

# LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y LA UNIÓN EUROPEA

LUIS MARÍA LINDE DE CASTRO

*Asesor de Asuntos Internacionales. Banco de España*

SUMARIO: La «formación» de la crisis, su estallido y los mecanismos de propagación. Los riesgos para el sistema financiero y la economía real: recesión, deflación, depresión. Los planes de salvamento en EEUU y en Europa. La «arquitectura financiera» y la cooperación internacional. Conclusión: los problemas políticos.

## LA «FORMACIÓN» DE LA CRISIS, SU ESTALLIDO Y LOS MECANISMOS DE PROPAGACIÓN

La actual crisis económica y financiera, que puede considerarse una crisis **global o mundial** y afecta a **todos los mercados** –financieros, incluidos los de valores, inmobiliarios, de materias primas y alimentos, de energía, mercados laborales– **se desarrolla a partir de la crisis del sector inmobiliario y del mercado hipotecario en Estados Unidos cuyos primeros síntomas aparecieron en el verano de 2006.** Después de varios años de continuas alzas en los precios inmobiliarios –en realidad, la burbuja inmobiliaria más grande de la historia de los EEUU–, unas alzas de precios muy acentuadas entre 2003 y 2005, **los precios dejan de subir** y en algunos Estados, empiezan, aunque con parsimonia, a caer. Casi al mismo tiempo, el **empleo empieza a mostrar debilidad** y la **morosidad hipotecaria** empieza a aumentar.

El **crédito hipotecario total** (el crédito a familias para viviendas es el 80% de ese total) sumaba **8 billones** (latinos, lo que en EEUU llaman «trillones») de dólares **en 2000, el 25% del crédito total** concedido por el sistema bancario norteamericano a finales de ese año. En 2007, **llegó a 14,5 billones de dólares, al 47% del total.** Sólo en los últimos cuatro años del boom, 2003-2007, **el total del crédito hipotecario a familias aumentó en 4,2 billones de dólares, más de un 50%.** Fue, sin duda, un incremento muy fuerte, pero no el más fuerte **del último medio siglo:** el

crédito hipotecario creció aún más rápidamente, en términos relativos, en 1984-89 que en 2001-2007.

Según los datos cerrados a 30 de septiembre de 2008, los créditos hipotecarios con atrasos en sus pagos en EEUU alcanzaban a finales de septiembre el 7% de todos los créditos hipotecarios en vigor, mientras que los créditos ya considerados fallidos eran el 3%. Es decir, a finales de septiembre de 2008, el 10% de todos los créditos hipotecarios, en torno a 1,5 billones (latinos) de dólares, tenía problemas de impago o eran fallidos; esto equivalía al 3,9% del total de activos crediticios del sistema financiero norteamericano.

A diciembre de 2008, los créditos hipotecarios fallidos habían subido al 3,3% y los créditos con atrasos estaban en el 7,88%; es decir, el total de créditos hipotecarios con problemas se situaba en el 11,2%, en torno a 1,6 billones de dólares, en torno al 4,1% de todos los activos crediticios del sistema financiero norteamericano.

Si del crédito hipotecario pasamos al **total de crédito**, y con datos relativos sólo a los **bancos comerciales**, a marzo de 2009, los créditos con atrasos eran el 7,13% del total, mientras que los fallidos totales eran el 1,57%. Interesa señalar que el porcentaje de fallidos totales es el más alto de los últimos 30 años, pero no así el porcentaje de morosos, que fue más alto en 1991 (7,5%).

Parece lógico preguntarse cómo es posible que ese 3% de créditos vivos del sistema financiero norteamericano afectado por fallidos y atrasos haya llegado a provocar este cataclismo mundial.

Aunque parece evidente que la crisis hipotecaria ha sido el motor de arranque de la crisis financiera global, ésta no tiene una sola causa, ni una sola vía de transmisión.

La política de dinero barato y de abundante liquidez que ha predominado en EEUU durante el último decenio, ha facilitado, sin duda, los fenómenos que han llevado a la crisis. La expansión monetaria de 2001-2007 ha sido más rápida que la registrada en 1993-2000 (5,9% de tasa anual acumulativa para la M2 en comparación con el 4,7%), y los tipos de interés se mantuvieron a niveles muy bajos y, para algunos plazos, a niveles negativos. Pero, aún así, ha sido, quizá, la «envolvente» del fenómeno, una condición necesaria, pero no suficiente.

Seguramente, lo esencial han sido las transformaciones que se han producido en el sistema financiero norteamericano y, con algún retraso, después en el europeo, entre 1996 y 2006. Podríamos destacar:

1. A partir de comienzos de los años 90 se empezaron a rebajar los requisitos de calidad de las hipotecas que compraban los dos gigantes hipotecarios norteamericanos, la Federal National Mortgage Assotiation (Fannie Mae) y su hermana menor, la Federal National Mortgage Corporation (Freddie Mac), nacidos como entidades públicas pero transformadas ya en entidades privadas, aunque sometidas a un estatuto público especial. Esto llevó, lógicamente, a que el mercado empezara a temer por la calidad de los títulos emitidos por las dos entidades. Esta rebaja en los requisitos de calidad de los activos que adquirirían los gigantes hipotecarios (entre los dos controlaban cerca del 30% de todo el crédito hipotecario en EEUU, un stock equivalente a la mitad del PIB español) ha jugado un papel cru-

cial en el desencadenamiento de la crisis. En este punto, quizá sea interesante señalar que, en contra de lo que se ha repetido en muchos medios, **esto no fue, o no fue exclusivamente responsabilidad de la administración del presidente BUSH**. De hecho, entre 2001 y 2005 hubo dos intentos de la administración BUSH de contener esta tendencia, pero no tuvo éxito ante la oposición del partido demócrata (con la participación del entonces senador OBAMA) y de algunos congresistas y senadores republicanos, que defendían la conveniencia de que las dos entidades llevaran a cabo una política más «social», aceptando hipotecas de personas y familias que ofrecían escasas garantías de pago. **Entre 2001 y 2007 las dos entidades más que doblaron su cartera de hipotecas de alto riesgo, obedeciendo a esa nueva «orientación social»**. Como es bien sabido, el derrumbe y nacionalización de las dos entidades en septiembre de 2008 fue el arranque de la fase más grave de la crisis.

