**Paper: El ‘fracaso’ de los mercados: ‘el liberalismo que no fue’ (un ‘análisis crítico’ de la crisis financiera en el período 2007-2014, realizado en base al estudio de los informes económicos, rectificaciones, actualizaciones… y ‘vuelta a contar la misma historia’, de ‘prestigiosos’ Organismos Internacionales) -(Parte I: 2007/10)**

[](http://www.negocios.com/noticias/rebajas-bolsas-europeas-invitan-invertir-12082014-1839)

**- Introducción (el rescate y enriquecimiento de la superclase)**

**Agosto 2014**: en vísperas, tal vez, de la **Segunda Fase de la Gran Recesión** **(2014-2016)**, puede vislumbrarse con auténtica preocupación (hasta donde la vista alcanza) el **estallido de la actual burbuja financiera**, que pondrá de nuevo encima de la mesa el origen y causa de la crisis, un brutal volumen de deuda impagable, la insolvencia del sistema bancario occidental, y la concentración de riqueza en unas pocas manos.

La política económica implementada en la mayoría de las democracias occidentales desde el inicio de la actual crisis sistémica se diseñó, y continúa dibujándose, al margen de la defensa de los intereses de la ciudadanía. Se empeña en reconstituir el sistema existente con el objetivo último de favorecer de manera permanente a la clase dominante, los más ricos, los intereses corporativos, mientras que dejan a los ciudadanos, especialmente a los más pobres, con una sensación de impotencia y desesperación política.

Para ello el “establishment” propuso dos líneas básicas de política económica que constituyen una cínica perversión de las mismas. Por un lado, una **política monetaria expansiva al servicio exclusivo de las élites**, especialmente la bancaria. Se trata de una nueva droga de diseño de consecuencias tremendamente dañinas. Da una sensación de tranquilidad y protección cuando en realidad lo único que genera es un estado de nirvana, una mera ilusión óptica, vía inflación de activos. En esas estamos ahora.

Por otro lado se está produciendo una **brutal expansión de la deuda pública** en la práctica totalidad de las democracias occidentales. Detrás de ello no se pretende sostener el empleo, los ingresos, las pensiones, la seguridad de una vivienda, tener unos estándares salariales mínimos, o el derecho a una educación digna como elemento de mejora social. **Sólo se está incrementando la deuda pública para financiar a terceros**, sanear sus desaguisados, pero no a todos, sólo a la élite.

**La actual política monetaria sólo genera burbujas financieras e inmobiliarias sin afectar a la economía real.** Implícitamente se deduce que detrás de la huida hacia delante de la ruta establecida por las elites bancarias y sus apéndices políticos se encuentran los Bancos Centrales. Continúan inyectado liquidez masiva para que sigan manteniendo el statu quo del sistema bancario actual, en vez de intervenirlos de una vez por todas. Con esa liquidez sólo se originan burbujas e inflaciones de activos, y ya vamos por la tercera.

Transcurridos 7 años desde el inicio de la crisis financiera, lo primero que se debería constatar es que **el dinero es endógeno**, es decir, por mucho que se multiplique el tamaño del banco central si no circula el dinero dicha expansión no afectará a la economía real, como así continúa siendo. Segundo, **la actual política monetaria aumenta las desigualdades**. En definitiva, el olor nauseabundo de una **política monetaria que genera burbujas y aumenta las desigualdades**, representa el caldo de cultivo para el desarrollo de la **Segunda Fase de la Gran Recesión (2014-2016),** que puedo atisbar.

Los gobiernos, bancos y grandes empresas han aprovechado la extraordinaria bonanza de los mercados financieros internacionales, en los que la aversión al riesgo está en mínimos por la confianza absurda en la omnipotencia de los bancos centrales, para financiarse a tipos ridículamente bajos. Pero dado que no se ha hecho apenas reforma alguna de calado -y aquí probablemente las opiniones de cuáles habrían de ser esas reformas diverjan entre unos y otros-, lo que se está haciendo para estabilizar la situación económica es lo de siempre, impulsar la demanda a base de deuda para que así el electorado viva la ficción de una recuperación. Hasta que llegue el siguiente crash de los mercados financieros mundiales, que no duden que llegará. Y entonces el pulmón de familias y empresas, casi agotado tras siete años de crisis, hará que ese crash azote con inusitada violencia a los sufridos ciudadanos de los países (antes) avanzados.

Hace 43 años que el presidente de los EEUU, **Richard Nixon**, liquidó los acuerdos de Bretton Woods (impulsado por el “padre” del monetarismo, **Milton Friedman**) y con ello abrió la puerta al período más largo de la historia sin un patrón monetario de reserva de valor. Nunca jamás, en 3.500 años de moneda, se había producido una situación tan larga como esta. Como señala Manuel López Zafra en su libro: “**Retorno al Patrón Oro”** (Ed. Deusto), el cierre de la ventanilla del oro en 1971 ha producido la mayor expansión del crédito de la historia. Entre 1949 y 1969, por ejemplo, las reservas mundiales de divisas (excluido el oro) crecieron un 55%; pero entre ese último año y el año 2000 lo hicieron en un 2.000%. Y si ese año el total de reservas de divisas en el mundo era de dos billones de dólares, en el primer cuatrimestre de 2013 alcanzaron los 11 billones.

En el período 2000-2010 la deuda global se duplicó, pasando de los 57 billones de dólares a los 109; pero si para doblarse había necesitado diez años, ahora ya sólo han sido necesarios apenas tres, pues en 2013 se alcanzaron los 233 billones, el 313% del PIB mundial.

La ausencia de tipos de cambio fijos y la utilización torticera de los flexibles y de los instrumentos de política monetaria (como las expansiones de la oferta basadas en la manida “independencia” monetaria, que no hacen sino desvirtuar el crecimiento real y apalancar la economía en unos réditos futuros que, de no alcanzarse, provocan el colapso definitivo del sistema) son los que nos han traído hasta aquí, acompañados por los deseos de grandeza de unos políticos que no han escatimado nuestro ahorro, el de nuestros hijos y hasta el de nuestros nietos (siempre el ahorro del bolsillo ajeno, nunca del propio) en la aplicación de políticas de protección “sistémica” que colapsan cada vez en menos tiempo. Es el momento de desterrar definitivamente **una forma de hacer economía que sólo ha atacado los síntomas**, nunca la enfermedad que ella misma ha supuesto.

El éxito del modelo neoliberal era haber convencido al “contribuyente” que no existía otra alternativa (“el fin de la historia”), pero cuando llegó la crisis, los (mismos) “Apóstoles del Mercado”, vienen y le dicen al (mismo) “contribuyente”, que no le toca porque ha estado viviendo por encima de sus posibilidades (“el fin del cuento”).

El mayor “fracaso del mercado” demostrado a lo largo de 7 años de crisis es haber necesitado del dinero público para solventar las pérdidas privadas. El mayor “fracaso del mercado” es haberse hecho “adicto” de la expansión monetaria (droga suministrada por los bancos centrales) para mantener cotizaciones bursátiles ficticias (saltando de burbuja en burbuja). El mayor “fracaso del mercado” es haber “abolido” las posibilidades de quiebra de las entidades sistémicas (riesgo moral). Los “auténticos” liberales han (hemos) sido los únicos derrotados en el bando de los vencedores.

En el Paper: **El día que Smith “lloró”** **(Economía de intoxicación)**, publicado en mayo de 2004, decía:-5-20046-5-2004

Al cielo del establishment no vamos todos. Aunque el ilusionario liberal sostenga que la globalización económica uniforma, los resultados alcanzados demuestran que sólo unifica.

Al margen de la globalización están el ser humano, el medio ambiente, la democracia, la cultura, la verdad.

Una economía entrenada para matar, actúa como si fuéramos los últimos.

El mito global sólo nos empuja a la era de la melancolía.

El modelo de la codicia se balancea entre la ira y la avaricia, mientras la aldea global es sólo una esperanza ingenua.

Los “cínicos” modelos económicos nos establecen en una confortable irrealidad. En esas “fábulas” económicas nos dicen que dejando “obrar” al mercado se aplican más efectivamente los recursos, se incrementan los beneficios, y se distribuyen mejor las riquezas. Un mercado sin ley, abandonado a su capricho especulativo y superior a toda normativa nacional o internacional.

Nada se dice de la generación de inestabilidad, de las crisis internacionales y de las desigualdades crecientes. Nada se dice sobre la distancia creciente entre espacio económico y control político.

Los “puristas” del librecambio nos aplastan con el “rodillo” económico y nos imponen un “darwinismo” económico cainita y fatal.

La liberalización, la financierización, la desregulación y la privatización castigan a la sociedad, avasallan la dignidad humana, amenazan el hábitat, debilitan progresivamente la autoridad gubernamental, y provocan el crepúsculo de la piedad.

Esta economía de casino, este dinero que se ha vuelto loco, en el que la gran mayoría somos jugadores involuntarios incluyen en su “modelo” más volatilidad, más incertidumbre, y más inquietud.

El mercado no puede calibrar el futuro porque es corto de vista por naturaleza. No sólo en razón de que su mirada se extiende hacia horizontes necesariamente cortos, sino porque carece de aptitudes y de la lógica para incorporar problemas distintos a los de su propia naturaleza y para moderar sus excesos.

Los países occidentales mantienen Estados poderosos con un alto nivel de intervencionismo. Casi cualquier componente dinámico de sus economías, incluida la (ex) famosa Nueva Economía, viene del sector estatal (Internet…MIT…Pentágono…). Mire donde se mire hay un enorme sector estatal que obliga al público a asumir los riesgos y a pagar el costo y que, si funciona, se lo entrega al poder privado. Esa es la razón fundamental para entender porque el Primer y el Tercer mundo se han distanciado tanto.

¿Puede la competencia gobernar el planeta? ¿Es la competencia el mejor instrumento para enfrentarse a escala mundial a los cada vez más grandes problemas ambientales, demográficos, económicos y sociales?

En nombre de la flexibilización y la competitividad se somete al hombre al drama individual de la pérdida de trabajo, de la precariedad, de la baja de salarios y al drama cotidiano de la pérdida del estado del bienestar.

