



La «crisis de un siglo» ...

A medida que la evolución de la crisis financiera cobra un ritmo vertiginoso cunde el descrédito del modelo de negocio en que se basa una parte cada vez mayor de las actividades del sector financiero. En el presente resumen se sostiene que es necesario un grado considerable de intervención pública para evitar daños mayores al sistema financiero y la economía real. Es también imperativo fortalecer la regulación y aumentar la transparencia de los instrumentos e instituciones financieras. En general, el objetivo de la política macroeconómica debe ser evitar una recesión mundial o incluso la depresión. A la postre, el principal reto para la política económica bien podría ser la deflación y no la inflación.

Han pasado más de 13 meses desde que se desencadenó la crisis y la economía mundial aún no ha visto la proverbial luz al final del túnel. La situación no cesa de empeorar ante el total descalabro financiero que se vislumbra, mientras el Gobierno estadounidense hace denodados esfuerzos por llevar la calma a los mercados con el mayor paquete de rescate financiero de la historia, empeño en que ha sido secundado por varios gobiernos europeos. Las noticias casi diarias de bancos paralizados y el hecho de que el tan pregonado modelo de negocio de la banca de inversión haya desaparecido por el agujero negro de la crisis es un mal presagio para una economía mundial que ya estaba al borde de la recesión incluso antes de que se precipitase el desplome del sector financiero.

La amenaza de una debacle ha obligado a los gobiernos a volver a asumir un papel protagonista. En efecto, los gobiernos y los bancos centrales son los únicos que pueden estabilizar los mercados en un momento en que se ha perdido la confianza y en que los demás agentes están tratando de reducir gastos o sanear sus cuentas a cualquier precio a fin de evitar la quiebra. Así como la deuda de una familia es el activo de otra y el gasto de una empresa es el ingreso de otra, en un momento de expectativas uniformes el mercado no podrá estabilizarse sin la intervención anticíclica del gobierno.

Para los responsables de las políticas en todo el mundo, es más importante que nunca entender que las leyes de la economía en general son fundamentalmente diferentes de las que rigen el comportamiento de una familia o una empresa. Los gobiernos y los bancos centrales también deben ser conscientes de que un mercado financiero moderno que busca sin cesar una mayor rentabilidad en la expectativa del constante aumento de los precios en determinados sectores o determinados activos es una bestia que hay que domar antes de que cause daños graves y ponga en peligro todo el sistema. Los gobiernos que han visto aparecer enormes burbujas creadas por la reciente especulación basada en el apalancamiento, como, por

ejemplo, en las bolsas de Rusia y China, deben saber que éstas no van a explotar sin el riesgo de una crisis sistémica. Para otros gobiernos -incluidos algunos de Europa oriental- la especulación está provocando una sobrevaluación de la moneda y enormes desajustes monetarios en las cuentas de familias y empresas. Deben ser conscientes de que ello ha de repercutir en su balanza comercial y de que tal vez resulte necesario devaluar su moneda, aun cuando esta medida haga aumentar el valor en moneda nacional de la deuda externa contraída por familias y empresas.

Por razones puramente ideológicas hay quienes critican la importancia dada durante la crisis al papel del Estado, nuevamente descubierto. Sin embargo, estamos en un momento de pragmatismo y no de dogma ni de confrontación ideológica. El Estado ha vuelto al candelero porque los mercados financieros con sus fuertes altibajos no son en absoluto comparables a los mercados reales, en que agentes independientes ofertan y demandan bienes y servicios según las preferencias y presupuestos de cada cual. A diferencia de los mercados reales, los mercados financieros son proclives a un comportamiento gregario. Cuando la especulación está en su apogeo, casi todos los participantes tienen el mismo tipo de información y el mismo tipo de expectativas. La uniformidad de su comportamiento crea pánico y manías. En una fase de expansión hay muy pocos que vendan en corto y en una de fase de recesión hay demasiados. Según la doctrina económica imperante en los últimos años, la innovación financiera puede ayudar a diversificar el riesgo, porque puede distribuirlo de manera eficiente entre los agentes que están en mejores condiciones de asumirlo. Sin embargo, esta idea es equívoca, porque pasa por alto el hecho de que en un determinado momento casi todos los agentes -incluso los organismos encargados de calificar el riesgo crediticio- se dejan arrastrar por la euforia de la rentabilidad elevada. El separar sistemáticamente el riesgo de la información sobre los acreedores y su solvencia ha resultado ser uno de los principales defectos de la ingeniería financiera



moderna¹. La «socialización de las pérdidas» que supone la enorme operación de rescate propuesta por el gobierno estadounidense ha suscitado las críticas de amplios sectores. Sin embargo, habida cuenta de los riesgos para la estabilidad financiera y, en general, para la economía nacional, el Gobierno no tuvo más remedio que ofrecer garantías a algunas de las más grandes entidades en peligro. También puede considerarse esta intervención para estabilizar un sistema de mercado y evitar una verdadera debacle financiera como un intento de reducir al mínimo sus efectos perjudiciales en la economía real. Evidentemente, la protección de los titulares de los depósitos y los acreedores de bancos en peligro prima sobre la protección de los accionistas. Del mismo modo, hay que limitar el costo a largo plazo tanto para el Estado como para los contribuyentes favoreciendo la participación del Estado en el capital social y no solamente subvencionando a las entidades bancarias.

