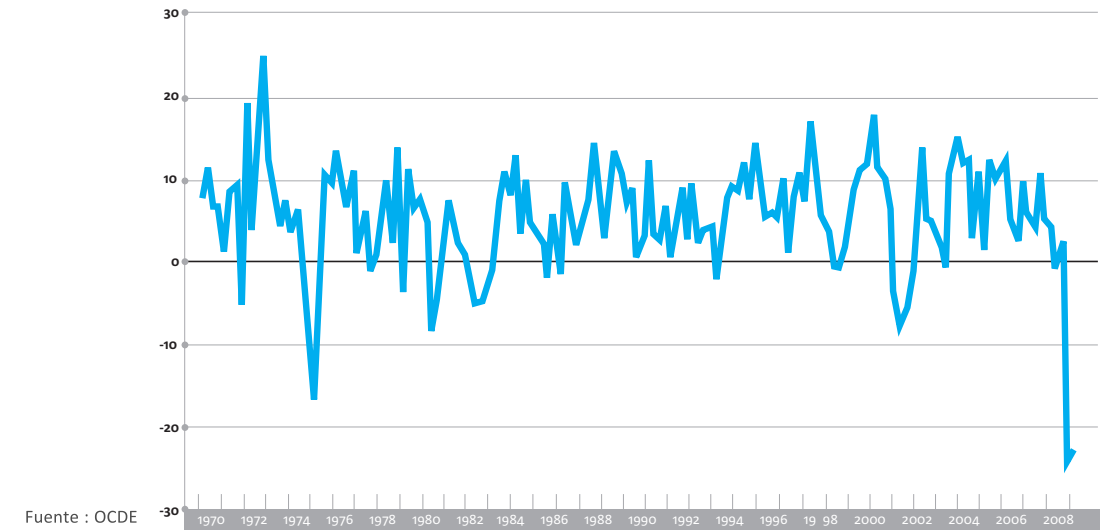


“Desglobalización”

El crecimiento del desempleo, no hace falta insistir mucho en ello, es la principal amenaza a la estabilidad social. También un factor que acaba presionando sobre los compromisos internacionales en la dirección de relajar los avances hacia el libre comercio. Ya existen algunas señales al respecto. En efecto, una de las más inquietantes es la reducción en el volumen de comercio internacional, reflejado en el gráfico 7. Su capacidad de intimidación es tanto mayor cuanto más explícita es su coexistencia con la emergencia de tentaciones proteccionistas en algunos países. Es en este punto en el que las eventuales analogías con lo ocurrido en los años treinta vuelven a ser relevante. Las “políticas de empobrecimiento del vecino” fueron en gran medida las responsables de la espiral de proteccionismo y aislamiento que además de profundizar la recesión, propiciaron la Segunda Guerra Mundial.



Gráfico 7: Crecimiento del comercio mundial, %

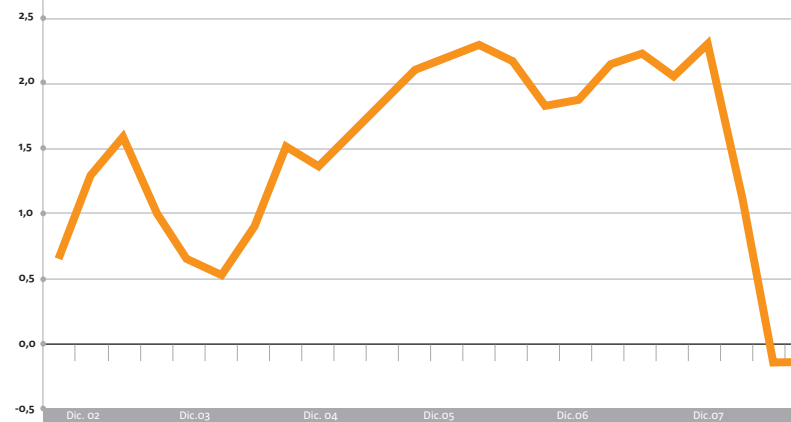


Fuente : OCDE

No menos destacable es la contracción en los flujos de financiación internacional. Según se percibe en el gráfico gráfico 8, destacado en el último informe de estabilidad financiera del FMI, la proporción de activos financieros transfronterizos en el total de activos de los bancos se desplomaron en el tercer trimestre de 2008, en la medida en que esos flujos de financiación internacional cayeron a un ritmo superior al que lo estaban haciendo los flujos de financiación crediticia totales: en el último trimestre de 2008 esa con-

tracción superaba el 14%. Esa suerte de introspección crediticia estaba motivada por el aumento de la aversión al riesgo a un ritmo superior al ya muy importante en los mercados domésticos. A medida que la crisis se extendía, la percepción de que la capacidad de gestión del riesgo de solvencia es más débil fuera que dentro de casa estimulaba ese repliegue inversor, y la percepción de retirada, de “vuelta a lo básico” de los grandes bancos. Junto a ello, las mayores exigencias regulatoras, y el mayor celo de los supervisores bancarios nacionales, han estado detrás de ese mayor nacionalismo crediticio, que junto al retroceso en otros flujos internacionales de capital y, en todo caso, en los antes comentados de comercio global, no constituyen precisamente un buen presagio.

Gráfico 8: Activos transfronterizos sobre Activos Totales en los países informantes al BIS. Tasa de variación anual en %



Fuente: BIS y FMI

Terapias agresivas y variadas

En la reacción de las autoridades económicas a la hora de administrar las terapias neutralizadoras de la crisis, encontramos también diferencias relevantes frente a la Gran Depresión. La contundencia y rapidez contrastan con las dudas de entonces. Aunque es cierto que todavía existen marcadas diferencias según los países.

Ese despliegue de políticas frente a la crisis se ha orientado básicamente hacia dos direcciones: el salvamento o apoyo de entidades financieras (bancos, y en menor medida, compañías de seguros) y aquellas otras que han tratado de compensar el desplome de la demanda agregada y la consiguiente elevación del desempleo.