2. La generalización y uso intenso del **mecanismo de la titulización**. Esta técnica consiste en emitir títulos de deuda representativos de y respaldados por los flujos de amortización y pago de intereses de otros activos; nace en el mercado hipotecario de los Estados Unidos a finales de los años 60, y en los años 90 se empezó a aplicar masivamente a activos diferentes de los préstamos hipotecarios, tales como bonos corporativos, ingresos futuros de tarjetas de crédito, préstamos al consumo, préstamos para realizar OPA's muy apalancadas (es decir, financiadas con muy pocos recursos propios de los compradores y mucha deuda), etc. **Estos títulos, bautizados con nombres diversos, respaldados, en muchas ocasiones, como la experiencia ha demostrado, con activos de muy mala calidad, se emitieron y vendieron en cantidades masivas, tanto a corto (papel comercial) como a largo plazo (obligaciones)**. Sólo entre 2004 y 2007 se colocaron 500.000 millones de dólares de CDO's («*collateralized debt obligations*», aparecidas con ese nombre en 1987), una parte significativa de ellos después de haber obtenido buenas, incluso las mejores calificaciones de las agencias de rating. Por otra parte, **una cosa son los títulos emitidos a largo plazo –plazos más cercanos a los de los activos subyacentes originarios– y otra, peor por entrañar más riesgo, el papel comercial a corto**, porque, en este caso, a la mala calidad del activo originario se une el riesgo de liquidez, dado que el papel comercial debe refinanciarse a corto mientras que el activo subyacente tiene un plazo de amortización más largo.

3. Estos títulos **no se emitían directamente por los bancos que habían creado los activos originarios** –el préstamo hipotecario a las familias, el crédito asociado a las tarjetas, el préstamo para hacer una OPA, por ejemplo–. **Se emitían por una serie de entidades o «vehículos», creados por los bancos**, a los que éstos traspasaban los activos originales: los «vehículos especiales» pagaban esos activos con el producto de la venta de los títulos que ellos emitían y colocaban en fondos de inversión o pensiones, hedge-funds, incluso, en otros bancos.

**De esta forma, los bancos liberaban capital o recursos propios** –el volumen de recursos propios comprometidos por la regulación es una de las restricciones clave del volumen de crédito que cada banco puede conceder– **y podían repetir el ciclo, lo que podía convertirles, en algunos casos, más que en financiadores, en buscadores de comisiones**. Si fuéramos a identificar un fenómeno financiero que

parece haber sido crucial en la formación y en el estallido de la tormenta sería este modelo de negocio bancario, que se ha llamado «generar y distribuir»: la «titulización» y «centrifugación» hacia lo que se ha llamado «el sistema financiero o bancario en la sombra» (los «vehículos especiales», de grandes volúmenes de activos de mala o pésima calidad, es decir, de alto riesgo de impago).

4. Se produjo una descomunal expansión de las operaciones sobre productos llamados «derivados» –contratos de futuros, opciones, seguros para cubrir el riesgo de impago de créditos–, algunos de ellos negociados en los mercados que en inglés se llaman «*over the counter*» (OTC's), es decir, fuera de los mercados organizados, sin contratos estándar, ni cámaras de compensación y liquidación. El mercado de productos financieros derivados, nacido y construido para cubrir riesgos, fue utilizado, cada vez más, para crear nuevos instrumentos complejos y aumentar el volumen de negocio, de comisiones y márgenes diversos de intermediación, con lo cual, como la experiencia ha demostrado también, no sólo no disminuían los riesgos para el sistema financiero y sus agentes, sino que se aumentaban considerablemente.

Un buen ejemplo está en el crecimiento de un instrumento denominado en inglés «*credit default swap*», que es equivalente a un seguro que cubre el riesgo de impago de créditos, negociados en transacciones privadas en volúmenes enormes, sin una adecuada medición del riesgo, y que habría llevado a la quiebra, entre otros, de la aseguradora AIG, de no haber sido por la intervención y práctica nacionalización del gobierno norteamericano.

Eso no quiere decir, naturalmente, que los mercados de productos derivados hayan dejado de ser útiles para cumplir su función original, cubrir riesgos; quiere decir solamente que los mercados de productos financieros derivados han tomado, en ocasiones, durante el último decenio un rumbo casi perverso, contrario a los objetivos y funciones para los que estos instrumentos fueron creados.

En resumen, durante unos diez años, quizá el período que va de 1996 a 2006, el sistema financiero norteamericano y, siguiendo su ejemplo, también, el europeo, ha venido actuando como si la preocupación por el riesgo hubiera pasado a segundo plano, si no en las declaraciones formales, sí en la realidad del negocio, y los criterios de prudencia en cuanto a liquidez (la relación entre deudas a corto y activos a largo) y apalancamiento (la relación entre capital o recursos propios y recursos ajenos o deuda) se fueron relajando o considerando, en muchos casos, de forma inadecuada.