La globalización aumenta el temor a un posible conflicto mundial entre el decreciente número de los “poseedores”, “los ricos”, o “los dominadores”, y la creciente masa de “los desposeídos”, “los miserables” y “los marginados”.

Resulta chocante la divergencia entre el fuerte proceso de globalización económica en el plano de las finanzas y la empresa, y el carácter explosivo de la mayoría de los problemas sociales, económicos, medioambientales, y políticos, que conocen los países y regiones del mundo.

¿Qué tan lejos puede llegar la desigualdad antes que el sistema se derrumbe?

El presente trabajo intenta (veremos si lo logra) someter ciertos principios económicos a la prueba de la realidad. Discutir a quienes, en nombre del pragmatismo, defienden la incoherencia, las contradicciones y, en general, la ausencia de un sistema de valores.

El pragmatismo no es la negación del pensamiento o la ética. No se trata de “matar los principios”, tal vez -en todo caso- hacer del pragmatismo una “teoría de la verdad”. Un método para identificar la veracidad de cada principio: analizar -antes que su bondad en abstracto- los efectos que produce en la práctica.

Comenzamos citando algunos párrafos significativos del libro “Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones”, publicado por Adam Smith en 1776:

- Durante un período de progreso -o sea mientras la sociedad avanza hacia ulteriores incrementos de riqueza- más bien que en el otro en que la sociedad alcanzó el máximo de las asequibles, es cuando la situación del obrero pobre -es decir, de la gran masa de la población- se revela como más feliz y confortable. Por el contrario la situación de ese obrero es dura en el estado estacionario y miserable en el decadente. El progresivo es, en realidad, un estado feliz y lisonjero para todas las clases de la sociedad: el estacionario, triste y el decadente melancólico.

- Los principales inconvenientes de la sociedad económica en que vivimos son su incapacidad para procurar la ocupación plena y su arbitraria y desigual distribución de riqueza y de ingresos.

- El empleo más conveniente para cualquier capital de una nación es aquel que mantiene dentro del país a que pertenece mayor cantidad de trabajo productivo, y que más aumenta el producto de la tierra y del trabajo del país.

- El hombre ha de vivir de su trabajo y los salarios han de ser, por lo menos, lo suficientemente elevados para mantenerlo… (a él y a su familia)… La demanda de quienes viven de su salario no se puede aumentar sino en proporción al incremento de los capitales que se destinan al pago de dichas remuneraciones. En consecuencia, la demanda de mano de obra asalariada aumenta necesariamente con el incremento del ingreso y del capital de las naciones y no puede aumentar sino en ese caso.

- Ninguna sociedad puede ser floreciente y feliz si la mayor parte de sus miembros son pobres y miserables.

- Los pobres para conseguir el alimento, se afanan por satisfacer esos caprichos de los ricos, y en el afán de garantizarles tales satisfacciones, rivalizan en la baratura y perfección de su labor.

- Los intereses de quienes trafican en ciertos ramos del comercio o de las manufacturas, en algunos respectos, no sólo son diferentes, sino por completo opuestos al bien público.

- Todo para mí y nada para los demás: tal parece haber sido, en todas las edades, la máxima vil del poderoso.

- La subsistencia del trabajador, o el precio real del trabajo, cambia mucho según las diversas circunstancias: es más abundante en la sociedad progresiva que en otra estacionaria, y en ésta que en un pueblo decadente.

- Los beneficios elevados tienden a aumentar mucho más el precio de la obra que los salarios altos. En el aumento del precio de las mercancías el alza de los salarios opera del mismo modo que el interés simple en el acumulado de las deudas, mientras la elevación del beneficio actúa como el interés simple.

- Parece, pues, que la proporción entre capital y renta es la que regula en todas partes la relación que existe entre ociosidad e industria. Donde predomina el capital, prevalece la actividad económica; donde prevalece la renta, predomina la ociosidad. Los capitales aumentan con la sobriedad y la parsimonia, y disminuyen con la prodigalidad y la disipación.

- Cuando el hombre goza seguro los frutos de su trabajo, se esfuerza naturalmente en mejorar su condición y adquirir, no sólo lo necesario, sino las comodidades y refinamientos de la vida.

- Los comerciantes ingleses se quejan frecuentemente del alto precio de los salarios del trabajo en su país, suponiendo que ese elevado precio es la causa de que no puedan venderse sus manufacturas tan baratas como las venden otras naciones en países extranjeros; pero guardan silencio acerca de los elevados beneficios que arrojan sus capitales. Se quejan de las extraordinarias ganancias ajenas, pero rodean de silencio las propias. En muchos casos los elevados beneficios del capital británico pueden contribuir tanto a encarecer el precio de las mercancías, como el precio exorbitante de los salarios y aún mucho más.

- La recompensa liberal del trabajo, al facilitar a los trabajadores una mejor manera de atender a sus hijos, subdividiendo a la crianza, de un mayor número, de ellos, tiende de una manera natural a extender y ampliar aquellos límites… (se refiere a la riqueza de un país).

- El monopolio hace que sean menos abundantes de lo que serían, de no existir, todas las fuentes originarias de renta: los salarios del trabajo, la renta de la tierra y los beneficios del capital. Al fomentar el interés de cierta clase de personas, perjudica los intereses de todos los demás habitantes del país y de todos los ciudadanos de otras naciones.

- En los diferentes empleos de capital la tasa ordinaria del beneficio varía según la certeza o la incertidumbre de la ganancia… Rara vez se acumulan grandes fortunas, ni aún en las ciudades populosas en un determinado ramo de la industria conocido y admirado de una manera regular, como no sea a fuerza de una larga y laboriosa vida de frugalidad y de atención. A veces se hacen fortunas rápidas en estos lugares en lo que se llama negocios de especulación. Mas el comerciante de esta condición no ejerce una actividad determinada, regular y estable. Si el patrono es recatado y sobrio, los operarios que emplea, naturalmente lo serán también; pero si el dueño es gastador y pródigo, el criado, que norma su conducta por el modelo del amo, no podrá menos que seguir el ejemplo de él.

- Fundar un gran imperio con el único fin de crear un pueblo inmenso de clientes parece, a primera vista, un ideal sólo adecuado a una nación de tenderos.

- Nunca resultaría la atención del gobierno tan innecesaria como cuando se empeñase en velar sobre el aumento y la disminución de la cantidad de moneda del país.

- En definitiva, no se desea el dinero por el dinero mismo, sino por lo que con él se puede comprar.

- El capital que se emplea en el comercio interior de cualquier país dará regularmente más estímulo y sustento al trabajo productivo de la nación, aumentando también el valor del producto anual de la nación, mucho más que otro igual empleado en el comercio extranjero con artículos para el consumo doméstico, y el capital empleado en este último traerá ambos respectos más ventajas que otro de igual cuantía empleado en el comercio de tránsito.

- El beneficio principal del comercio exterior no radica en la importación de oro y plata, sino en la traslación del producto excedente para el cual no existe demanda, trayendo en cambio hasta el propio país artículos para los cuales esa demanda existe.

- Cuando un país extranjero nos puede ofrecer una mercancía en condiciones más baratas que nosotros podemos hacerla, será mejor comprarla que producirla, dando por ella parte del producto de nuestra propia actividad económica, y dejando a esta emplearse en aquellos ramos en que saque ventaja al extranjero... Pero hay dos casos principales en los cuales puede ser ventajoso, por regla general, establecer algún gravamen sobre los géneros extranjeros para fomentar la industria de un país. El primero, cuando cierto ramo de la industria es necesario para la defensa del territorio. El segundo se presenta cuando en el interior del reino existe algún impuesto sobre los productos indígenas (manufactura doméstica).

- Un comercio que se fuerza con primas y monopolios puede ser, y es por lo común, perjudicial para el país que lo establece.

- Ningún país se ha arruinado por una balanza mercantil desfavorable y los que negocian en su comercio con la mayor libertad han sido los que más se han enriquecido con el comercio exterior. La prosperidad y la decadencia dependen de la balanza o equilibrio entre producción y consumo, que es muy diferente de la balanza mercantil, y puede estar constantemente a favor de una nación aunque su balanza comercial sea desfavorable.

- Si una manufactura se considera necesaria para la defensa de la sociedad, no es arbitrio prudente dejar que dependa de los extranjeros, y si no pudiera sostenerse de otro modo como empresa del país, no sería contrario a la razón el establecimiento de un gravamen sobre todas las demás manufacturas, para sostenerla.

- La riqueza de una nación vecina, aunque suele ser peligrosa en la guerra y en la política, es ciertamente ventajosa para el comercio. Si todas las naciones siguiesen el sistema liberal de una libre importación y exportación, los distintos estados en que está dividido un gran continente se asemejarían a las diversas provincias de un imperio.

- Una libertad ilimitada en materia de exportación de granos puede ser muy peligroso, pero nunca lo es tanto en los grandes estados como en los pequeños, porque siendo en los primeros mucho mayores las cosechas, raras veces el abasto puede verse afectado de una manera apreciable por algunas cantidades de grano que puedan ser exportadas.

- Los tratados de comercio son ventajosos para la nación favorecida, pero desventajosos para el país que favorece.

- Perjudicar los intereses de cierta clase particular de ciudadanos con el sólo objeto de fomentar los de otra, es una norma contraria a la justicia y a la equidad, que todo gobierno debe tener en cuenta.

- El consumo es la finalidad exclusiva de la producción, y únicamente se deberá fomentar el interés de los productores cuando ello coadyuve a promover el del consumidor.

- No es difícil averiguar quiénes han sido los inventores de todo el sistema mercantil. No fueron los consumidores, cuyos intereses se olvidaron por completo, sino los productores, cuyos intereses se favorecieron con tanta diligencia. Y entre estos, nuestros comerciantes y manufactureros han sido los principales artífices de ese invento.

- La elevación del cambio extranjero produce los mismos efectos que el establecimiento de un impuesto y, al elevar el precio de los géneros extranjeros, disminuye su consumo.