Políticas de apoyo a la estabilización de los sistemas financieros

Después de todo lo hecho en el amplio repertorio de intervenciones en los sistemas bancarios no ha desaparecido la preocupación por la salud de sus principales operadores. En primer lugar porque los activos que nutren sus balances no han terminado de purgar

los excesos del pasado. En realidad, sigue existiendo la percepción generalizada de sobrevaloración, particularmente en los activos inmobiliarios de algunos países que tardan más en reflejar el ajuste en precios.

La vulnerabilidad de los sistemas bancarios tiene que ver igualmente con el deterioro de la solvencia de la cartera de créditos derivada de la propia recesión: del aumento del desempleo en todas las economías sin apenas excepción. En algunas de ellas, como la española, el endeudamiento hipotecario de las familias ha sido el más importante en la última década, y el ritmo al que está creciendo el paro no es menos inquietante que el de la peor crisis.

Lo anterior, junto a la razonable presunción de una futura regulación que impondrá mayores exigencias de capitalización, justifica la percepción de continuada fragilidad en la mayoría de los sistemas bancarios de las economías avanzadas. La significación de esa percepción es tanto mayor cuanto que la superación completa de la crisis, el inicio de la senda de recuperación del crecimiento económico, se muestra estrechamente dependiente de la definitiva normalización de la actividad bancaria. Es muy relevante en este sentido el análisis de la salud, de la resistencia a la adversidad para ser más concretos, que la administración estadounidense realizó de los 19 bancos nacionales mayores (aquellos cuyos activos superan los 100.000 millones de dólares), titulares del 70% de los activos totales del sistema bancario americano. Casi dos años después

de la emergencia de la crisis financiera, el objetivo de ese ejercicio de “stress test” es conocer, tras un análisis pretendidamente objetivo, cuáles son las necesidades de capital adicional de esos bancos. A partir de ahí, se establecerá el mecanismo de captación de esas necesidades de recursos propios: acciones ordinarias o acciones preferentes, fundamentalmente. Si el mercado no aporta las cantidades necesarias, volverá a ser el contribuyente americano el que lo haga. Menor cuidado en evitar la caída recibirán los bancos de pequeña y mediana dimensión, menos cruciales para el mantenimiento de la estabilidad del conjunto del sistema financiero. El cierre definitivo puede ser el destino de no menos de medio millar de bancos, de los 8.000 que básicamente conforman el sistema bancario americano.

No han sido pocos los principios en los que se basaba el normal funcionamiento de los sistemas financieros que esta crisis ha puesto a prueba. Desde luego aquellos que tratan de imponer el juego limpio en su más amplia acepción y garantizar la igualdad de oportunidades en esos mercados. La inexistencia de situaciones de información asimétrica o la generación de riesgo moral (“moral hazard”) eran particularmente relevantes.

Con datos del FMI reflejados en el gráfico 9, el coste de la estabilización del sistema financiero estadounidense le costará al contribuyente de aquel país el 2,5 del PIB solo en inyecciones de capital ya acordadas. Si se añaden recursos compartidos podrá llegar a



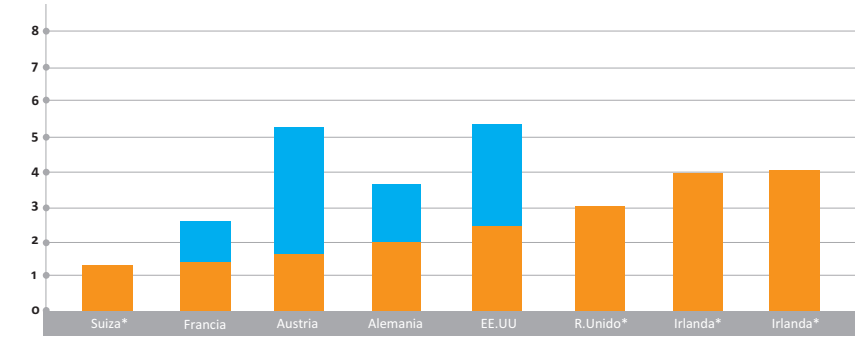
superar el 5 % de PIB. Será mayor que el correspondiente al Reino Unido, a pesar de que la financiación bancaria tiene un mayor peso específico en Reino Unido que en EEUU.

Medidas introducidas en los sistemas bancarios
Gráfico 9: Recapitalizaciones públicas, % PIB

| | Pasivos bancarios | | | | Activos bancarios | | Fondo papel comercial | Fondo de valores respaldados por activos | Prohibir o restringir la venta a corto |
|-----------------|-------------------------|-------------------------------------|----------------------|------------------|--------------------|-----------------------------------|-----------------------|--|--|
| | Aumento seguro depósito | Garantía o compra de deuda bancaria | Inyectar capital (1) | Nacionalizar (2) | Aislar los activos | Plan para comprar activos tóxicos | | | |
| Estados Unidos | x | x | x | x | x | x | x | x | x |
| Japón | | x | x | | | | x | x | x |
| Área Euro | x | | | | | | | | |
| Alemania | x | x | x | | x | | | | x |
| Francia | ya elevado | x | x | | | | | | x |
| Italia | x | | x | | | | | | x |
| Reino Unido | x | x | x | x | x | | x | x | x |
| Canadá | | x | | | | | x | x | x |
| Australia | x | x | | | | | | x | x |
| Austria | x | x | x | | | | | | x |
| Bélgica | x | x | x | | | | | | x |
| Rep. Checa | | | | | | | | | |
| Dinamarca | x | x | x | | | | | x | x |
| Finlandia | x | x | x | | | | x | | x |
| Grecia | x | x | x | | | | | | |
| Hungría | x | x | x | | | | | | |
| Islandia | x | | x | x | | | | | x |
| Irlanda | x | x | x | x | | | | | |
| Corea | | x | | | | | | | |
| Luxemburgo | x | x | x | | | | | | |
| Países Bajos | x | x | x | x | | | | | x |
| Nueva Zelanda | x | x | | | | | | | |
| Noruega | ya elevado | x | x | | | | | | |
| Rep. Eslovaquia | x | | | | | | | | |
| Polonia | x | | x | | | | | | |
| Portugal | x | x | x | | | | | | |
| Suecia | x | x | x | | | | | x | |
| España | x | x | | | | | | x | x |
| Méjico | | x | | | | | | | |
| Suiza | x | | x | | | | x | x | |
| Turquía | | | | | | | | | |