Por supuesto, el apalancamiento y el riesgo de liquidez son parte consustancial del negocio financiero y bancario: el problema se presenta, en esto, como en casi todo, cuando las restricciones que estos riesgos imponen se olvidan o no se consideran con la adecuada exigencia o seriedad.

Además, hay que señalar dos fracasos.

El primero (y es la segunda vez en un decenio que esto ocurre, la primera fue el caso del *hedge fund Long Term Credit Management*, salvado *in extremis* por una intervención de las autoridades norteamericanas en el otoño de 1998) es el de los llamados «modelos cuantitativos», modelos matemáticos para evaluar riesgos y to-

**mar decisiones en los mercados**, por ejemplo, para evaluar las pérdidas máximas posibles en las carteras de activos en función de la probabilidad de ocurrencia de determinados eventos. Esta crisis ha demostrado que el refinamiento matemático más elaborado –el mejor y más sofisticado de los disponibles, incluso el que viene avalado por premios Nobel– adolece de **dos insuficiencias fundamentales**: no puede capturar lo que ocurre en las catástrofes y hace perder de vista los elementos fundamentales y más robustos del control del riesgo en cualquier balance.

El **segundo** fracaso ha sido el de **las agencias de rating**, aunque en este caso hablar de «fracaso» es, probablemente, disfrazar algo la realidad, un eufemismo. Las agencias de rating, cuyo papel en el sistema financiero internacional se ha reforzado enormemente en los últimos dos decenios –esta importancia creciente ha sido reconocida en los Acuerdos de Basilea II– no sólo no han detectado a tiempo la mala calidad de muchas de esas titulizaciones y la precaria situación de muchos de esos «vehículos especiales», sino que han colaborado al desastre otorgando unas calificaciones injustificables. Pero el problema es aún más grave si se piensa que en muchas de esas titulizaciones las agencias eran «juez y parte», porque eran ellas las que, además de hacer las calificaciones, diseñaban la ingeniería financiera de los «vehículos especiales» y calificaban, por así decir, su calidad global, lo que implicaba, es evidente, un **conflicto de intereses** que se decantaba casi siempre, como las propias agencias han reconocido, por la solución que permitía aumentar la cifra de negocios.

## **LOS RIESGOS PARA EL SISTEMA FINANCIERO Y LA ECONOMÍA REAL: RECESIÓN, DEFLACIÓN, DEPRESIÓN**

A diferencia de otras crisis padecidas durante los últimos treinta años –la crisis latinoamericana del decenio de los años 80, la crisis asiática y rusa de finales de los 90, por ejemplo– la crisis actual no nace en los países emergentes o en desarrollo, nace en EEUU, se transmite a Europa y ha llegado a plantear lo que en la jerga se denomina «riesgo sistémico», es decir, ha llegado a amenazar y todavía amenaza el funcionamiento del sistema financiero y bancario internacional y la provisión de financiación en las economías desarrolladas. La crisis financiera tiene, así, a través de la disminución del crédito, un impacto directo sobre la economía real, es decir, sobre la demanda global, la actividad y el empleo. Y el riesgo grave es que la disminución de la actividad y la recesión termine en deflación, es decir, en un proceso de caída de precios que retrase la recuperación durante un período largo de tiempo.

La cuestión que se plantea es si EEUU y la UE, que han entrado en recesión en el último trimestre de 2008, conseguirán, o no, evitar una situación como la que ha atravesado Japón a partir de su gran crisis financiera de comienzo de los 90.

En 1991 estalló la gran burbuja inmobiliaria japonesa de 1985-90, colocando a gran parte del sistema financiero japonés en una situación de quiebra y llevando a un largo período de estancamiento económico: entre 1991 y 2005 el PIB japonés creció a una tasa anual acumulativa del 1%; pero de sólo el 0,5% entre 1998 y

2005, el período de deflación en el que los precios cayeron, en media, un 0,4% cada año. **A partir de 2001, el Banco de Japón colocó su tipo de descuento en el 0.1%, es decir, en la práctica, a nivel cero, y empezó a aplicar una política llamada «de relajación cuantitativa»**, que consistía en incrementar las reservas de los bancos (comprándoles toda clase de activos) para que éstos pudieran aumentar sus préstamos a tipos de interés bajos; pero, aún así, sólo en 2005 empezó a reactivarse la economía japonesa. ¿Cómo explicarlo?

**La explicación tendría dos partes.** Por un lado, **si se llega a tipos de interés a corto plazo cercanos a cero** y eso no ha conseguido reactivar la economía, la política monetaria con sólo el instrumento del tipo de interés no tiene más recorrido para reactivar la economía.

Pero **si, además, hay deflación**, están bajando los precios, desaparece el incentivo de los agentes económicos para invertir, es decir, desaparece el incentivo para comprar bonos o instrumentos que den alguna rentabilidad en lugar de, simplemente, atesorar esa liquidez (cuyo tipo de interés equivalente es en deflación la tasa de caída en el índice de precios). La deflación genera expectativas negativas para la inversión y parte del consumo (el consumo en bienes duraderos, automóviles, etc.) en una especie de círculo vicioso, porque los agentes económicos aplazan sus decisiones de gasto esperando precios más bajos, intensificando así el efecto deflacionista y prolongando la recesión. Y cuando, efectivamente, los precios empiezan a bajar, el efecto puede hacerse perverso porque los agentes pueden entonces decidir esperar aún más a que se materialicen nuevas bajadas.