- Un cambio favorable con un país particular, no prueba la existencia de una balanza favorable con dicho país.

- El alza en la denominación de la moneda ha sido un expediente muy frecuente y común para disfrazar la bancarrota del estado con el nombre de un pretendido pago.

- La bancarrota es siempre el resultado final de una gran acumulación de deudas. La elevación de la moneda ha sido el método usual para disfrazar la bancarrota, aunque tal expediente tiene consecuencias peores que en la bancarrota abierta.

- El interés del comerciante consiste siempre en ampliar el mercado y restringir la competencia. Toda proposición de una ley nueva o de un reglamento de comercio, que proceda de esta clase de personas, deberá analizarse siempre con la mayor desconfianza y nunca deberá adoptarse como no sea después de un largo y minucioso examen, llevado a cabo con la atención más escrupulosa a la par de desconfiada.

- La economía política, considerada como uno de los ramos de la ciencia del legislador o del estadista, se propone dos objetivos distintos: el primero, suministrar al pueblo un abundante ingreso o subsistencia, o, hablando con más propiedad, habilitar a sus individuos y ponerlos en condiciones de lograr por sí mismos las cosas; el segundo proveer al estado o república de rentas suficientes para los servicios públicos. Procura realizar pues ambos fines, o sea enriquecer al soberano y al pueblo.

- El gobernante que intentase dirigir a los particulares respecto de la forma de emplear sus respectivos capitales, tomaría a su cargo una empresa imposible, y se arrogaría una autoridad que no puede confiarse ni a una persona, ni a un senado o consejo, y nunca sería más peligroso ese empeño que en manos de una persona lo suficientemente presuntuosa e insensata como para considerarse capaz de realizar tal cometido.

- El gobierno civil, en cuanto instituido para asegurar la propiedad, se estableció para defender al rico del pobre, o a quienes tienen alguna propiedad contra los que no tienen ninguna.

- Cuando el poder judicial y el ejecutivo se mantienen unidos, es casi imposible que la justicia no se sacrifique con frecuencia a eso que vulgarmente se llamó política. Las personas encargadas de los grandes intereses del estado, aun cuando no estén corrompidas, imaginan, a veces que es necesario sacrificar los derechos de los particulares a aquellos otros de que se acaba de hacer mención.

- Nunca se hallan mejor administrados los servicios públicos que cuando la recompensa sigue al desempeño efectivo y se halla ajustada a la diligencia empleada en el cumplimiento.

- Obras públicas e instituciones públicas que facilitan el comercio de la sociedad –carreteras, puentes, puertos, etc.-, no es necesario que se costeen con cargo a las rentas de la nación, sino atendido mediante impuestos de tránsito y otros gravámenes particulares. Su costo, grandeza y magnificencia han de guardar proporción con lo que el comercio esté en condiciones de pagar; por lo tanto, deberían construirse con arreglo a las necesidades.

- La educación de las clases bajas requiere acaso más atención del estado que la de las personas de jerarquía y fortuna, cuyos padres pueden atender a sus intereses y dedican sus vidas a diversas ocupaciones, principalmente intelectuales, a diferencia de lo que ocurre con los hijos de los pobres.

- Un pueblo instruido será siempre más ordenado y decente que uno ignorante y estúpido.

- No existen caracteres más incompatibles que el del Soberano y el del comerciante. La naturaleza inestable y perecedera del capital y del crédito hace que sea un medio poco seguro para cimentar sobre el los principales ingresos de aquella renta segura, permanente y estable sobre la cual descansa la dignidad y permanencia del gobierno.

- Hemos de tener siempre presente que los impuestos deben recaer sobre los artículos de lujo, y no sobre los gastos necesarios de las capas inferiores del pueblo.

- El comercio y la manufactura sólo pueden florecer en un estado en que exista cierto grado de confianza en la justicia del gobierno.

- No existe ni ha existido país alguno de consideración en el mundo que pueda o haya podido subsistir sin haberse empleado en una u otra clase de manufactura.

- En el sistema de leyes que se ha establecido para la administración de nuestras colonias de América y de las Indias Occidentales, el interés del consumidor nacional se ha sacrificado al del productor… Se ha creado un gran imperio con el exclusivo objeto de hacer surgir una nación de clientes, que tienen la obligación de adquirir en las tiendas de nuestros diversos productores todas las mercancías que estos les pueden proporcionar.

- Cuando se establecen derechos de importación para estimular las actividades económicas del país, debe preverse por cuanto tiempo y hasta qué grado se otorgará tal protección y de qué modo deberá ser reestablecida la libertad de importación, una vez logrados los objetivos de su restricción. Pero una vez impuesto un arancel, se plantea un caso discutible cuando ciertas manufacturas particulares han tomado tal incremento (como consecuencia de las prohibiciones y derechos establecidos) que el número de obreros ocupados en esas fábricas asciende a una cifra importante. La razón exige que entonces la libertad de comercio sea gradualmente restablecida, pero con mucha reserva y circunspección. Si se suprimieran de golpe impuestos y prohibiciones, podría ocurrir que invadiesen el mercado tal cantidad de géneros extranjeros de aquella especie, más baratos que los nacionales, que muchos miles de gentes se vieran privadas de sus ganancias y de su modo de subsistir.

- Conviene meditar hasta qué punto habrá de continuar importándose libremente un género extranjero cuando algunas de las naciones extranjeras restringen con derechos elevados la entrada de muchas de nuestras manufacturas. En este caso, un ánimo vindicativo recomienda naturalmente que se establezcan medidas de retorsión, y se impongan iguales derechos y prohibiciones sobre la importación de algunas o todas sus mercancías…

Grupos económicos muy reducidos (¿menos de 500 familias en el mundo?, ¿menos de 500 empresas en el mundo?) tienen el mayor poder jamás alcanzado. Y no asumen ningún tipo de responsabilidad económica, social y ecológica, que vaya más allá de la optimización de sus propios intereses.

Dice Paul Krugman (De vuelta a la economía de la Gran Depresión - 1999): “Por primera vez desde 1917, vivimos en un mundo en que los derechos de propiedad y los mercados libres se ven como principios fundamentales, no como expedientes mezquinos, donde los aspectos desagradables del sistema de mercado, la desigualdad, el desempleo, la injusticia, se aceptan como parte de la vida. Como en la era victoriana el capitalismo está seguro, no sólo debido a sus éxitos que han sido muy reales, sino porque nadie tiene una alternativa verosímil”…

La otra cara de la moneda son las enormes masas de población -incluso en los llamados “países ricos”- alienadas, desasistidas, desesperanzadas, desidealizadas, despolitizadas, sumergidas (o en vías de serlo), analfabetizadas, ilotizadas, para llegar en las naciones pobres del mundo al hambre, la miseria, las plagas, éxodos y luchas tribales.

Se ha roto la esperanza de progreso económico. El proceso de globalización, competitividad y rentabilidad -especulativa- de corto plazo ha quebrado la secuencia lógica de la evolución capitalista. Hoy crecen los beneficios empresariales pero no se transfieren a los trabajadores. Las mejoras de productividad han concluido en menores remuneraciones y empleo, aunque en mayores dividendos y honorarios de directores.

El dinero se mueve, pero sólo para producir más dinero y no bienes.

La economía de especulación ha reemplazado a la de producción. El juego se ha reducido a unos pocos, ya no se necesita el mercado masivo, y tampoco demasiadas manufacturas. Estamos viviendo una economía “virtual”, sin fábricas, sin bienes, y sin trabajadores. La economía financiera global deja al margen -excluye, ignora, anula, o se libera de toda responsabilidad- al hombre, al medioambiente, a la democracia, a la cultura, y a la verdad…

(**Agosto 2014**) Han pasado 10 años desde la publicación de aquel Paper, y 7 años desde el inició de la crisis financiera (la era de los excesos) y solo puedo volver a constatar algunas de “mis viejas y queridas causas perdidas o la amargura de la victoria”. Los grandes problemas globales y las soluciones pendientes (dramaturgias y olvidos). Los daños ocultos del librecambio (la doble vida de la economía global). La economía de los hipócritas (el germen de la autodestrucción). La confiscación del poder y la corrupción de la economía). La codicia de los mercados (el virus mutante). De la crisis de crédito a la crisis del descrédito (las víctimas son incontables… ¿pero los victimarios son inimputables?). Economías Fallidas (variaciones sobre la “danza macabra” entre los “cándidos” adictos al crédito y los “pícaros” traficantes de dinero). El “fusilamiento” del Estado del Bienestar. El imperio de la explotación laboral. El Contrato de Precariedad Eterna (la teoría de la “flexiseguridad”). El desempleo juvenil (de la inactividad al desaliento). La clase media y su proceso de movilidad social descendente: de “clase media” a “nuevos pobres” (el fin de la era de las expectativas crecientes). Víctimas del futuro: de plan de rescate en plan del rescate hacia la derrota final o el regreso del proteccionismo (en busca de la confianza perdida). La casta de los banqueros: ¿los mejores talentos? (historias de los “cienmanos”). El “rostro inaceptable” del capitalismo (de la “relajación cuantitativa” a la “relajación cualitativa”). El descubrimiento de la inflación “buena” (la teoría de la “deaudaflación”). La “solución final” (de la Fed) al problema de la deuda: crear inflación (el modelo argentino tantas veces fracasado: peligro de una inflación descomunal).

“Tiempos modernos” (“realidades cercanas” de un capitalismo sin control). Las lecciones de la crisis: ¿y ahora, qué hacemos con Wall Street? Vivimos un tiempo de requiebros, mitos y mentiras: ¿a quién le interesa conocer la realidad?

El “análisis crítico” de algunos Informes del FMI y el BPI, pueden ayudar a destaparla.