1. El capital ya se ha inyectado en los bancos, o los fondos se han asignado para las futuras aportaciones de capital. La ley permite al gobierno japonés inyectar capital en instituciones financieras, pero hasta el momento esta opción no se ha utilizado.
2. Nacionalización se define como el gobierno tomando el control de una parte sustancial de las actividades bancarias (definida en un sentido amplio). La celda de los Estados Unidos está marcada para reconocer las medidas adoptadas por las autoridades para tomar el control de Fannie Mae y Freddie Mac y disfrutar de Washington Mutual.

Fuente: OCDE



Fuente: Tesoro EE.UU.; Comisión Europea; Gobiernos Nacionales y cálculos Bruegel

Nota: Datos de 11 de febrero de 2009. cantidades restringidas a las aportaciones de capital de Nivel 1. * Estos países no especifican un importe máximo del total de la inversión.

Políticas monetarias:

Los principales bancos centrales del mundo han tratado por todos los medios a su alcance de neutralizar las adversas consecuencias, primero de la crisis crediticia y luego de la crisis económica global. Empezaron haciéndolo mediante esas inyecciones de liquidez a partir de ese 9 de agosto de 2007 que se considera la fecha de inicio de la crisis. Hoy, la Reserva Federal estadounidense mantiene un rango entre el 0 y el 0,25% para el tipo de interés objetivo de los fondos federales, sin dejar de manifestar públicamente su disposición a mantener niveles muy bajos durante el tiempo que haga

falta. A decir verdad, cualquier modelo o regla de decisión en la que se amparara en condiciones normales el nivel deseable de los tipos de interés, como la denominada “Regla de Taylor”, obligaría a un ejercicio difícil de concebir, situar en terreno negativo en términos nominales los tipos de interés, entre el 5% y el 6% según algunas estimaciones realizadas con datos de abril. No sólo en el caso de EEUU.

Cuando se leen las actas de su órgano decisor, los “minutes” del Federal Open Market Committee, se entienden las razones que han llevado a la adopción de decisiones excepcionales. No sólo reduciendo los tipos de interés, sino adoptando medidas poco convencionales, de “quantitative easing”, en su expresión más técnica. Es la verificación de que los mecanismos convencionales de transmisión no funcionan: hay que hacer un bypass. La compra de títulos con respaldo hipotecario (mortgage-backed securities) o de bonos del tesoro, son un exponente de esa pretensión por inyectar liquidez, de facilitar las condiciones de financiación, en la economía bajo diversas formas, al tiempo que tratar de influir en el precio de dichos activos financieros. Si comprando los primeros se favorece la contención de los tipos de interés hipotecarios, con la inversión del banco central en títulos del tesoro, el banco central está entrando en un terreno incluso más heterodoxo. Está de hecho actuando en el ámbito fiscal, al margen de los cometidos asignados en sus mandatos estatutarios a los bancos centrales, incluso en el que tiene sus cometidos menos estrictamente definidos como es la

Fed. La contrapartida a esa flexibilidad en la toma de decisiones podría ser, en efecto, una erosión de la credibilidad para la satisfacción de su tradicional objetivo, la consecución de la estabilidad de precios a largo plazo. La unanimidad de los miembros del FOMC a la hora de votar esas decisiones excepcionales de expansión del balance del banco central deja poco lugar a dudas acerca de la gravedad de las consecuencias de la crisis. En todo caso, debemos recordar esa dualidad de objetivos de la Fed: la estabilidad de precios coexiste con ese otro mandato de contribución a la consecución del pleno empleo.

Aunque más remiso, el Banco Central Europeo (BCE) también se ha incorporado a la senda reductora, (siete recortes en ocho meses) situando su tipo repo en niveles igualmente desconocidos, del 1% en abril de 2009. Las restricciones para entrar en el terreno menos convencional son mucho mayores en la UE, pero el BCE ha asumido la posibilidad de comprar cédulas hipotecarias (“covered bonds”) emitidas por los bancos de la eurozona.

El Banco de Inglaterra, por su parte, no ha dejado de reducir su tipo de interés de intervención desde el 5%, hasta situarlo en abril en el 0,5%, el más bajo en sus tres siglos de historia.



Políticas fiscales

Los gobiernos han visto deteriorarse de forma muy importante las finanzas públicas por tres razones: la asignación de fondos públicos al salvamento de entidades financieras, la activación de los denominados estabilizadores automáticos (derivados fundamentalmente de aquellos conceptos de gasto público asociados a la caída de la actividad, como los subsidios por desempleo) y las actuaciones más keynesianas, los programas específicamente destinados al estímulo de la demanda agregada.

Las comparaciones con la Gran Depresión emergen también cuando se observa el protagonismo adoptado por la política fiscal en esta crisis, frente a la desorientación y pasividad de entonces. En la economía donde la crisis emergió, EEUU, es donde la asignación de gasto público ha sido más importante, hasta alcanzar los 787.000 millones de dólares. Ha sido también, por tanto, la principal vía de provocación en el debate acerca del papel que la política fiscal ha de jugar, tras muchos años (fundamentalmente a partir de comienzos de los ochenta) en los que parecía asumida la definitiva marginación de su función. Ahora vuelven las recomendaciones de J.M. Keynes, pero con una más diligente atención por parte de todos los gobiernos, con bastante independencia de su signo político. Vuelven, quién lo diría, de la mano del otrora guardián de la ortodoxia, el propio FMI, ahora consciente de los peligros de que,



en un entorno global como el actual, los grandes bloques entraran en una recesión demasiado profunda y, más inquietante, demasiado prolongada.