**Una situación en la que la política monetaria ha perdido su capacidad para estimular la economía vía rebajas en los tipos de interés y en la que, además, están cayendo los precios, define lo que desde Keynes se conoce como «trampa de liquidez».**

**En la deflación sube el valor real de los pasivos financieros y el tipo de interés real, algo que, evidentemente, no puede favorecer la inversión:** la inflación beneficia a los deudores —que son, en general, las empresas— y perjudica a los acreedores porque disminuye el valor real de las deudas; pero la deflación beneficia a los acreedores, porque aumenta el valor de sus créditos. Y en esta situación es difícil recuperar la actividad.

Pero hay que señalar también que muchos economistas **no creen que en un sistema fiduciario existan, realmente, trampas de liquidez**, es decir, situaciones en las que la política monetaria sea impotente para reanimar la demanda y la actividad: piensan, más bien, que el fracaso japonés de 2001-2005, igual que el fracaso de la FED entre 1934 y 1938 se debió a su fracaso a la hora de establecer expectativas sólidas y duraderas de tipos de interés bajos en el medio plazo y a subidas de impuestos que desanimaron la demanda y la recuperación; en suma, a una política de expansión monetaria demasiado tímida unida a una política fiscal de efecto contractivo puesta en vigor demasiado pronto.

La experiencia japonesa desde 1990 hasta hoy puede enseñarle algunas cosas a Europa. Pero hay diferencias sustanciales. Japón es un país con características institucionales y políticas muy diferentes a las europeas, y es improbable

—en esto, al menos, hay un acuerdo muy amplio— que los países europeos puedan permanecer más de un decenio en el estancamiento, o casi, sin serias consecuencias políticas y sociales. Por eso, algunos creen que, independientemente de que se sigan las políticas de estímulo fiscal y salvamento del sistema financiero que va a llevar los déficits públicos y las cifras de deuda a niveles inconcebibles hace dos o tres años, el BCE debería iniciar una política mucho más agresiva en cuanto a la creación de expectativas de tipos muy bajos durante un período largo: **de hecho, ésta es la política que finalmente se está imponiendo en el área europea, con tipos de interés a niveles récord del 1% y con el BCE practicando una política de monetización de deuda privada.**

## LOS PLANES DE SALVAMENTO EN EEUU Y EN EUROPA

La crisis nace en EEUU, pero llegó muy pronto a este lado del Atlántico porque 1) **muchas entidades europeas habían comprado grandes volúmenes de activos procedentes de titulizaciones norteamericanas**, hipotecarias u otras, muy rentables cuando todo iba bien, es decir, mientras duraba la burbuja inmobiliaria, pero que, en unos meses, perdieron gran parte de su valor; y 2) porque **muchas entidades europeas habían entrado en juegos especulativos de alto riesgo, por ejemplo, emitiendo grandes volúmenes de seguros de impago de créditos («credit default swaps»)** con criterios de medición de riesgo que, ni de lejos, habían contemplado situaciones como la que apareció a partir de 2007.

En EEUU, la actuación de las autoridades ha pasado por cuatro fases.

**En la primera fase**, a comienzos del presente año, se trató de asegurar el suministro de liquidez, incluso por procedimientos novedosos o heterodoxos a todo el sistema bancario y a entidades que nunca habían estado incluidas entre las susceptibles de acudir a las ventanillas de la Reserva Federal: en este momento la FED tiene nada menos que **siete ventanillas** —siete— de suministro de liquidez a casi todas las categorías de entidades financieras y su balance recoge ahora un muy importante volumen de activos de dudosa calidad, algo que habría sido impensable hace sólo dos años.

Desde agosto de 2008 el **balance de la FED** ha pasado de 869.000 millones de dólares a 2,1 billones (latinos, trillones en terminología USA). Si se cumple el anuncio hace unas semanas de que la FED va a suministrar hasta 1,1 billones adicionales mediante compras en el mercado de títulos privados y deuda pública, el balance de la FED podría llegar a 3,0 billones de dólares, es decir, cerca de 4 veces su cifra de balance de hace un año.

Tiene interés señalar que la FED no publica ni el detalle de los activos que ha adquirido, ni el detalle de sus deudores o prestatarios. La FED justifica esta decisión, sin precedentes en la historia financiera norteamericana, con el argumento de que publicar ese detalle sería perjudicial para la confianza y la superación de la crisis financiera (análogamente, la autoridad supervisora del Reino Unido se ha negado a publicar sus estimaciones de necesidades de recapitalización del Royal Bank of Sco-

tland y de Lloyds con el argumento de que el conocimiento público de esos datos sería contrario al logro de la estabilidad financiera). Como curiosidad, puede añadirse que la empresa de noticias y análisis económicos Bloomberg –propiedad del alcalde demócrata de Nueva York–, presentó en abril pasado ante un tribunal de Nueva York una demanda contra la FED para pedir que los jueces obliguen a la FED a la publicación de los detalles de su balance.

En la segunda fase, se empezó a **ayudar e intervenir directamente en entidades financieras, facilitando su compra o absorción**, aunque en un solo caso, Lehman Brothers, la decisión fue dejar quebrar a la entidad. Las intervenciones decididas tanto por la Reserva Federal, como por el Tesoro son las más heterodoxas y cuantiosas desde la Gran Depresión. La lista de **entidades que han pasado a control público en EEUU incluye AIG, la primera aseguradora del mundo, y los dos gigantes hipotecarios, Fannie Mae y Freddie Mac**; de los cinco grandes de la banca de inversión, **Lehman Brothers** ha desaparecido; **Bears Stern** ha sido comprado por Morgan JP-City; **Merrill Lynch** fue comprada por Bank of America; sólo quedan **Goldman Sachs** y **Morgan Stanley**, que van a intentar transformarse en bancos comerciales y cuyo futuro es incierto, es decir, no es nada seguro que puedan sobrevivir como entidades independientes porque esa transformación en bancos comerciales con una base de depósitos minorista no es ni fácil ni rápida; y dos grandes bancos, **Wachovia** y **Washington Mutual** han sido salvados *in extremis* mediante compra y absorción por, respectivamente, por Well Fargo y por JPMorgan-Chase. El destino y «formato» final de **Citi** no están aún del todo definidos; por su parte, **Bank of America** está sufriendo, aparte de sus propios problemas, las consecuencias de su participación en el salvamento de Merrill Lynch.