**- Examen forense de la bancarrota: (Año 2007) aquellos años de vino y rosas**

*“El excesivo crédito que la Fed inyectó en la economía se desbordó en el mercado inmobiliario, provocando un fantástico boom especulativo. Más tarde, los oficiales de la Reserva Federal intentaron absorber el exceso de reservas y finalmente tuvieron éxito en frenar el boom. Pero ya era demasiado tarde”.*

Esta radiografía de la crisis, bastante atinada, fue escrita en 1966 por Alan Greenspan y pretendía ser una síntesis de las causas de la Gran Depresión de 1929. El único cambio ha sido escribir “mercado inmobiliario” donde antes ponía “mercado de valores”.

Lástima que Greenspan no haya recordado estas sabias palabras a la hora de analizar su actuación durante la gestación del boom inmobiliario ante el Congreso de Estados Unidos (7/4/10). Se proclama inocente, como cabría esperar de alguien que no tenga una marcada pulsión suicida. Su actitud es comprensible, no excusable. Al menos no desde el rigor intelectual.

Es cierto que concentrar todas las responsabilidades en un solo nombre peca de simplista. No hay un único culpable de la crisis, sino muchos, cada uno desde esfera de responsabilidades: los bancos comerciales por conceder hipotecas a 30 años mediante depósitos a muy corto plazo; los bancos de inversión por mantener merced a operaciones repo intradía carteras de negociación repletas de activos ilíquidos; la Administración republicana por gastar sin freno y engendrar unos déficits que sólo Obama ha conseguido que parezcan pequeños; las aseguradoras por olvidarse de todo principio de prudencia actuarial y emitir CDS que de ningún modo podían cumplir con sus niveles de capitalización; los reguladores por favorecer aún más el apalancamiento de la banca, por promover normativas desastrosas destinadas a inflar el precio de las viviendas y por incentivar el régimen de vivienda en propiedad entre las clases menos solventes; las agencias de rating por carecer de una teoría económica fiable que les permitiera anticipar la contracción crediticia; el Banco Central de China no por mantener tipos de cambio fijos con el dólar, como se le suele acusar, sino por respaldar sus emisiones de yuanes con activos a largo plazo nominados en dólares (otro descalce de plazos); y sí, como acusa Greenspan, Freddie Mac y Fannie Mae por aprovecharse de las garantías implícitas del Gobierno para endeudarse contra toda lógica en adquirir activos hipotecarios de altísimo riesgo…

Estos procesos devastadores para la economía se desarrollan en medio de una orgía crediticia que tiene su causa original en financiación que la Reserva Federal presidida por Greenspan otorgó a los mercados financieros. En 2001 y 2002 la economía estadounidense se abocaba hacia una sana liquidación de las malas inversiones acumuladas en los años precedentes. Pero Greenspan rebajó enérgicamente los tipos de interés (más allá incluso de lo que él mismo consideraba necesario, según admitió en sus memorias) y consiguió que los bancos estadounidenses volvieran a endeudarse a corto plazo para invertir a largo.

Sería absurdo sostener que la Fed es capaz de estabilizar el sistema financiero e incluso promover la creación de empleo mediante su intervención continuada en los mercados de crédito a corto plazo -como sostienen muchos economistas- y al mismo tiempo exculpar a la Fed de haber tenido una muy poderosa influencia a la hora de empujar a un colosal endeudamiento a corto plazo entre los agentes. Fue la Fed quien colocó los tipos al 1%, fue la Fed la que hizo posible que los bancos encontraran rentable volver a arbitrar la curva de rendimientos (endeudarse a corto e invertir a largo), fue la Fed quien logró que reafloraran demandantes de crédito. Es decir, fue Greenspan.

Que luego el banco central no obligara a ningún banco privado a endeudarse imprudentemente a corto plazo o a prestar a deudores de alto riesgo o a acrecentar sus fondos de maniobra negativos o a mantenerse infracapitalizados o a sumarse a la especulación inmobiliaria, no quita que fuera él quien sentó las bases para que todo esto sucediera.

Si la Fed hubiese mantenido unos tipos de interés a corto plazo mucho más altos (por ejemplo del 5% o 6%) ni los bancos hubiesen podido incrementar tanto la oferta de crédito hipotecario, ni los estadounidenses menos solventes hubiesen podido demandar tanto crédito hipotecario, ni los bancos de inversión habrían estado interesados en concertar caras operaciones a corto plazo para invertir en activos de bajo rendimiento, ni el déficit comercial estadounidense hubiese sido tan cuantioso y por tanto el Banco Central de China no hubiese tenido opción a monetizar tanta deuda en dólares (el famoso ahorro asiático que no era en realidad ahorro), ni la burbuja inmobiliaria hubiese alcanzado magnitudes tales como para arramblar a las agencias de seguros, ni las agencias de rating habrían tenido opción a equivocarse tanto y tantas veces, ni Freddie Mac y Fannie Mae hubiesen podido adquirir enormes cantidades de unas titulizaciones hipotecarias de alto riesgo que simplemente no habrían existido.

Por eso Greenspan causó la crisis. No porque sea, ni mucho menos, responsabilidad exclusiva suya, sino porque fue un cooperador necesario, imprescindible, y causa eficiente de todo el proceso. Que el propio Greenspan sea un experto en teoría monetaria y de los ciclos económicos sólo reafirma esta posición. Difícilmente podría haberse hecho todo tan bien para que terminara tan mal. Bernanke muy probablemente no hubiese sido capaz sostener la burbuja tantos años y, de hecho, a las primeras de cambio le reventó. Greenspan la aguantó dos décadas. Tiene mérito, aunque sea un mérito de siniestras consecuencias.

La receta, sin embargo, ya la prescribió el propio Greenspan en 1966 y al menos en parte la reafirmó en sus declaraciones ante la comisión del Congreso que estudia las causas de la crisis. Las regulaciones en el fondo no sirven, lo que falla es el sistema: “El oro se interpone en este insidioso proceso como protector de los derechos de propiedad. Si uno entiende esto, no debería tener dificultad en comprender la causa del antagonismo frente al oro de los estatistas”. Lo sabía y lo sigue sabiendo. De hecho, probablemente pasará a la historia como la persona que más hizo en la práctica por mostrar lo catastrófico del sistema monetario actual basado en un dinero fiduciario de curso forzoso emitido monopolísticamente por un banco central. Aunque él no lo quiera, aunque él lo niegue.

¿Confiaría usted en una persona que ha fallado estrepitosa y repetidamente en las predicciones y análisis sobre la economía? El sentido común dice que no. Si usted es una persona coherente, tampoco debería confiar en absoluto en Ben Bernanke, siguiente presidente de la Reserva Federal norteamericana, institución que se encarga, teórica e idealmente, de velar por el buen funcionamiento de la economía (producción alta y bajo desempleo), el mantenimiento de tasas de inflación bajas (pero positivas) y la buena salud del sistema financiero. En definitiva, de planificar la economía desde la manipulación del dinero.

A continuación, algunas de las sombras de luz con las que Bernanke nos ha ido iluminando en estos años.

En octubre de 2005, en un momento en que el sector de la construcción estaba en su apogeo en EEUU, afirmó con solemnidad que en realidad no existía ninguna burbuja inmobiliaria, y por tanto, las preocupaciones sobre esta cuestión estaban infundadas.

En esa misma ocasión achacó el incremento del 25% en los precios de la vivienda a factores reales, como el crecimiento de empleos, de ingresos y de nuevas familias.

Añadió, además, que “un enfriamiento moderado en el mercado inmobiliario, en el caso de que esto ocurriera, no sería incompatible con el mantenimiento del crecimiento económico cercano a su nivel potencial en el año que viene”.

Por si esto no fuera poco, agregó que los efectos económicos de una caída en los precios de los activos “no depende tanto de la gravedad de la caída misma como de la respuesta de los encargados de la política económica, en particular, los bancos centrales”. Si fuera esto cierto, ahora estaríamos creciendo a tasas estratosféricas. Sin embargo, las políticas de los bancos centrales no están funcionando, e incluso podemos estar en un escenario deflacionista, la peor pesadilla de Bernanke. Ahora no podrán decir que no lo han intentado.

En el año siguiente, Bernanke ignoró totalmente los riesgos de las hipotecas subprime. Por ejemplo, cuando habló acerca de la situación de la economía ante el Congreso estadounidense en el verano de 2006, no hizo ninguna mención a posibles tensiones futuras ni desequilibrios presentes. Conviene recordar que en este mismo verano se produjo el pico de la burbuja inmobiliaria. Los precios de la vivienda no hicieron más que bajar desde entonces.

En el verano de 2007 empezaron a florecer las primeras semillas que alertaban de problemas. Sin embargo, Bernanke permaneció impasible: “Parece improbable que los problemas del sector subprime se trasladen seriamente a la economía agregada o al sistema financiero”, declaró el 5 de junio de este año ante la International Monetary Conference. A estas atinadas predicciones podríamos agregar su estimación, en febrero de 2008, de que la recuperación en el sector inmobiliario tendría lugar a fines de ese año.

**“Decíamos ayer”…**

**Crisis de las hipotecas “subprime”: burbujas y… algo más (Malas prácticas) - Diciembre 2007**

**Orígenes de la crisis**

“El Boom de la vivienda”

* La política monetaria expansiva impulsada por la FED desde el 2000, recortando las tasas de interés desde 6,25% (Diciembre de 2000) hasta 1% (Junio de 2003), incentivó el crecimiento de la demanda y oferta de vivienda, que ya venía en ascenso desde la década de los noventa.
* El mejor “colateral” hacía que las financieras exigieran bajos estándares utilizados para la concesión de créditos hipotecarios. Entre ellos: bajos niveles de puntaje FICO requeridos y requerimientos más flexibles de declaración de ingresos. (FICO: Fair Isaac Corporation, es una entidad privada que ofrece los modelos de “scoring” de crédito más utilizados en EEUU. El rango de “scoring” oscila entre 300 (más bajo) y 850 (más alto). La distribución es sesgada, con un 60% de los “scores” entre 650 - 790 puntos. De acuerdo con este modelo de “scoring”, los bancos y otras instituciones financieras pueden decidir negar un crédito, incrementar una tasa de interés o hacer más exigentes las comprobaciones de los niveles de ingreso de los prestatarios.)
* El desarrollo de instrumentos financieros derivados (CDOs) con calificación AAA, que tenían como “subyacentes” titulizaciones hipotecarias (MBS - Mortgage Backed Securities) con rangos de calificaciones entre AAA hasta BB, y cuyas rentabilidades estaban por encima de las tradicionales, incentivaban la oferta de crédito hipotecario.
* El “apetito” por inversiones con mayores rentabilidades por parte de los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras, los bancos y los fondos de cobertura, fueron caldo de cultivo para el creciente desarrollo de los CDOs en años recientes.