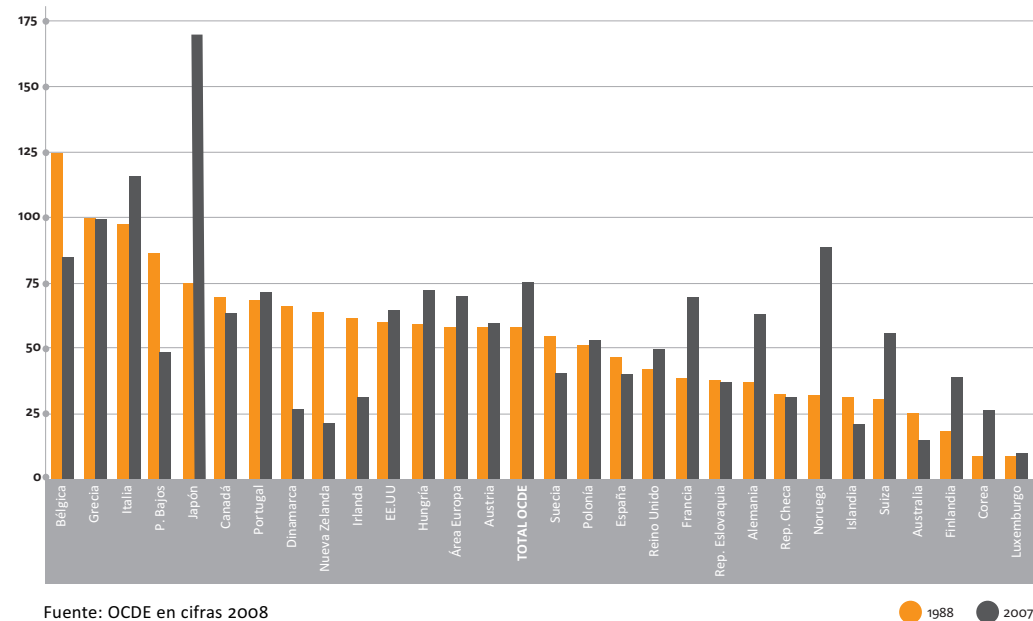
Renovado interés el suscitado por la discusión acerca del impacto sobre el crecimiento de esos estímulos fiscales y dentro de estos, por los efectos de sus dos principales vías, la reducción de impuestos o el aumento de la inversión pública. Las estimaciones del multiplicador (cuál puede ser el incremento de la producción derivado de un dólar de estímulos fiscales) cobran así toda su importancia. Tanto más si la economía en cuestión presenta una insuficiencia de capital. El resultado de todo ello, en cualquier caso, es un aumento muy significativo de los déficit fiscales a corto y medio plazo. Entre el juego de los estabilizadores automáticos derivados de los compromisos de gasto y menores ingresos específicamente atribuibles a la caída de la actividad económica (donde los subsidios por desempleo cobran un papel destacado, especialmente en las economías europeas) y el aumento del gasto discrecional, más explícito en EEUU, China y Japón, las finanzas públicas de las economías de la OCDE han alcanzado un grado importante de deterioro. EEUU, Reino Unido y Japón terminarán 2009 con un déficit no inferior al 10% del PIB.

El stock de deuda pública sobre el PIB con el que la mayoría de las economías de la OCDE aborda la recesión, a finales de 2007, era superior al existente una década antes. Los mercados de bonos, sin

embargo, no se han visto afectados de forma particularmente adversa ante ese aumento, incluso ante el derivado del activismo de la mayoría de los gobiernos de la OCDE en la concesión de avales y todo tipo de apoyos a las emisiones de deuda de sus sistemas bancarios.

Merece la pena destacar nuevamente el activismo de las autoridades chinas a este respecto, con un paquete recientemente anunciado por más de 500.000 millones de dólares.

Gráfico 10: Deuda pública (porcentaje del PIB)



Fuente: OCDE en cifras 2008
 Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/466861461214>

Coordinación internacional

Alguna otra crisis anterior, la asiática de 1997 desde luego, mereció la calificación de primera gran crisis global de la historia. La extensión de la propagación de la actual deja lugar a pocas dudas en todo caso acerca de la capacidad para extender su metástasis y, desde luego, la rapidez para hacerlo. Esta es la primera, es cierto, que no tiene una dimensión exclusiva ni fundamentalmente regional. Emergió en EEUU, en un segmento concreto de su mercado hipotecario, pero en pocas semanas había conformado la crisis crediticia más importante de las últimas décadas. Economías con pocos denominadores comunes con la estadounidense resultaron contaminadas hasta el punto de compartir hoy esa genérica recesión en la que se encuentra inmersa la economía mundial.

Donde, afortunadamente, también se manifiesta la globalidad de esta crisis es en la proyección de las terapias. Es esta otra de las muy significativas diferencias con la Gran Depresión. Entonces los gobiernos no reaccionaron con la celeridad y la voluntad de cooperación de ahora. Los años treinta ya habían dejado atrás aquella edad de oro, la primera, de la globalización, que se extendió a lo largo del último tercio del siglo XIX, durante la vigencia del patrón oro en las relaciones comerciales y financieras internacionales.

En efecto, uno de los aspectos que favorablemente diferencia a esta crisis es la relativa rapidez con que se ha dispuesto un mecanismo de cooperación internacional con el fin de enfrentar sus consecuencias de forma cooperativa. Las dos reuniones del G20, en particular la de Londres en abril de 2009, ha supuesto un avance con el que no era fácil confiar, a tenor de la poca utilidad mostrada por reuniones precedentes de otras formaciones similares. Esa reunión tenía lugar después de que los bancos centrales más importantes del mundo y otros supervisores financieros asumieran la necesidad de llevar a cabo decisiones extraordinarias, como las inyecciones masivas de liquidez, la reducción sin precedentes de los tipos de interés o el apoyo directo de las finanzas públicas al salvamento de bancos o compañías de seguros.