... y las lecciones aprendidas.

Obviamente, las medidas públicas de garantía y rescate van a tener un precio, tanto por el costo inmediato que suponen para el contribuyente como por el costo a largo plazo de la reestructuración del mercado. La decisión de sacar de apuros a un conjunto de entidades financieras -de hecho, a todo un mercado- a fin de evitar una crisis del sistema necesariamente acarreará consecuencias en el plano de la regulación. En el futuro, esas instituciones deberán ser tratadas como entidades de depósito y sometidas a una regulación prudencial más estricta o, como ya ha ocurrido en algunos casos, obligadas a cambiar su modelo de negocio y adaptarse a modalidades bancarias más tradicionales. Con la actual crisis, el argumento fundamentalista contrario a una mayor regulación fundado en la idea de que la disciplina de mercado por sí sola es la manera más eficaz de supervisar el comportamiento de los bancos ha quedado manifiestamente desacreditado. Por ello, la lección que conviene no olvidar a largo plazo comienza con la aceptación de la idea de que, si bien los servicios financieros son fundamentales para financiar actividades de elevada rentabilidad, un exceso de innovación financiera puede generar lo que el multimillonario inversor Warren Buffet ha calificado de «armas financieras de destrucción masiva».¹

Las medidas reguladoras deben perseguir una mayor transparencia de los productos financieros. A tal fin, hay unas cuantas soluciones reguladoras inmediatas que se pueden adoptar tanto en el plano nacional como internacional.

La primera es reevaluar el papel de las agencias de calificación crediticia. Estas agencias, que deberían resolver problemas de información y fomentar la transparencia, parecen haber desempeñado la función contraria al contribuir a que el mercado sea aún más opaco. La segunda es crear incentivos para crear instrumentos financieros más sencillos. La actual postura de regulación privilegia el uso de productos financieros más sofisticados que la mayoría de las veces no acaban de entender los que acuden al mercado. La tercera medida es hacer frente a los desajustes de los vencimientos en las entidades financieras no bancarias y poner límites a la colaboración de los bancos con agencias poco reguladas. La cuarta es limitar el deterioro del crédito vinculado a la titularización. Los bancos que enajenan rápidamente sus préstamos no están tan interesados en

supervisar la solvencia de los prestatarios. Este problema podría paliarse obligando a los bancos a conservar en sus libros una parte de sus préstamos.

Si bien las medidas de urgencia a corto plazo adoptadas en las últimas semanas se han centrado en limitar los efectos directos de la crisis financiera en la economía real, ya se vislumbran los efectos indirectos, que serán el siguiente problema que habrá que abordar. Desde principios de 2008, el Gobierno estadounidense ha procurado paliar los efectos indirectos y restablecer la confianza de consumidores y empresas. Sin embargo, puede que los estímulos monetarios y fiscales adoptados a principios de 2007 hayan perdido su eficacia ante la nueva tónica bajista de la espiral financiera, la quiebra de algunos de los principales bancos y la influencia negativa que ello ha tenido en las expectativas de una rápida solución de la crisis.

En el plano mundial, el principal problema es que la postura militante de las autoridades de los Estados Unidos en su intento de reactivar la economía real nada contra la corriente de las políticas macroeconómicas reactivas, e incluso contractivas, de otros grandes países desarrollados. El Banco Central Europeo está aportando activamente liquidez al sistema y evitando así un colapso del mercado interbancario, pero no está proporcionando el tan necesario estímulo monetario. De hecho, el BCE decidió hacer justamente lo contrario al adoptar una postura monetaria sumamente rígida en un momento en que la política fiscal sigue maniatada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea.

En todo el mundo, los responsables de la política económica aparentemente no han acertado a comprender todas las repercusiones de una aceleración del proceso de «desapalancamiento» (es decir, el proceso de depreciación de activos sin valor y la reducción de la deuda a todos los niveles) en los Estados Unidos, la debilidad del dólar y la incertidumbre de los estadounidenses a raíz de la crisis. Estas fuerzas pueden entrañar unas enormes y perjudiciales repercusiones en las perspectivas económicas de todo el mundo. Los efectos indeseables de la necesaria, aunque dolorosa, reversión de la deuda insostenible pueden compensarse sólo si los países con superávit -especialmente el Japón y los grandes países de la zona del euro, donde el crecimiento si no está estancado es negativo- reducen los superávits en todos los niveles y rápidamente adoptan medidas de estímulo para evitar una larga recesión o incluso una depresión de la economía mundial.

Las respuestas internacionales a la situación actual que muestren una preocupación exagerada por la inflación están equivocadas. Es mucho más importante el riesgo de una recesión prolongada o de una depresión, ya que la desaceleración reducirá aún más los precios de los productos básicos. Además, no hay muchos indicios de que en este momento estemos realmente amenazados por espirales de salarios y precios similares a las que hicieron disparar la inflación en los años setenta. Sólo en unos pocos países en desarrollo y países desarrollados el crecimiento nominal de los salarios ha superado sistemáticamente las tasas de aumento de la productividad laboral por encima de lo tolerable desde el punto de vista de la inflación. De hecho es la deflación, y no la inflación, lo que puede representar el principal reto para la política económica.

¹ Véase UNCTAD, «Recent Developments on global financial markets» (TD/B/54/CRP.2, 28 de septiembre de 2007) y Resumen de la UNCTAD N° 1, octubre de 2007.