El contexto de bajas tasas de interés y valorizaciones de los precios de la vivienda, aumentó la oferta de créditos hipotecarios a deudores con baja calidad crediticia. Mientras en el año 2000 las “originaciones” llegaban a niveles de 150 billones de dólares (miles de millones, en español), para el año 2006 cuadruplicaron su valor llegando a niveles de 600 billones de dólares (miles de millones, en español). Más adelante se “actualiza” esta información según un estudio económico publicado por el diario económico Wall Street Journal el 12/10/07.

“Estalla la burbuja”

* A pesar de los incentivos mencionados por parte de la oferta, y la fuerte demanda de vivienda por motivos de inversión, dichas continuas valorizaciones en los precios de la vivienda, se revierten en algunas zonas de EEUU en el año 2004, cuando la FED inicia el ciclo contractivo de la política monetaria.
* En el año 2007 (agosto), después de la contracción monetaria, el mercado subprime muestra signos de morosidad de cartera generando:
  + Reducción en ventas de viviendas: Impacto en la construcción.
  + Estándares de crédito más apretados.
  + Un aumento de la oferta de vivienda en la medida que se incrementan las liquidaciones de vivienda de los créditos hipotecarios.
  + Mayor disminución en los precios de la vivienda.

Emisiones de CDOs

* En la medida en que crecían las “originaciones” de hipoteca, también se incrementaban las emisiones de CDOs.
* El problema en agosto - septiembre de 2007 es que existía (¿existe?) poca información sobre el comportamiento de estos activos “empaquetados” bajo condiciones de crédito apretado y aumento de morosidad de la cartera. Inclusive, la información es poca bajo un escenario de desvalorización de los precios de la vivienda.
* De esta manera, tanto el mercado como las agencias trataron (¿tratan?) de sobre-estimar los riesgos de pérdidas de estos “pools”, generando gran volatilidad en la valorización de estos activos. Es un problema de “información asimétrica” en el cual los gestores del mercado no pueden dimensionar las pérdidas de sus portafolios; menos aún las pérdidas de otras entidades. El mercado así buscaba (¿busca?) señales para poder distinguir los “malos” y “buenos” portafolios, encareciendo el costo de “fondeo” entre entidades financieras.
* Adicionalmente, sobre dichas emisiones, se ha discutido (¿discute?) bastante el papel de las agencias calificadoras al momento de evaluar los riesgos de estas estructuras crediticias.

**Mentiras y errores al descubierto (del conundrum de Alan, al oxímoron de Ben)**

**“Tócala otra vez, Ben”: Lecturas recomendadas, “para no olvidar lo inolvidable”**

- Bernanke, el banquero central que engañó a medio mundo (Libertad Digital - **5/1/11**)

El presidente de la FED, Ben Bernanke, fue alabado como la persona perfecta para afrontar el crash de 2008. Pero parece que a Bernanke se le apaga la estrella. Muchos le dan la espalda y las críticas empiezan a arreciar desde todos lados. No es de extrañar si se repasa la hemeroteca.

(Por Hugo Baldasano)

¿Están siendo injustos y oportunistas con Bernanke? ¿O realmente se merece las críticas? El debate se ha repetido por todo el internet económico, muchas veces como lucha entre diferentes visiones o escuelas, donde los participantes acaban enrocados. Para evitar caer en la misma dinámica nada mejor que juzgar a Bernanke por sus predicciones. Para bien o para mal, el tiempo siempre pone a cada persona en su sitio.

1. Antes de la crisis

Marzo de 2005

El reciente influjo de capital ha provocado una subida del precio de la vivienda. Esta subida, a su vez, ha alentado a las familias a aumentar su consumo. Por supuesto, el aumento de las tasas de propiedad de vivienda y de consumo de los hogares son cosas buenas

Discurso para la “Virginia Association of Economics”

Julio de 2005

Transcripción de las partes más significativas del vídeo:

Entrevistador: Ben, se habla mucho de una burbuja inmobiliaria, particularmente, ya sabes (inaudible) de todo tipo de lugares. ¿Puede darnos su opinión acerca de si existe o no una burbuja inmobiliaria?

Bernanke: Bueno, sin lugar a dudas, los precios de la vivienda han subido bastante; creo que es importante tener en cuenta que los fundamentales son también fuertes. Tenemos una economía en crecimiento, empleo, ingresos. Tenemos las tasas hipotecarias muy bajas. Tenemos la demografía apoyando el crecimiento de la vivienda.

Tenemos una oferta restringida en algunos lugares. Por lo tanto, es comprensible que los precios suban algo. No sé si los precios están exactamente donde deben estar, pero creo que es justo decir que mucho de lo que ha pasado está soportado por la fuerza de la economía.

Entrevistador: Dígame, ¿cuál es el peor de los casos? Señor, tenemos tantos economistas viniendo al programa y diciendo: “Oh, esto es una burbuja, y va a estallar, y esto va a ser un verdadero problema para la economía”. Algunos dicen que podría incluso provocar una recesión más adelante. ¿Cuál es el peor de los casos, si en realidad los precios bajaran considerablemente en todo el país?

Bernanke: Bueno, no acepto su premisa. Es una posibilidad bastante improbable. Nunca hemos tenido una disminución de los precios inmobiliarios en todo el territorio nacional. Creo que es más probable que los precios de la vivienda se desaceleren, tal vez estabilicen: podría reducir el consumo un poco. No creo que llevara a la economía muy lejos de su camino del pleno empleo, sin embargo.

Febrero de 2007

Se espera un crecimiento moderado en el futuro. Creemos que si el sector inmobiliario comienza a estabilizarse, y si algunas de las correcciones de inventarios se completan, hay una posibilidad razonable de que veamos un cierto fortalecimiento de la economía en algún momento durante la mitad del año.

Nuestra evaluación es que no hay indicación en este punto que las cuestiones de hipotecas de alto riesgo (subprime) se haya extendido a todo el mercado hipotecario, que todavía parece ser saludable.

Julio 2007

La economía global sigue siendo fuerte, apoyado por un sólido crecimiento económico en el extranjero. Las exportaciones de EEUU deberían crecer aún más en los próximos trimestres. En general, parece que la economía de EEUU se expandirá a un ritmo moderado durante el segundo semestre de 2007, con crecimiento y fortalecimiento en 2008 llegando a una tasa cercana a la tendencia subyacente de la economía.

No hay mucho que decir. Bernanke, el chairman de la Reserva Federal, no vio venir la crisis. Bernanke creía que la economía funcionaba correctamente y sería capaz de realizar un pequeño ajuste no traumático en 2007, para recuperar crecimiento total en 2008.

Aun así, Bernanke fue promocionado en 2008 y principios de 2009 como la persona más capacitada para entender la economía y afrontar los graves problemas que la crisis traía. Se hizo mucho énfasis en sus estudios académicos sobre la Gran Depresión…

**Una magnífica reseña de sus principales “deposiciones”**

Uno de los últimos en atacar al presidente del regulador monetario ha sido Business Insider, en un artículo publicado el 8/12/10, bajo el titular “30 citas de Bernanke tan absurdas que no sabes si reír o llorar”.

Así, la que podría ser la mejor “perla” de Bernanke retrata toda su política monetaria y se encuentra en su discurso del 21 de noviembre de 2002. Entonces aseguró que “El Gobierno de Estados Unidos tiene una tecnología llamada imprenta (hoy en día su equivalente tecnológico) que permite producir todos los dólares que se deseen a ningún coste”.

- 30 Bernanke Quotes That Are So Absurd You Won’t Know Whether To Laugh Or Cry (Business Insider - **8/12/10**)

(By Michael Snyder, The Economic Collapse)

Did you see Federal Reserve Chairman Ben Bernanke on 60 Minutes the other night? Bernanke portrayed the Federal Reserve as the great protector of the U.S. economy, he claimed that unemployment would be 15 percent higher if the Federal Reserve had sat back and done nothing during the financial crisis and he even started laying the groundwork for a third round of quantitative easing.

Unfortunately, 60 Minutes did not ask Bernanke any hard questions and did not challenge him on his past record. It was almost as if they considered Bernanke to be above criticism. But someone in the mainstream media should be taking a closer look at this guy and his record. The truth is that the incompetence that Bernanke has displayed over the past few years makes the Cincinnati Bengals look like a model of excellence.

Bernanke kept insisting that the housing market was stable even while it was falling apart, he had absolutely no idea the financial crisis was coming, he declared that Fannie Mae and Freddie Mac were in no danger of failing just before they failed, his policies have created asset bubble after asset bubble and the world financial system is now inherently unstable.

But even with such horrific job performance, Barack Obama and leaders of both political parties continue to publicly praise Bernanke at every opportunity. What in the world is going on here?

Not that Bernanke is solely responsible. His predecessor, Alan Greenspan, was responsible for many of the policies that have brought us to this point. In addition, most of the other presidents of the individual Federal Reserve banks across the United States seem just as clueless as Bernanke.

But you would think at some point someone in authority would be calling for Bernanke to resign. Accountability has to begin somewhere.

The Bernanke quotes that you will read below reveal a pattern of incompetence and mismanagement that is absolutely mind blowing. Looking back now, we can see that Bernanke was wrong about almost everything.

But the mainstream media and our top politicians keep insisting that Bernanke is the man to lead our economy into a bright future.

It is almost as if we have been transported into some bizarre episode of “The Twilight Zone” where the more incompetence someone exhibits the more they are to be praised.

The following are 30 Ben Bernanke quotes that are so stupid that you won't know whether to laugh or cry...