No fue esta convocatoria una segunda edición de la Conferencia de Bretton Woods como algunos optimistas se apresuraron a anticipar. En aquella reunión de julio de 1944, en el hotel de Bretton Woods, New Hampshire, se definieron las reglas cambiarias internacionales y la arquitectura institucional necesaria para su supervisión. El FMI y el Banco Mundial nacieron entonces, tras el acuerdo de 44 naciones, en las que por razones obvias no estaban ni Alemania ni Japón, pero sí China y la entonces URSS.

La quiebra del sistema de Bretton Woods, en 1971, define el inicio de una fase en la que la liberalización y desregulación creciente de los movimientos de capital acaba convirtiéndose en el requisito de

homologación de cualquier economía que aspire a jugar en la escena financiera internacional con las más avanzadas. La intensificación de las transacciones financieras internacionales, la movilidad global del capital, no estuvo sin embargo acompañada de un fortalecimiento de la supervisión internacional. Abandonado el régimen cambiario cuya supervisión se encomendó al FMI en 1944, este inició una suerte de reconversión funcional sin una dirección del todo clara y, en cualquier caso, distante de la supervisión financiera global que un mundo cada día más integrado exigía. Las posibilidades de regulación laxa o autorregulación en las transacciones financieras son hoy menores que en cualquier momento desde aquella década de los setenta.

La señal probablemente más tranquilizadora que emergió de esa reunión en Londres fue el explícito reconocimiento de la amenaza del proteccionismo, en circunstancias como las actuales en las que el desempleo crece en la mayoría de los países, amparando actitudes contrarias a la inmigración y a las importaciones de bienes y servicios. Ese es, en efecto, el más peligroso de los enemigos a la normalización de la actividad económica y financiera. La memoria de los años treinta, la extensión de las “políticas de empobrecimiento del vecino”, y sus nefastas consecuencias, ha sido determinante en la hasta ahora neutralización de esas tentaciones.

Destacable ha sido igualmente el acuerdo de fortalecimiento de la base financiera del FMI con el fin de facilitar financiación a las eco-



nomías menos avanzadas. Los recursos de la institución pasan de 250.000 millones de dólares a 750.000 millones para financiar esa nueva versión del FMI (FMI 2.0, la calificó la revista Times) mucho más partidario de la utilización del gasto público en la gestión de esta crisis. Una orientación terapéutica que contrasta de forma notable con la mantenida en el tratamiento de la crisis asiática que emergió en el verano de 1997. También durante los años treinta hubo intentos de coordinación internacional pero menos relevantes y, a tenor de los resultados, mucho menos eficaces. De poco sirvieron, en efecto, las reuniones convocadas por el presidente Hoover en la Casa Blanca a partir del crash de octubre 1929.



El economista británico J.M Keynes (en el centro), principal arquitecto de la Conferencia Monetaria y Financiera de Naciones Unidas celebrada en Bretton Woods, en 1944



Consecuencias de largo alcance

La crisis bancaria que desencadenó la recesión en la que hoy se encuentra la economía mundial es algo más que un accidente. Con independencia de que esa no fuera la primera convulsión financiera moderna, es cierto que ha sido la que mayor daño está infringiendo al conjunto de las economías, con bastante independencia de su proximidad al epicentro del terremoto financiero. Como hemos visto en páginas anteriores, los costes más relevantes y también menos merecidos, si es que es posible utilizar esta expresión, son los que ya soportan los millones de desempleados que esta crisis ha creado en todo el mundo. Su tratamiento está exigiendo el endeudamiento en cuantías muy significativas de los gobiernos. Las estimaciones del FMI anticipan que la deuda pública media del grupo de economías más ricas de las integradas en el G20 superarán el 100% del PIB en 2014, desde el 70% de 2000 y apenas el 40% en 1980.

Es razonable, por tanto, que la evitación de crisis financieras con esa fatal recurrencia en el futuro se haya convertido en la prioridad más importante en muchos gobiernos. Asimilar el escarmento, en definitiva, exige revisar aspectos básicos del funcionamiento de los modernos sistemas financieros, sin mermar

el papel esencial que los mercados financieros han de seguir desempeñando en la asignación de capital en las modernas economías. Ello ha de ser necesariamente compatible con una mayor transparencia de todo tipo de transacciones financieras, pero en particular de las que comprenden instrumentos más intensivos en riesgo. Los balances podrán seguir informando de solo una parte de la actividad de las entidades bancarias, dejando zonas de sombra, insuficientemente supervisadas, fuera de los estados financieros convencionales.

A tenor de lo anterior puede entenderse que la crisis actual, sus consecuencias, haya desencadenado una revisión de calado de aspectos considerados básicos en el funcionamiento de los sistemas financieros, desde la regulación hasta los esquemas de remuneración de los directivos de las entidades financieras. El papel de la innovación financiera, de los gobiernos, de las agencias de calificación crediticia, o la propia catalogación tradicional de las especies financieras (bancos de inversión, bancos comerciales, compañías de seguros, agencias de calificación crediticia, etc.) han sido cuestionados como si de una enmienda a la totalidad del funcionamiento de los sistemas financieros se tratara.

Y es que es también un hecho que los sistemas financieros, el propio sistema económico, ha mostrado una fragilidad superior a la que proyectaba hasta la emergencia de esta crisis. El capitalismo

ha quedado desnudo y, la verdad, es que algunas de sus formas o manifestaciones no han gustado mucho. Las crisis financieras, las anomalías y fallos de diversa naturaleza desvelados, han sido demasiado frecuentes en los últimos años. La última en concreto ha sido como un gran escarmiento. Se han desvelado deficientes regulaciones y una excesivamente fácil extensión de incentivos perversos, cuya combinación ha sido nefasta. Las pérdidas de riqueza financiera y de bienestar que esta crisis ha originado justifican esa revisión de algunas de las piezas esenciales en las que se ha basado el funcionamiento de la mayoría de los sistemas financieros de las economías avanzadas.