La tercera fase es la que se puede resumir en el plan del último secretario del Tesoro del presidente BUSH, PAULSON (conocido por su sigla, TARP, «**Troubled Assets Relief Program**») aprobado por el Congreso y el Senado en octubre de 2008, y que intentaba ser un tratamiento «fuerte» para evitar el colapso del sistema financiero, mediante **ayudas directas, nacionalizaciones, entrada en el capital de las entidades y otorgamiento de garantías**.

Salvo una pequeña aportación para la industria automóvil, el resto del programa se ha utilizado para ayudar a la banca a través de 5 modalidades distintas:

a) **Compra de acciones preferentes** (acciones sin derechos políticos). En total, con esta modalidad se han comprado acciones por valor total de 198.000 millones de dólares, siendo las aportaciones más importantes para Bank of America (25.000), Citi (25.000), Morgan Chase (25.000), Wells Fargo (25.000), Golman Sachs y Morgan Stanley cada uno 10.000. En total, se ha ayudado a más de 500 entidades financieras.

b) **Compra de acciones preferentes mediante warrants**. En total, casi 110.000 millones de dólares para sólo 3 entidades. AIG (casi 70.000 millones de dólares) y City + Bank of America, en total 40.000 millones. Hay que señalar que la ayuda para AIG ha permitido a esta entidad cumplir con sus compromisos, básicamente en contratos de CDS, con varias entidades financieras tanto, norteamericanas como europeas.

as, es decir, los verdaderos beneficiarios de la ayuda prestada por el gobierno americano a AIG han sido entidades financieras, entre ellas cabe destacar Goldman Sachs (12.900 millones de dólares), Société Générale (11.900 millones de dólares), Deutsche Bank (11.800 millones de dólares) y Barclays (11.500 millones de dólares).

c) Concesión de **garantías**: en este apartado solo Citi Bank ha recibido una ayuda por valor de 5.000 millones de dólares.

d) El programa denominado *Term Asset Backed Securities Loan* (TALF): esto son préstamos que se conceden por TARP a la FED para que la FED compre pools de hipoteca y otros activos triple A por valor de hasta 20.000 millones de dólares.

En total, **de los 700.000 millones de dólares de TARP, se han utilizado hasta ahora 340.000 millones, quedando por ello un remanente de 359.000 millones.**

La cuarta fase podemos resumirla en 1) el **paquete de estímulo de casi 800.000 millones** de dólares aprobado en febrero, que incluía rebajas fiscales y diferentes partidas de inversión y gasto corriente; y 2) la aprobación del programa denominado «**Public-Private Investment Program**», aprobado en marzo, que, en resumen, consiste en la puesta a disposición de entidades financieras privadas de hasta 100.000 millones de dólares para que adquieran y gestionen después la venta en el mercado de activos más o menos «tóxicos», sobre todo, inmobiliarios y títulos respaldados por hipotecas de baja calidad, bajo la supervisión del Tesoro, la Fed y el Fondo de Garantía de Depósitos, un programa que fue recibido con bastante interés por los agentes del mercado pero que, posteriormente, parece estar teniendo muchas dificultades, debido a los requisitos que se exigen; de hecho, algunas grandes entidades, como Morgan JP-Chase ya han anunciado que no participarán en el programa.

**El objetivo** de todo este conjunto tan complejo y voluminoso de ayudas al sistema financiero es, por supuesto, **recuperar los flujos de crédito del sistema bancario hacia la economía**. Para ello es imprescindible, además de recuperar la confianza, hacer frente a las pérdidas sufridas, es decir, que las **entidades reconstruyan su capital o recursos propios** para poder expandir el crédito cumpliendo los requisitos de recursos propios que establece la regulación, Basilea I y ya también, Basilea II. El llamado «stress test», un cálculo de las necesidades de capital fresco por parte de las principales entidades, cuyos resultados se conocieron hace dos semanas, ha mostrado unas necesidades de capital fresco de unos **70.000 millones de dólares para el conjunto de las 19 entidades analizadas: ha sido un resultado menos dramático del que se esperaba** y, de hecho, ha ayudado al relativo optimismo de las últimas dos semanas. De todos los grandes bancos norteamericanos, sólo Bank of America tiene una necesidad importante de nuevo capital, 34.000 millones de dólares, seguido de Wells Fargo, con cerca de 14.000 millones. Entidades como Morgan JP-Chase, Goldman Sachs no tienen, aparentemente, necesidad de nuevo capital, mientras de Citi, Morgan Stanley o Sun Trust tienen que recapitalizarse por importes relativamente pequeños, inferiores a los 2.000 millones de dólares.

En Europa la primera víctima europea de la crisis fue el banco **Northern Rock**, una estrella del sistema financiero británico en los años 90, uno de las entidades favoritas de las autoridades supervisoras británicas y, al parecer, del entonces ministro de Hacienda y ahora premier, BROWN. En septiembre de 2007 fue víctima del primer

pánico de depositantes sufrido por un banco en el Reino Unido en casi siglo y medio, pero todavía en ese momento fue ayudado y protegido por la agencia de supervisión financiera establecida por BROWN, en 1997, cuando era ministro de Hacienda, la Financial Services Authority (FSA). Pero en febrero de 2008 el gobierno británico, la FSA y el mismo BROWN no tuvieron más remedio que reconocer la situación de quiebra del NR y nacionalizarlo.