Nov. 21, 2002

“The U.S. government has a technology, called a printing press (or today, its electronic equivalent), that allows it to produce as many U.S. dollars as it wishes at no cost”.

June 2004

“Economics has many substantive areas of knowledge where there is agreement but also contains areas of controversy. That's inescapable”.

June 2004

“Not all information is beneficial”.

July, 2005

“We’ve never had a decline in house prices on a nationwide basis. So, what I think what is more likely is that house prices will slow, maybe stabilize, might slow consumption spending a bit. I don’t think it’s gonna drive the economy too far from its full employment path, though”.

Oct. 20, 2005

“House prices have risen by nearly 25 percent over the past two years. Although speculative activity has increased in some areas, at a national level these price increases largely reflect strong economic fundamentals”.

Nov. 15, 2005

“With respect to their safety, derivatives, for the most part, are traded among very sophisticated financial institutions and individuals who have considerable incentive to understand them and to use them properly”.

Feb. 15, 2006

“Housing markets are cooling a bit. Our expectation is that the decline in activity or the slowing in activity will be moderate, that house prices will probably continue to rise”.

Feb. 16, 2006

“I don't think that Chinese ownership of U.S. assets is so large as to put our country at risk economically”.

Oct. 4, 2006

“If current trends continue, the typical U.S. worker will be considerably more productive several decades from now. Thus, one might argue that letting future generations bear the burden of population aging is appropriate, as they will likely be richer than we are even taking that burden into account”.

March 28, 2007

“At this juncture, however, the impact on the broader economy and financial markets of the problems in the subprime market seems likely to be contained. In particular, mortgages to prime borrowers and fixed-rate mortgages to all classes of borrowers continue to perform well, with low rates of delinquency”.

Feb. 15, 2007

“Despite the ongoing adjustments in the housing sector, overall economic prospects for households remain good. Household finances appear generally solid, and delinquency rates on most types of consumer loans and residential mortgages remain low”.

May 17, 2007

“All that said, given the fundamental factors in place that should support the demand for housing, we believe the effect of the troubles in the subprime sector on the broader housing market will likely be limited, and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system. The vast majority of mortgages, including even subprime mortgages, continue to perform well. Past gains in house prices have left most homeowners with significant amounts of home equity, and growth in jobs and incomes should help keep the financial obligations of most households manageable”.

Oct. 31, 2007

“It is not the responsibility of the Federal Reserve -nor would it be appropriate- to protect lenders and investors from the consequences of their financial decisions”…

Nota: las siguientes “perlas” de Ben las dejo para los Apartados de los próximos años.

**Otros “socios del silencio”… (¿por qué se calló la “paloma”?)**

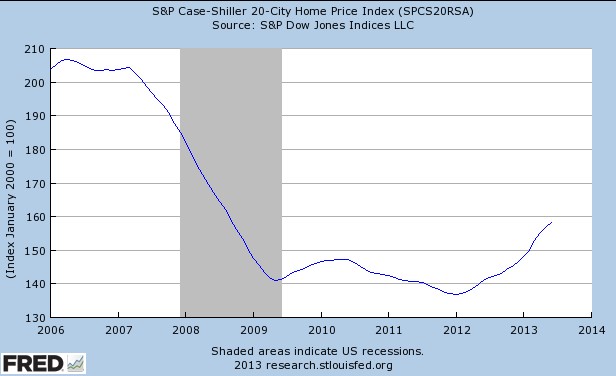
Janet Yellen (Brooklyn, Nueva York, 1946) primera mujer que está al frente de la Reserva Federal de EEUU (la Fed) en sustitución de Bernanke. Es una prestigiosa académica, doctora en economía cum laude por la Universidad de Yale en 1971 y profesora en centros tan prestigiosos como Harvard, London School of Economics y Berkeley, donde comenzó a dar clase en 1980 y que recientemente le otorgó el título de profesora emérita. Presidió durante dos años el Consejo de Asesores Económicos del presidente Bill Clinton.

Favorita del Nobel de EconomíaJoseph Stiglitz y del también Nobel [Paul Krugman](http://www.libremercado.com/2013-09-16/janet-yellen-la-favorita-de-krugman-para-presidir-la-reserva-federal-1276499502/), Yellen es una ferviente defensora de losestímulos monetarios para combatir la crisis, en línea con la política desplegada hasta el momento por Ben Bernanke. Por ello, es calificada como “paloma”, lo que en la jerga económica significa ser más flexible en materia monetaria con el fin de reactivar el crédito y reducir el paro, dejando así a un lado el control de la inflación.

Pero si por algo ha sido alabada es, sin duda, por su presunta capacidad para prevenir la crisis, situándose así en el selecto grupo de economistas que anticiparon el colapso. La mayoría de medios y analistas han destacado este hecho para demostrar que su elección como nueva presidenta de la FED constituye todo un acierto. Dicha conclusión se basa, casi exclusivamente, en una de las opiniones vertidas por Yellen durante una reunión de la junta de gobernadores de la FED mantenida a finales de 2007.

En diciembre de ese año, meses después de que estallara lacrisis de las hipotecas subprime en EEUU -agosto de 2007-, afirmó que “las posibilidades de una contracción de crédito en desarrollo y la caída de la economía en recesión aparecen como demasiado reales”, según desvela la transcripción oficial de dicha reunión. Por entonces, Yellen presidía la Reserva Federal de San Francisco, cargo que desempeñó desde 2004 hasta 2010, cuando fue nombrada vicepresidenta de la FED.

Lo primero que llama la atención es la fecha. En diciembre de 2007 ya era evidente para muchos analistas y, sobre todo, inversores que algo muy grave se estaba gestando en la economía de EEUU e incluso mundial. La crisis ya era un secreto a voces tras el desplome de las hipotecas basura, por lo que la capacidad de anticipación de Yellen fue nula, puesto que sólo advirtió de los posibles riesgos cuando los problemas ya habían comenzado.

[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/yellen-gra1.jpg)Precio medio de la vivienda en EEUU

De hecho, [sus discursos previos](http://www.economicpolicyjournal.com/2013/09/the-truth-about-janet-yellens-forecast.html) muestran una imagen muy diferente:Yellen no supo prever la crisis en ningún momento.

[22 de enero de 2007](http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2007/january/the-u-s-economy-in-2007-prospects-and-puzzles-reno/)

*Si bien la caída de la actividad inmobiliaria ha sido significativa y, probablemente, continuará durante algún tiempo, creo que las preocupaciones sobre la posibilidad de que un devastador colapso podría ser lo suficientemente grande como para provocar una recesión en EEUU se ha disipado en gran medida.*

[23 de febrero de 2007](http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2007/february/the-u-s-economy-in-2007-sacramento/)

*A pesar de la continua debilidad que muestra la construcción de viviendas (…) hay algunos signos de estabilización en los demás aspectos del mercado inmobiliario, lo cual sugiere que la actividad inmobiliaria podría estabilizarse en poco tiempo (…) la resolución de los desequilibrios entre la demanda y la oferta en el mercado de la vivienda podría estar en marcha, y, como resultado, podría dejar de ser una lastre para el PIB a finales de año (... ) creo que hay una posibilidad razonable de que la vivienda se encuentre en un proceso de estabilización (…) En resumen, creo que un aterrizaje suave [de la economía] es el resultado más probable en el próximo año o dos.*

[12 de julio de 2007](http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2007/july/the-u-s-economy-and-monetary-policy-anchorage/)

*(…) el crecimiento en los EEUU es y, probablemente, seguirá siendo saludable. En apoyo de este punto de vista, los valores bursátiles han subido y las volatilidades implícitas se han mantenido planas o han tendido a la baja (…) la caída de la vivienda ha tenido un significativo efecto depresivo en el crecimiento del PIB real durante el año pasado. Aunque no apostaría por una fuerte recuperación, tampoco me sorprendería que comience a estabilizarse a finales de este año o el próximo.*

[3 de diciembre de 2007](http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2007/december/the-us-economy-and-monetary-policy-seattle/)

*(…) sigue siendo probable que la economía mantenga una senda de ajuste relativamente suave, con un crecimiento del PIB real que regrese gradualmente hasta una tendencia el 2,5% el próximo año, al tiempo que la tasa de paro aumenta de forma muy gradual hasta justo por encima de su nivel sostenible del 4,75%.*

Todas sus previsiones fallaron

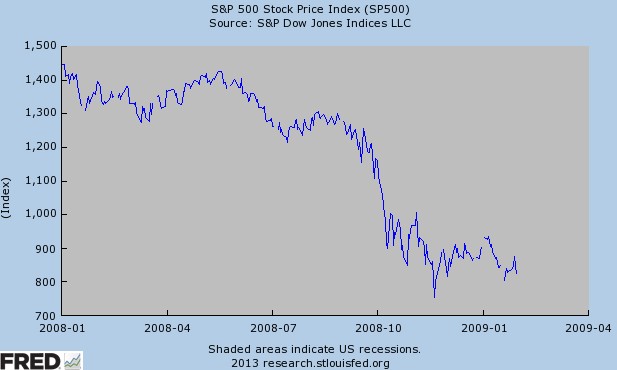
Así pues, Yellen no sólo no anticipó la crisis sino que falló estrepitosamente en todas sus previsiones, después incluso de comenzar la caída de las subprime. Tan sólo modificó, y muy parcialmente, su perspectiva en 2008, cuando la crisis era evidente para casi todo el mundo.