Tras la crisis financiera iniciada en el sureste asiático, en 1997, fueron los sistemas financieros de las economías menos avanzadas los que se cuestionaron: la calidad de sus instituciones, de las prácticas de sus bancos centrales, o la existencia de esas “puertas giratorias” entre los gobiernos y las entidades bancarias, ampararon esa caracterización de “crony capitalism” o capitalismo de amiguetes, en no pocas de las economías asiáticas. Ahora algunas de las prácticas entonces criticadas se han revelado arraigadas también en algunos sistemas financieros más avanzados.

Esta crisis, efectivamente, ha sentado las bases para la realización de cambios de gran significación en diversos ámbitos de la actividad económica. Desde luego de las finanzas, de la regulación y organización de los sistemas financieros. Todo ello es probable que



ampare una nueva fase en la evolución del sistema en la que las muletas y tutela de los gobiernos sean más explícitas. Pero es verdad que siendo la crisis más severa en la historia frecuente, de ella no se ha deducido alternativa alguna al propio sistema. Eso no quiere decir que este no tenga que ser reforzado. A modo de meros enunciados (quizás alguno de ellos pueda ser objeto de mayor desarrollo en posteriores monografías) valga la siguiente relación.

La regulación es importante

Recordaba el presidente del consejo de asesores económicos de George W. Bush, el profesor de Harvard Gregory Mankiw (2009) algunos aspectos que necesariamente deberán abordarse de forma distinta a como hasta ahora se abordaban en los cursos de introducción a la economía como consecuencia de esta crisis. Uno de ellos era el papel de la intermediación financiera (la conducción de recursos financieros desde los ahorradores hasta los inversores), el propósito más esencial de los sistemas financieros. La eficacia en su cumplimiento era proporcional a la discreción con que se conducía, a la ausencia de protagonismo aparente. Su ausencia, la existencia de problemas entre sus operadores, es lo que acaba



convirtiéndose en noticia, como ha ocurrido en esta crisis. Y la imprecisión de las normas y regulaciones o, la ausencia de las mismas, es algo cuya gravedad esta crisis ha revelado de forma suficientemente explícita. Lleva razón también N.G. Mankiw al señalar que los otros tres aspectos que no se pasarán por alto en esos cursos de introducción a la economía a partir de ahora será el papel del apalancamiento financiero como “exagerador” de las tensiones y, desde luego, de los desenlaces adversos; los límites de la política monetaria o las más controvertidas habilidades de los economistas para anticipar desastres como el que nos ocupa en esta monografía.

El aspecto más importante, en efecto, es el relativo a las reglas de juego. La mejor garantía para un buen funcionamiento de los sistemas financieros es que descansen en una buena regulación. Ello no equivale, en modo alguno, a mayor regulación. El exceso de regulación, la introducción de normas innecesarias o la imposición de lentos controles burocráticos en las instancias supervisoras puede impedir que los sistemas financieros funcionen (asignen el ahorro a proyectos de inversión) de forma eficiente. Y de ello depende no sólo el crecimiento, sino lo que garantiza su mantenimiento a largo plazo, el progreso tecnológico.

Es un hecho que las severas consecuencias de esta crisis ha debilitado la fe ciega en los mercados financieros, en su eficiencia y capacidad de escrutinio; en la capacidad de sus principales operadores

para funcionar basándose exclusivamente en la autorregulación. Los gobiernos están llamados a mantenerse cerca de los sistemas financieros. Tienen la obligación de salvar del colapso a los sistemas financieros, pero a cambio ellos pueden ejercer el derecho a limitar el comportamiento de los operadores financieros, desde luego a que quede garantizada en todo momento una adecuada gestión de los riesgos.

En efecto, esta crisis ha reforzado el convencimiento de que los gobiernos, las instituciones públicas reguladoras y supervisoras, son importantes en el funcionamiento de las economías de mercado. Ello es particularmente cierto en el caso de los sistemas financieros; su funcionamiento ha de basarse en normas adecuadas, que abarquen el perímetro adecuado, que dejen poco lugar a la ambigüedad interpretativa. No mucha regulación, pero tampoco el dominio exclusivo de la autorregulación.

La gente ha percibido tras esta crisis que la distribución de las consecuencias de los errores es muy desigual. Unos no pueden estar más protegidos que otros. Y la mejor garantía para no generar distanciamientos y desapego del propio sistema económico es una regulación clara que no deje zonas de sombra en el funcionamiento de los sistemas financieros.

Quizás una consecuencia de esa re-regulación de la actividad financiera es el retorno a lo básico en el negocio bancario. La vuelta a la

intermediación bancaria más tradicional, más aburrida y menos glamurosa, en los términos del alegato realizado, entre otros, por Paul Krugman (2009). En estrecha relación con esto, otra consecuencia igualmente previsible es la exigencia de menores niveles de endeudamiento, de relaciones de apalancamiento (de recursos propios y endeudamiento) más reducidas y, en todo caso, susceptibles de reducirse cuando las condiciones económicas lo aconsejen.

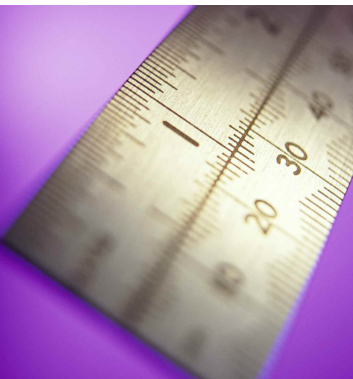
Sí es probable, en todo caso, que al uso de instrumentos más sofisticados, algunos derivados sin ir más lejos, se impongan mayores exigencias, de registro por ejemplo, con el fin de que los supervisores dispongan de una mayor trazabilidad de los riesgos asumidos por los sistemas financieros. Serán exponentes de esa mayor intervención de las autoridades en el funcionamiento ordinario de los sistemas financieros.