Después, han llegado unos cuantos casos más, en el Reino Unido, el **Bradford & Bingley**, una gran entidad hipotecaria, el **Halifax Bank** y, en los últimos días, el desastre del **Royal Bank of Scotland**, que ha declarado pérdidas por unos 30.000 millones de euros en 2008; en Alemania fue primero el **Hypo Bank**, pero después también ha tenido que recibir ayuda el **Commerzbank** –el gobierno alemán tiene ahora una participación minoritaria de bloqueo en su capital– entre otras entidades. Según informaciones aparecidas en los últimos días, la banca alemana tiene en sus libros activos «tóxicos» norteamericanos por valor de unos 400.000 millones de euros, de los cuales sólo una fracción pequeña han sido dados de baja, aflorando las pérdidas. En el Benelux los bancos **Fortis y Dexia**; el sistema financiero completo de Islandia; la **Unión de Bancos Suizos**, en Suiza, uno de los derrumbes más dramáticos por su importancia y el prestigio de Suiza como centro financiero; el contagio de los «activos tóxicos» norteamericanos también ha afectado a bancos franceses, irlandeses, italianos y algunos bancos nórdicos europeos. En todo caso, esta historia está lejos de haberse cerrado.

En relación con los bancos, **las autoridades europeas se han planteado objetivos a corto y medio plazo:** 1) **evitar pánicos**, elevando las garantías públicas a los depósitos bancarios; 2) **sanear** a plazo medio la situación de los bancos; y, a plazo más largo, 3) mejorar la **regulación y reforzar la supervisión** financiera.

El saneamiento de los bancos se ha acometido a través de tres vías, inspiradas sobre todo en el plan británico, que fue el primero en ponerse en marcha: 1) participaciones públicas en el capital de las entidades; 2) compra o cesión «temporal» de activos de baja calidad contra activos de mejor calidad y/o liquidez; 3) garantías a las emisiones de deuda o de participaciones o acciones preferentes.

## LA «ARQUITECTURA FINANCIERA» Y LA COOPERACIÓN INTERNACIONAL

En este terreno, lo primero es, quizá, señalar la **confusión** que parece reinar cuando se habla de la necesidad de reconstruir la «arquitectura financiera internacional», el nombre que se le da al conjunto de instituciones financieras internacionales y al conjunto de reglas y prácticas con las que las instituciones públicas y privadas actúan en los mercados internacionales.

Se ha dicho, por ejemplo, que hay que llegar a un **Bretton Woods 2**, haciendo referencia, claro está, al acuerdo firmado en 1944 por los países aliados que dio origen al FMI, al Banco Mundial y al sistema de tipos de cambio fijos ajustables en vi-

gor hasta comienzo de los años 70, cuando la inflación estadounidense y la primera crisis del petróleo forzaron la ruptura de la relación entre el oro y el dólar y el paso a un sistema de tipos de cambio flotantes.

**El acuerdo de 1944 respondía, en lo esencial, al objetivo de evitar los problemas surgidos en relación con el patrón-oro**, porque tanto su mantenimiento, como su abandono contribuyeron a las devaluaciones competitivas y el proteccionismo comercial que se propagaron durante los años 30.

Para ello, el **acuerdo de Bretton Woods formalizó un sistema cuyos elementos fundamentales eran**

1. **El dólar norteamericano sería el nuevo patrón de valor cambiario y la nueva moneda de reserva internacional**, el valor de las diferentes monedas se fijaría en relación al dólar y éste se fijaba en relación a un peso de oro, con la posibilidad para los bancos centrales que tuvieran dólares en sus reservas de cambiarlos por su equivalencia en oro (esto es lo que hizo Francia con DE GAULLE a comienzo de los años 60, para gran irritación de casi todos los socios del FMI, empezando por los norteamericanos).

2. **La fijación de las paridades y su alteración exigirían el visto bueno o la supervisión del FMI.**

3. **Se aceptaba plenamente la existencia de controles de cambio** –hay que recordar que los controles de cambio no existían antes de la I Guerra Mundial, se trataba de una novedad introducida en los años 20 y 30– de forma transitoria para las transacciones corrientes y de forma más permanente para las operaciones de la balanza de capitales.

La **evolución entre 1945 y comienzo de la década de los 80** del pasado siglo puede resumirse así:

1. **El sistema de tipos de cambio fijos tuvo que ser abandonado** debido a la evolución de la economía americana y a los desequilibrios creados a comienzo de los años 70, **pasando a un sistema de tipos de cambio flotantes**

2. **Fueron desapareciendo los controles de cambio** debido a un conjunto complejo de factores (ventajas de la liberalización, efectos de los medios informáticos y de telecomunicaciones sobre la operativa de los mercados, globalización, crecimiento de centros financieros diferentes a Nueva York y Londres).

De este forma, **los dos elementos cruciales de la arquitectura financiera internacional acordada en 1944 habían desaparecido a comienzo de los años 90, es decir, desaparecieron hace ya casi 20 años**. Ahora vivimos en un sistema de tipos flotantes, con libertad de movimiento de capitales, existencia de varios centros financieros de segundo orden (después de Nueva York y Londres) y globalización de los mercados.