[12 de febrero de 2008](http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2008/february/yellen-economy-prospects-2008-san-francisco/)

*Los indicadores actuales apuntan a la continuación de un crecimiento anémico por lo menos durante el primer semestre de este año, así como ciertos riesgos a la baja (…)*

Tanto es así que, [en 2010](http://www.nytimes.com/2013/08/14/business/economy/careers-of-2-fed-contenders-reveal-little-on-regulatory-approach.html?pagewanted=3), durante su comparecencia ante la Comisión de Investigación sobre la Crisis Financiera en el Congreso de EEUU, afirmó lo siguiente:

***Por mi parte, no vi ni aprecié cuáles eran los riesgos sobre la titulización (de hipotecas subprime), las agencias de rating, la banca en la sombra, los SIV (productos estructurados) (…) Yo no vi venir nada de eso hasta que sucedió.***

**[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/yellen-gra2.jpg)**Evolución del S&P 500

“Peor” que Greenspan

En cuanto a su futura actuación al frente de la FED, Yellen se declara abiertamente a favor de los estímulos monetarios y la generación de inflaciónpara volver a impulsar la concesión de crédito, el consumo y el empleo. En el acto en que Obama presentó oficialmente su nominación, Yellen recordó que “el mandato de la Reserva Federal es servir a toda la población” y, en su opinión, ahora hay “demasiados estadounidenses que no pueden encontrar empleo y se preocupan por cómo pagarán sus facturas y llevarán dinero a sus familias”. Por ello, advirtió que, aunque el país ha realizado progresos para superar la crisis, queda camino por recorrer.

Tales palabras han sido interpretadas por algunos analistas como un anticipo de su futura política monetaria, consistente en más estímulos(tipos bajos, compra masiva de activos hipotecarios y deuda pública) para tratar de reducir la tasa de paro.

[David Stockman](http://www.youtube.com/watch?v=70WwlrT_K-0), por ejemplo, director de la Oficina Presupuestaria bajo el mandato de Ronald Reagan entre 1981 y 1985 lo tiene muy claro: “Yellen será tan mala como Bernanke si no peor, incluso, que Greenspan”. Alan Greenspan, antecesor de Bernanke, fue el [impulsor de la gran burbuja inmobiliaria](http://www.libertaddigital.com/economia/krugman-recomendo-a-greenspan-crear-una-gran-burbuja-inmobiliaria-en-2001-1276362531/) que se gestó en EEUU durante la pasada década gracias a su extrema política de bajos tipos de interés, animado, entre otros, por Paul Krugman, uno de los grandes defensores de que Yellen presida la FED.

¿Cómplices necesarios, socios del silencio, tartufos, “agradadores” de Wall Street?

Si antes había algún asomo de duda, ahora ya es indiscutible: **La Reserva Federal estadounidense no vio venir la Gran Recesión hasta que el país ya estaba sumido en la crisis**. (Así subestimó la Fed la crisis de 2008 - CNN - **24/3/14**)

“Creo que hay una gran cantidad de indicios de que pronto podríamos estar en recesión”, dijo a sus colegas el expresidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, en enero de 2008, sin saber entonces que la recesión más profunda desde la Gran Depresión ya estaba muy avanzada.

No fue sino hasta después del colapso de Lehman Brothers, a mediados de septiembre, que Bernanke dijo estar absolutamente seguro de que el país había entrado en una recesión.

El 21/3/14, la Reserva Federal dio a conocer más de 1,500 páginas que ofrecen palabra por palabra las transcripciones de las catorce reuniones y teleconferencias sostenidas en 2008. Este fue un año crítico en el que la Fed decidió reducir sus tasas de interés a casi cero e instrumentar un programa sin precedentes de compra de bonos, todo ello en un intento de estimular la economía de Estados Unidos.

Pero antes de esas decisiones, los funcionarios de la Reserva Federal parecían dudar de sus perspectivas económicas y sus acciones. Las transcripciones muestran que se centraron grandemente en los temores inflacionarios y la inestabilidad de los mercados financieros, mientras que las menciones al desempleo fueron escasas y aisladas. Para ser justos, los datos conocidos en ese momento todavía no apuntaban a la severa crisis de empleo que no ha cesado desde entonces.

Al reunirse justo un día después de que Lehman Brothers se declarara en quiebra en septiembre de 2008, los miembros de la Fed no podían ponerse de acuerdo respecto a si la decisión de permitir que el banco de inversión colapsara fue la correcta.

“Creo que es demasiado pronto para saber si lo que hicimos con Lehman estuvo bien”, dijo el presidente de la Fed de Boston, Eric Rosengren. “Pienso que hicimos lo correcto dadas las limitaciones que teníamos. Espero que superemos esta semana”.

El mercado accionario acababa de sufrir su peor día en siete años, el Dow había caído más de 500 puntos en una sesión bursátil, y AIG estaba al borde de la bancarrota. Sin embargo, a pesar de sus preocupaciones por la estabilidad del mercado, los funcionarios de la Fed decidieron posponer el recorte de la tasa de interés de referencia en esa reunión de septiembre.

“En general, creo que la fijación actual de la tasa de los fondos federales es la apropiada, y yo realmente no veo ninguna razón para cambiarla”, dijo Bernanke a sus colegas.

Tres semanas más tarde, la situación había empeorado a tal grado que la Reserva Federal convocó a una reunión de emergencia. “Es más que evidente que tenemos una situación extraordinaria,” expresó Bernanke. “No se trata de un solo mercado. No es como el crash bursátil de 1987 o la crisis de 1970. Prácticamente todos los mercados - en especial los mercados de crédito - no están funcionando o están en tensión extrema... Creo que todo el mundo puede convenir en que está creando enormes riesgos para la economía global”.

Los funcionarios estaban comprendiendo, finalmente, la magnitud de la crisis. La Reserva Federal decidió recortar su tasa de interés en dos ocasiones ese mes, y luego, en diciembre, la redujo a casi cero, el nivel que aún mantiene cinco años después.

“Como ustedes saben, nos encontramos en una coyuntura histórica, tanto para la economía estadounidense como para la Reserva Federal,” dijo Bernanke en la última reunión de ese año 2008. “La crisis financiera y económica es grave pese a los esfuerzos extraordinarios emprendidos no sólo por la Reserva Federal, sino también por otros responsables políticos de aquí y de todas partes del mundo”.

Pero incluso entonces la Fed pecaba de optimismo. El Banco Central pronosticó que el desempleo se dispararía a un máximo de 8.25% en 2010. La desocupación llegó al 10%.

**Sostiene Bernanke (antes, durante y… ¿después?)**

En un discurso ante la American Economic Association, el presidente de la Fed argumentó que los bajos tipos de interés que Greenspan, entonces responsable de la Reserva Federal, y él mismo como miembro del consejo mantuvieron desde el inicio de esta década no han tenido nada que ver con la generación de la burbuja en el precio de la vivienda, cuyo estallido se encuentra en el origen de la crisis financiera. Para Bernanke, la evolución del precio de la vivienda es una cuestión que se debe abordar fundamentalmente a través de las exigencias de capital regulatorio de las instituciones de crédito, y de liquidez de las mismas, y mediante un compromiso de supervisión prudencial como es, por ejemplo, un sistema de provisiones dinámicas que minimice el impacto del carácter cíclico del crédito.

Según Bernanke, la elevación de los tipos de interés para evitar el surgimiento de una burbuja en el sector inmobiliario no es la acción adecuada, ya que resulta imposible conocer cuándo existe una evolución al alza excesiva de los precios de los activos. Además, incrementar los tipos de interés, en el supuesto de que se pudiera identificar la burbuja, tiene efectos sobre otras decisiones de gasto que en principio nada tienen que ver con el precio de la vivienda. Dicho de otro modo, los bancos centrales, a la hora de fijar el nivel de los tipos de interés, no deben considerar como un factor prioritario la evolución de los precios de los activos. Lo más que deben pretender es intentar minimizar las consecuencias para la economía derivadas del estallido de una burbuja de precios de los activos, a través de una bajada de los tipos de interés…

Fruto de aquellos polvos, los distorsionados lodos actuales, pero: ¿fueron los “únicos” que no vieron venir la crisis? ¿hubo otros Santos Inocentes, tontos útiles, ciegos voluntarios, negadores de la evidencia, grandes simuladores, cooperadores necesarios, flautistas de Hamelin, arreadores de la manada, and so on? Por favor, pasen y lean.

**- “Cheek to cheek” (ambigüedades que matan)**

**Fondo Monetario Internacional**

**Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe *GFSR*), Abril de 2007**

(Partes más destacadas del Informe)

Nota de prensa del capítulo 1: ***Evaluación de los riesgos financieros mundiales***

*Temas centrales*

**• La estabilidad financiera mundial sigue sustentándose en las favorables perspectivas económicas.**

**• Sin embargo, desde la edición anterior de este informe, de septiembre de 2006, se han agudizado ciertos riesgos de crédito y riesgos de los mercados financieros que requieren atención.**

**• El deterioro del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo ha sido más rápido de lo esperado para este punto del ciclo, y si bien las repercusiones han sido limitadas, aún podrían transmitirse a otros segmentos del mercado.**

**• La oleada reciente de compras apalancadas organizadas por grupos de capital de riesgo muestra indicios de debilitamiento de la disciplina crediticia, mientras que las empresas objeto de estas compras con mayores niveles de endeudamiento son más vulnerables a los shocks económicos.**

**• Aunque los fundamentos económicos de los mercados emergentes siguen mejorando en términos generales, los rápidos flujos de capital que están llegando a algunos países de mercados emergentes podrían plantear desafíos para la estabilidad financiera.**

**• Es posible que los inversionistas no estén asignando el peso suficiente a los riesgos de corrección a la baja, lo que expone a los mercados a que los posibles “shocks provocados por la volatilidad” se vean magnificados por la vinculación más estrecha que existe entre los distintos productos y mercados financieros.**

**La situación económica a escala mundial ha propiciado un entorno financiero benigno, pero las condiciones y los riesgos subyacentes se han modificado en cierta medida** desde la publicación del último informe GFSR, en septiembre de 2006, y crean la posibilidad de debilitamiento de la estabilidad financiera.