Arquitectura y Arquitectura y regulación global

Dos lecciones muy vinculadas dejan estas crisis. Nadie puede salir solo de ellas. Y, para la prevención de las próximas, es de todo punto necesario un comportamiento cooperativo entre las autoridades de las principales economías activas en la escena económica y financiera internacional. Son necesarias normas comunes, códigos de comportamiento financiero similares para todas las economías con cierto grado de interacción financiera internacional.

El mantenimiento de la dinámica de globalización exige asumir la estrecha interdependencia y responder con regulaciones suficientemente homogéneas, distantes en todo caso de la fragmentación existente, propiciadora de esas situaciones de arbitraje regulador nada favorables a la estabilidad financiera. Esto es, particularmente en aquellos intermediarios financieros con proyección global, especialmente los bancos transfronterizos.



Interdependencia y moneda única global

Al final de marzo de 2009 las reservas internacionales de China ascendían a 1,954 billones de dólares, según el banco central de aquel país. Lo que las autoridades nunca desvelan es la composición de esas reservas, pero diversas estimaciones sitúan la proporción de activos denominados en dólares en el entorno del 70%. De ellos, una amplia mayoría serían instrumentos de deuda del Tesoro, bonos que financian la creciente deuda pública estadounidense, pero también hay instrumentos aparentemente menos seguros, como los emitidos por las agencias hipotecarias, Fannie Mae y Freddie Mac, intervenidas el pasado verano.

No son unas cifras cualquiera. Conceden un protagonismo diferencial a las autoridades chinas en el mantenimiento de la estabilidad financiera de EEUU; obligan a los estadounidenses a tener muy en cuenta lo que estos inversores, un gobierno con una filosofía de gestión bien distinta, piensan. Entre otras cosas, porque las decisiones de asignación de esas reservas condicionan de forma muy significativa el bienestar de los ciudadanos americanos. Desde luego a través del nivel de los tipos de interés y del tipo de cambio del dólar, pero también condicionando la magnitud del gasto público. Y en esas decisiones influirá el grado de satisfacción de los inversores con los rendimientos a esas cuantiosas inversiones.

Todo eso cobra, en las condiciones actuales de gestión de la crisis, una importancia diferencial. Concede a la todavía considerada “economía emergente” china un peso específico de gran potencia.

Y esta gran potencia resulta que no está muy satisfecha con los rendimientos de sus inversiones en dólares. Los tipos de interés no han dejado de caer y el tipo de cambio del dólar no ha dejado de depreciarse. Las autoridades chinas saben que si la composición de esas excepcionales reservas internacionales hubieran sido menos intensivas en dólares los resultados hubieran sido mejores. Desde luego si de ellas hubieran estado ausentes algunos de los instrumentos financieros de alto riesgo, como los productos con “subprime”, que desencadenaron la crisis financiera actual.

Recordaba el premio Nobel Paul Krugman en uno de sus artículos a principios de abril el chiste que circulaba cuando emergió la crisis, en el que se afirmaba que finalmente EEUU había conseguido equilibrar sus relaciones comerciales con China: ellos les vendían juguetes envenenados y pescado en mal estado y EEUU les colocaban “activos financieros fraudulentos”. O aquellos otros, podríamos añadir, que sin serlo están aportando una rentabilidad decepcionante, consecuencia en gran medida de las pérdidas de capital originadas por la muy significativa depreciación del tipo de cambio. Son razones, suficientemente poderosas, que invitan a reconsiderar la tradicional preferencia mayoritaria por los activos en dólares. En mayor medida cuando se toma en consideración el riesgo de

que la deuda pública de la mayor economía del mundo pudiera llegar a ser degradada por alguna agencia de “rating”. David Walker (2009) nos recordaba recientemente que ha sido Moody’s la agencia que ha advertido acerca de las posibles implicaciones adversas del deterioro adicional en la deuda pública. La simple consideración de esa posibilidad de perder el “AAA” que la economía estadounidense tiene desde 1917, es otro de los exponentes de las nada convencionales consecuencias que esta crisis traerá consigo.

Las probabilidades de alteración significativa en esa relación son tanto mayores cuanto más explícita es la contracción de las exportaciones chinas consecuente con la crisis. Previsiblemente esas reservas chinas irán menguando a medida que se usen en el estímulo de la demanda interna, que como hemos visto falta le va a hacer. No está claro que en el futuro China siga invirtiendo significativamente menos de lo que ahorra. En todo caso, es una muy elocuente expresión de esas nuevas vías de interdependencia que esta dinámica de globalización ha generado.

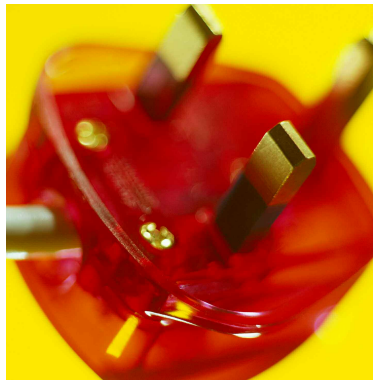
Es en este contexto en el que China se ha incorporado a las voces que cuestionan en cierta medida la hegemonía del dólar en las finanzas internacionales y, con ello, reclaman una cierta revisión del sistema financiero internacional. El gobernador del banco central chino ha sugerido la creación de una moneda de reserva supranacional, una suerte de renovados Derechos Especiales de Giro (DEG), creados en 1969 por el Fondo Monetario Internacional,

como activos de reserva para suplementar las reservas oficiales existentes de los países socios. Por esa razón se la conoce como “la moneda del Fondo”, aunque más que una moneda es sólo una unidad de cuenta.

No ha pasado por alto el renovado protagonismo de estas unidades tipo cesta de la mano de la última reunión del G20. En el punto 19 del comunicado se refleja el acuerdo para realizar una “asignación de DEG que inyectaría 250.000 millones de dólares en la economía mundial incrementado la liquidez mundial”. Algunos analistas han querido ver en una decisión tal la voluntad de globalizar esa política monetaria poco convencional amparada bajo la eufemística calificación de “quantitative easing”. Efectivamente, la principal ventaja de una nueva emisión de los hasta ahora durmientes DEG es que aumenta de forma inmediata las reservas exteriores sin necesidad de realizar préstamos.