**¿Alguien se plantea cambiar esto? La respuesta es que no parece posible, ni deseable, volver a una situación de tipos de cambio fijos y controles de cambio o controles de los movimientos de capital; tampoco parece posible, ni deseable, poner trabas a la globalización de los mercados, volviendo a la situación que existía hace treinta o cuarenta años. ¿Entonces, de qué estamos hablando?**

En realidad, lo que se está planteando pertenece más a lo que podemos denominar el «ámbito microeconómico» del sistema financiero internacional que al «ámbito macroeconómico», que es a lo que se enfrentaron los participantes en la conferencia de Bretton Woods, en 1944. Es decir, la crisis ha puesto en evidencia fallos de regulación y supervisión muy graves y muy evidentes, y esto es a lo que deberán enfrentarse los gobiernos nacionales y las instituciones financieras internacionales en los próximos años.

En cuanto a **cooperación europea en materia de supervisión y regulación, la discusión está muy abierta.**

Hasta ahora, **las intervenciones se han adoptado, en todos los casos, por las autoridades nacionales respectivas**, aunque haya habido declaraciones más o menos solemnes desde instancias de la Comisión de la Unión Europea y de otras instituciones internacionales.

**La idea de una autoridad supervisora universal es poco práctica, aunque sólo sea porque los EEUU no aceptarían jamás, probablemente, algo así. Pero, en un ámbito más reducido, ¿es realista proponer la creación de una autoridad europea común de supervisión y regulación del sistema financiero?** En principio, qué duda cabe de que parece una propuesta lógica: si tenemos un mercado monetario, un espacio comercial y de competencia y una moneda única, ¿por qué no una autoridad financiera única?

Sin embargo, caben **dos observaciones:**

1. La existencia de **una autoridad única daría lugar a nuevos problemas** (el más evidente: la necesidad de alcanzar acuerdos o consensos entre muchos participantes podría rebajar la calidad y la eficacia de la regulación; la existencia de una autoridad supervisora única no garantiza, por sí sola, nada). Por ejemplo, no es nada seguro que España hubiera conseguido mantener su regulación de provisiones bancarias –incluida la ahora tan conocida y estudiada llamada «dinámica» o «estadística», una medida que trata de anticiparse a las crisis– de haber existido un regulador único europeo.

2. En todo caso, **ese camino sería o será muy gradual.** La Unión Monetaria fue un proceso lento, que tomó más de 10 años de preparación (del Informe Delors de 1989 al lanzamiento del euro en 1999, pasando por Maastricht en 1992). Lo que sí tiene bastante sentido es crear ámbitos de coordinación en la supervisión e intercambio de información, algo que permita ir consolidando las mejores prácticas y la costumbre de tomar decisiones apoyadas en esas prácticas.

En este terreno, por otra parte, **no parece que pueda tomarse como modelo o ejemplo a seguir el británico de supervisión unificada, el Financial Services Authority (FSA): el sistema bancario británico ha sido, en Europa, el que peor parado ha salido de la crisis**, en algunos casos, por fallos de supervisión no menos llamativos que los que se imputan a los supervisores norteamericanos. Ni el sistema unificado de supervisión puesto en práctica por los británicos, ni ningún otro arreglo institucional puede garantizar nada por sí solo.

**Los países de la UE podrán trabajar conjuntamente y se podrán poner de acuerdo en una serie de cuestiones importantes.** Por ejemplo:

1. Establecer **nuevas reglas para la actuación de las agencias de rating** (aunque este problema es más difícil de lo que se suele suponer debido a la propia naturaleza de estas agencias).

2. Revisar **las reglas de capital, requisitos de liquidez, límites de apalancamiento y medición de riesgo aplicables a los bancos, es decir, revisar Basilea II;**

3. **Revisar la normativa contable**, algo que parece necesario a la vista de lo sucedido en el sistema financiero durante los últimos meses: el principio de valoración de los activos financieros a precios de mercado, que es, en principio y, en general, defendible, puede tener, aplicado rígidamente, consecuencias muy desfavorables, desde luego, no buscadas por los reguladores, entre ellas, la más evidente, ser una contabilidad «pro-cíclica», es decir, un sistema de contabilidad que agrava las depresiones y las crisis y estimula la actividad en tiempos de expansión.

4. **Revisar la normativa aplicable a las operaciones que se realizan fuera de los mercados organizados (OTC), sin contratos standard y sin cámara de compensación y liquidación.**

Para la superación de la recesión y, quizá, de la deflación que se nos puede venir encima no hay nada más importante que la recuperación de los flujos de crédito por parte de la banca, lo que va a exigir, en todo caso, hacer frente a las pérdidas del sistema financiero, es decir, **reconstruir los recursos propios y el capital de las entidades: sin esa recapitalización los bancos no podrán recuperar sus flujos de crédito.**

Algunas estimaciones dicen que el sistema financiero norteamericano (bancos comerciales, antiguos bancos de inversión, *hedge funds* e intermediarios en los mercados de valores) ha podido perder, en total, unos 3 billones latinos de dólares –que es un 25% del PIB de los Estados Unidos–. No hay ninguna estimación semejante para los bancos de la UE, pero parece obvio que algunos o bastantes bancos, de todos los tamaños, tendrán que hacer frente a procesos de «consolidación» (fusión con o absorción de otros bancos) y recapitalización.