Con independencia de la solución técnica que llegue a arbitrarse a esa cada día más explícita demanda de menor protagonismo de la moneda americana, una reclamación tal es por si sola expresiva de esas nuevas circunstancias y equilibrios en los que se moverán a partir de ahora las relaciones financieras internacionales. Del desplazamiento de poder que está teniendo lugar desde hace años, pero que ha sido especialmente impulsado por la crisis financiera actual.

También es una expresión del cada vez más extendido convencimiento en un número creciente de economías emergentes de la conveniencia de disponer de una moneda global, amparada en un banco central global que diseñe una política monetaria para el conjunto de la economía mundial. Todo, en definitiva, favorece la presunción de que en el sistema de relaciones financieras internacionales del día después el papel de los emergentes será determinante. Ha tenido que llegar una crisis de esta envergadura para verificar la proximidad del final de las hegemonías simples en la escena económica y financiera global. Cercanía también, desde luego, a ese sistema verdaderamente ecuménico, global, que demandaba Keynes en su intervención durante la apertura de la conferencia de Bretton Woods.



La renovada actualidad de los DEG

Inicialmente un DEG se ha definido por equivalencia a 0.888671 gramos de oro fino, que era la equivalencia en el momento de su creación a 1 dólar estadounidense. Aunque inicialmente integrados por un amplio número de monedas, desde la certificación del colapso del sistema de Bretton Woods en 1973, su valor está basado en una cesta compuesta por cantidades fijas de las principales monedas: dólares, euros, yenes y libras esterlinas, expresado en dólares a tipos de cambio diarios. Cada cinco años es revisada esa composición con el fin de verificar su importancia relativa en el comercio de bienes y servicios y en el sistema financiero mundial, en particular en las reservas internacionales de los países miembros del FMI; la última revisión tuvo lugar en noviembre de 2005 y la próxima será a finales de 2010.

Los DEG se asignan a los países miembros del FMI en proporción a sus cuotas en el Fondo. Los DEG también actúan como unidades de cuenta, para, entre otras cosas, llevar la contabilidad del propio FMI, y las de otras organizaciones internacionales. El valor oficial en dólares de EEUU de un DEG es diariamente informado por el FMI, sobre la base de la cotización de las monedas integrantes al mediodía en el mercado de Londres.

Referencias bibliográficas:

Analistas Financieros Internacionales (2009)
"La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades"
Ediciones Empresa Global, Madrid

Bovenberg, Lans (2009)
"Europe in the eye of a crisis"
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3412>
4 April

Financial Services Authority (2009)
"The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis"
Londres, Marzo 2009

Fondo Monetario Internacional (2009)
"Research, Monetary and Capital Markets, and Strategy, Policy, and Review
Departments, Initial Lessons of the Crisis"
Febrero

Guillén, Mauro F. y Ontiveros, Emilio (2007)
"Hipotecas allí y aquí"
El País Economía, 14 de agosto

Guillén, Mauro F. y Ontiveros, Emilio (2008)
"Globalización en crisis"
El País Negocios, 28 de septiembre

Guillén, Mauro F. y Ontiveros, Emilio (2008)
“La transparencia como terapia”
El País Negocios, 16 de noviembre

Krugman, Paul (2009)
“China’s Dollar Trap”
New York Times, 2 abril

Krugman, Paul (2009)
“Making Banking Boring”
New York Times, 10 abril

Mankiw, N. Gregory (2009)
“That Freshman Course Won’t Be Quite the Same”
The New York Times, 23 de mayo

Ontiveros, Emilio (1997)
“Sin Orden ni Concierto. Medio Siglo de Relaciones Monetarias Internacionales”
Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid

Ontiveros, Emilio (2007)
“Crisis de crédito y nuevo entorno económico”
El País Domingo, 2 de septiembre

Ontiveros, Emilio (2008)
“El fracaso de la regulación tradicional”
El País Negocios, 31 de agosto

Ontiveros, Emilio (2008)
“Lo financiero y lo real”
El País Domingo, 26 de octubre

Ontiveros, Emilio (2008)
“Ponzi para elegidos”
El País Domingo, 14 de diciembre

Ontiveros, Emilio (2009)
“A las finanzas no se las puede dejar solas”
El País Domingo, 4 de enero

Ontiveros, Emilio (2009)
“Bancos versus mercados”
El País Negocios, 15 de febrero

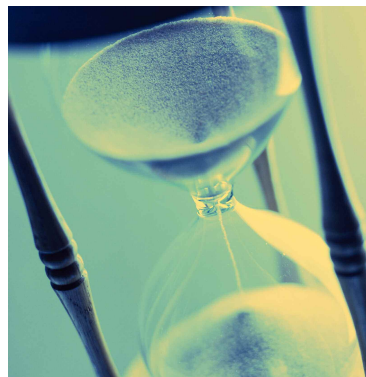
Ontiveros, Emilio (2009)
“Estímulos y arquitecturas”
El País Negocios, 30 de marzo

Pisani-Ferry, Jean e Indhiera Santos (2009)
“Reshaping the Global Economy”
Finanzas y Desarrollo, marzo, volumen 46, nº1

Taleb, Nassim Nicholas (2007)
“The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable”
Random House, N. York

Walker, David (2009)
“America’s triple A rating is at risk”
Financial Times, 13 de mayo

World Economic Forum (2009)
“The Future of the Global Financial System.
A Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios”



Colección Monográfica

El camino hacia el Euro.

Los Juegos Olímpicos.

Itinerarios de dos mil años. Escalas del tiempo.

China: el despertar del gigante.

Homenaje a José Echegaray.

El Enigma del Neandertal.

150 años con Madame Bovary.

Renovada Globalización. Nuevas tendencias de la Economía mundial.

La crisis “subprime” y sus lecciones.

Los instrumentos de la orquesta. El concierto de Año Nuevo de la Orquesta Filarmónica de Viena.

Strauss.

La más singular de las crisis.