## CONCLUSIÓN: LOS PROBLEMAS POLÍTICOS

A largo plazo, sin embargo, una cuestión crucial va a ser el impacto de esta crisis, y de las políticas adoptadas para hacerla frente, sobre **el papel del Estado en la economía.**

Algunos han visto en la crisis una oportunidad para volver a reivindicar o exigir soluciones colectivistas, planificación económica, propiedad estatal, etc., en suma, lo que podemos llamar «soluciones socialistas», porque en alguna especie de «socialdemocracia», de un color o de otro, me parece que estamos todos, incluso el presidente BUSH, como él mismo lo reconocía, con cierta pesadumbre, en uno de sus últimos discursos. Pero, en fin, dejando esto aparte, y aunque no tenemos suficiente perspectiva, sí se pueden señalar algunas cuestiones que la crisis ha suscitado:

1. La primera: si el principio, que parece ya indiscutible, es que **ninguna entidad financiera puede quebrar y que, para ello, el dinero público estará siempre**

**disponible para acudir al rescate del modo que sea y por el importe que sea, más allá de los problemas de «riesgo moral» que, indudablemente, se plantean, ¿cuál es el sentido de la propiedad privada y de lo que llamamos «libre mercado» en el sistema financiero? ¿No estamos más cerca de la «concesión administrativa» que de la propiedad privada?**

Obviamente, puede decirse que si las intervenciones con dinero público son limitadas en su intención, de escaso volumen y se plantean con horizontes temporales cortos no plantean ninguna incompatibilidad con la propiedad privada, ni con la «filosofía» del mercado libre. Pero aún en ese caso, la justificación para una mayor intervención pública y más regulación parece evidente.

2. La segunda: **todos los gobiernos se han lanzado al salvamento y rescate de sus entidades financieras en dificultades. Como señaló la Asociación Española de Banca, existe un riesgo: que, en lugar de los bancos, ahora compiten los Tesoros y las autoridades supervisoras nacionales, tratando cada uno de poner en la mejor situación posible a sus bancos, no ya sólo para sobrevivir, sino para ganar cuota de mercado frente a sus competidores de otros países.** Y esta amenaza no es nada teórica: todos hemos visto que algún gran banco europeo se ha lanzado a grandes campañas publicitarias para captar nuevos depósitos justo después de recibir ayudas públicas muy importantes. Se trata de la aparición de una especie de proteccionismo financiero, avalado, podría decirse, por las autoridades nacionales respectivas, con implicaciones muy perturbadoras, frente al cual no sabemos si las autoridades de la UE tienen prevista o diseñada alguna política específica.

En suma, las intervenciones públicas para salvar a entidades financieras determinadas y el funcionamiento del sistema financiero **han difuminado bastante la diferencia entre bancos sanos, o relativamente sanos, y bancos enfermos.** Todos han sido colocados, más o menos, en el mismo saco, algo que, por supuesto, beneficia a los enfermos y perjudica a los sanos o a los relativamente más sanos.

3. **Los pactos europeos, el Pacto de Estabilidad y los acuerdos relativos a las funciones del BCE están en cuestión, si no, aún, en cuanto a los principios y la legalidad de la Unión, sí en términos políticos y prácticos.** Es obvio que existe una presión política y social muy fuerte para aceptar excepciones, de duración indeterminada, a los límites para el déficit y para que el BCE entre en operaciones de financiación de gobierno y entidades privadas que no están contempladas en los tratados. Por ejemplo, se prevé que el Reino Unido va a tener, en 2009, un déficit público en el entorno del 10% del PIB, el más alto en medio siglo y, por supuesto, mucho más allá de cualquier nivel aceptable en el Pacto de Estabilidad de 1997 y que hasta hora se ha respetado... aproximadamente.

4. **El papel de la Comisión Europea está siendo relativamente menor,** porque no dispone de competencias suficientes, ni de fondos suficientes teniendo en cuenta el enorme volumen de las intervenciones decididas por las autoridades nacionales. Ésta es, evidentemente, una diferencia crucial con los Estados Unidos. Además, es conocido que han surgido diferencias entre el gobierno alemán, de un lado, y los gobiernos británico y francés, de otro, en cuanto al volumen y modalidades de las intervenciones y ayudas con dinero público. Esto, y la «puesta entre paréntesis» de los

Pactos de Estabilidad ha debilitado a la UE como entidad política. Si el Banco Central Europeo no acierta en su política monetaria, este debilitamiento puede ser aún mayor.

**RESUMEN:** La crisis, que se inicia en 2007 a partir de la crisis del mercado hipotecario «*subprime*» norteamericano, se fue agravando hasta los meses finales de 2008, amenazando con un colapso en el sistema bancario y financiero internacional. La intervención masiva de los gobiernos y los bancos centrales de Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea (ayudas por parte de los Tesoros, suministro masivo de liquidez a coste muy bajo, llegando al 0%, garantías a los depositantes, nacionalizaciones bajo diversos formatos) consiguió evitar ese colapso, pero no ha podido impedir la caída en la actividad, el aumento en el desempleo, deflación, un gran aumento en los déficits públicos y riesgos de estancamiento económico. Las intervenciones de los gobiernos y los bancos centrales han planteado, además, problemas políticos relacionados con la regulación financiera y la naturaleza de una industria financiera que cuenta, en todo caso, con garantía ilimitada y permanente mediante fondos públicos.

**PALABRAS CLAVE:** crisis, hipotecario, liquidez, intervención, regulación, déficit.

**SUMMARY:** The crisis began in 2007 with the problems arising in the US for the subprime mortgage market and continue turning for the worst until the last quarter of 2008, when the international banking and financial system found itself near a kind of collapse. Such a collapse was avoided by massive intervention on the part of governments and central banks in the US, the United Kingdom and the European Union (financial help under different instruments, including nationalization, by Treasuries, massive liquidity injections at very low or no cost from the central banks, guarantees to depositors), but with a strong downturn in activity, unemployment increases, large upsurge in fiscal deficits, deflation and a serious risk of economic stagnation. Massive government and central bank interventions have brought about an international debate about financial regulations and political discussions on the nature of the financial industry, which, apparently, works under the assumption that there will always be public money to protect it.

**KEY WORDS:** crisis, mortgage, liquidity, intervention, regulation, deficit.