**En algunos ámbitos se han incrementado los riesgos de crédito y los riesgos de los mercados financieros:**

**El segmento de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos se ha deteriorado más rápido de lo que se habría esperado a esta altura del proceso de desaceleración del mercado de la vivienda.** Aunque el impacto del enfriamiento de este mercado se ha limitado principalmente a las hipotecas de alto riesgo y a los títulos-valores emitidos sobre las mismas, el crecimiento del segmento de alto riesgo y sus vinculaciones cada vez más estrechas con diversos tipos de títulos valores significan que los shocks podrían crear perturbaciones en los mercados de activos en general. En particular, i) es posible que el relajamiento de las normas crediticias se haya extendido más allá del sector de alto riesgo, ya que en el caso de las garantías hipotecarias de mayor calificación, sobre todo ciertas partes del segmento de hipotecas de segunda línea, el siguiente segmento hipotecario por su alto nivel de riesgo, posiblemente se haya producido el mismo debilitamiento de las normas de evaluación de riesgos observado en el sector de alto riesgo, ii) los precios en el mercado más amplio de productos estructurados respaldados por hipotecas de alto riesgo han reaccionado ante las señales de deterioro, y iii) podrían registrarse pérdidas en otros mercados de crédito para consumo, incluidas las tarjetas de crédito y los títulos-valores respaldados por préstamos automotores muy riesgosos.

**Se ha registrado un aumento masivo de compras organizadas por grupos de capital de riesgo, aumento que ha estado respaldado por el sólido desempeño del sector empresarial, estructuras de capital que se consideró que tenían muy poca deuda, el deseo de reducir el tipo de supervisión asociado al hecho de ser una empresa de cotización pública, y una gran afluencia de capital hacia los fondos de capital de riesgo.** Hasta el momento, el objetivo de estascompras han sido en su mayoría empresas con altos niveles de flujo de caja y bajonivel de apalancamiento. Sin embargo, hay indicios de que los riesgos de créditose han incrementado al aumentar las valuaciones de las empresas objeto de lascompras paralelamente a su nivel de apalancamiento, en tanto que la disciplinacrediticia se está erosionando tal como se refleja en el continuo debilitamiento delas condiciones de los préstamos. Las empresas adquiridas mediante comprasapalancadas que tienen ahora un alto grado de endeudamiento pueden ser másvulnerables a los shocks económicos. El desmoronamiento de una o másoperaciones de alto perfil podría dejar a los bancos expuestos a un alto riesgodurante la etapa de sindicación y podría llevar a una reevaluación más amplia delos riesgos en un espectro más vasto de productos crediticios.

**Es posible que los inversionistas en los mercados financieros estén asignando un peso insuficiente a los riesgos de corrección a la baja**, suponiendo que lasbajas primas de riesgo y la escasa volatilidad son una característica máspermanente del contexto en que operan los mercados financieros. La expansión delas operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade)* es otrosigno de que los participantes en el mercado no consideran que los factorescíclicos que están contribuyendo a crear un contexto de baja volatilidad -entreellos la cuantiosa liquidez, el bajo nivel de apalancamiento y el alto apetito deriesgo- probablemente se reviertan en el futuro cercano. Un “shock provocadopor la volatilidad” podría verse magnificado por las posiciones apalancadas y porlas incertidumbres en cuanto a las concentraciones de la exposición al riesgoresultantes de la rápida expansión de productos innovadores y complejos.

**Persisten los riesgos asociados a la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes y a las perspectivas macroeconómicas mundiales, pero dichos riesgos se han atenuado en cierta medida:**

**La afluencia de capitales hacia algunos mercados emergentes registró un rápido aumento, en parte como reflejo de mejores fundamentos económicos en dichos mercados,** pero también debido a la búsqueda de mejores rendimientosdado el bajo nivel de las tasas de interés en los mercados maduros. El vuelcohacia flujos del sector privado, especialmente flujos canalizados a través delsistema bancario hacia los mercados europeos emergentes y flujos de carterahacia otras regiones, lleva a pensar que los inversionistas extranjeros estánasumiendo mayores riesgos. Esto puede representar un desafío para lasautoridades de algunos de los países receptores de estos flujos de capital quetienen un cuantioso déficit en cuenta corriente, sobre todo si cambiara el sentidode dichos flujos.

**Los riesgos asociados con los cambios en el crecimiento económico mundial, que aún se inclinan hacia una corrección a la baja, también se han reducido desde septiembre del año pasado.** Si bien el riesgo a la baja resultante de laposibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales se haatenuado en cierta medida, aún sigue siendo preocupante. El cuerpo técnico delFMI sugiere que los flujos que se han orientado hacia los mercados de bonosestadounidenses y que han contribuido a financiar el déficit en cuenta corriente deEstados Unidos son ahora más sensibles a los diferenciales de las tasas de interés,lo cual lleva a pensar que el impacto de una reducción de los *spreads* de las tasasde interés sobre dichos flujos podría ser significativo.

**Ninguno de los ámbitos específicos de riesgo representa una amenaza directa para la estabilidad financiera, pero un efecto adverso sobre uno de ellos podría dar lugar a una reconsideración de los riesgos en los otros.** En Estados Unidos, las autoridades desupervisión financiera deben identificar la posibilidad de que el enfriamiento del mercadode la vivienda tenga efectos de desbordamiento y deben seguir asegurando que seapliquen las normas de evaluación de riesgos hipotecarios. En los mercados maduros, losresponsables de la política económica deben seguir supervisando el crecimiento de lascompras organizadas por grupos de capital de riesgo y deben seguir alentando a losintermediarios financieros a evaluar correctamente los riesgos que estas plantean; a lavez, deben velar por que se apliquen las normas para la concesión de préstamos. Porúltimo, la mejor forma de hacer frente a los desafíos que plantea la mayor asunción deriesgos por parte de los participantes en el mercado es adoptar políticas orientadas aasegurar que dichos participantes comprendan adecuadamente los riesgos que estánasumiendo a fin de reducir la probabilidad de que modifiquen su comportamiento demanera abrupta.

Nota de prensa del capítulo 2: ***Cambios en la base de inversionistas internacionales e implicaciones para la estabilidad financiera***

*Temas centrales*

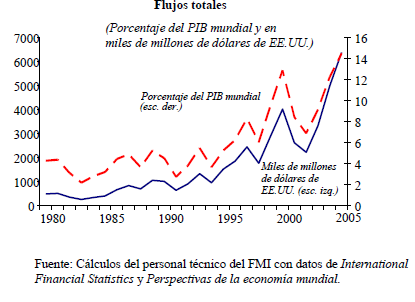
• **Se ha producido un aumento y una profundización sin precedentes en los mercados financieros y una internacionalización de la distribución de activos en el último decenio.**

• **El incremento del volumen de activos bajo administración de inversionistas tradicionales ha estado acompañado de una disminución de la propensión a invertir en el mercado local y de una mayor inversión en *hedge funds* de orientación internacional. El sector oficial ha pasado a desempeñar un papel fundamental en la distribución internacional de los activos.**

• **La mayor diversidad de inversionistas debería contribuir a la estabilidad financiera, pero la velocidad a la que se producen estos cambios puede provocar una distorsión temporal de los precios en los mercados financieros y crear focos de vulnerabilidad.**

• **Los países pueden reducir las vulnerabilidades estableciendo un entorno propicio para el desarrollo de mercados e instrumentos sólidos.**

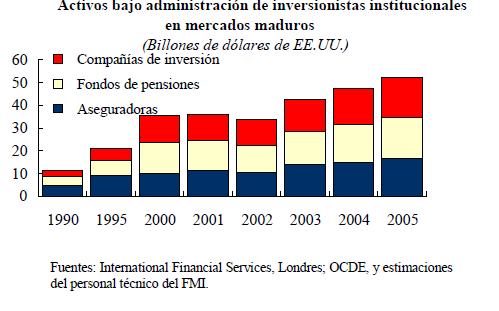
**La acumulación de activos financieros a través de las fronteras nacionales se triplicó en el último decenio. Si bien parte de este rápido aumento representa la persistencia o la reanudación de tendencias ya evidentes durante algún tiempo, en los últimos años hubo nuevos acontecimientos,** en particular laampliación de la base deinversionistas claramente interesadosen tenencias de activosinternacionales. Ciertas clases deinversionistas, como losinversionistas institucionalesprivados de economías de mercadosmaduros, así como el sector oficial delos mercados emergentes, hancobrado más importancia en losmercados financieros mundiales.



**Varios factores han afectado el nivel y la naturaleza de los flujos financieros internacionales:**

**Hubo un rápido aumento de activos bajo la administración de inversionistas institucionales de mercados maduros.** El volumen de estos activos se duplicócon creces en el último decenio hasta alcanzar en 2005 un valor de US$ 53billones, del cuallos inversionistasinstitucionales deEstados Unidos representaban aproximadamentela mitad yEuropacontinental másde la cuarta parte,seguidos deJapón y el ReinoUnido. Dentro dela administraciónconvencional deinversiones, losactivos de fondos de pensiones administrados por inversionistas institucionalesregistraron una significativa expansión.

**Cambió el comportamiento de los inversionistas institucionales en la distribución de los activos. Disminuyó la propensión a invertir en el mercado local,** lo que se ve claramente en las tenencias de títulos tanto de renta fija comode renta variable. **Además, se recurrió cada vez más a los *hedge funds* como vehículos para obtener mayor rentabilidad.** Los fondos de pensiones y losfondos de *hedge funds* fueron cobrando cada vez más importancia comoinversionistas en estos vehículos. Según estimaciones del mercado, los activosbajo administración de *hedge funds*, aunque son pequeños en comparación conotros inversionistas institucionales, crecieron de US$ 30.000 millones en 1990 amás de US$ 1 billón 400.000 millones a fin de 2005. Se calcula que el capital delos inversionistas institucionales globales colocado en *hedge funds* ascendía aUS$ 360.000 millones a fin de 2005, lo que representa el 30% del total de activosinvertidos en esos fondos.



**El sector oficial de los mercados emergentes, sobre todo los bancos centrales y los fondos soberanos de acumulación patrimonial, se convirtió en elemento central de la distribución internacional de activos y contribuyó al financiamiento de los desequilibrios mundiales.** Las reservas oficiales brutas seduplicaron con creces desde 2002 hasta alcanzar casi US$ 5 billones paraseptiembre de 2006. Además, los gobiernos de países productores de productos primarios pasaron a ser grandes inversionistas en instrumentos financieros, sobre todo bonos y participaciones de capital, a través de fondos soberanos de acumulación patrimonial. Las estimaciones del mercado indican que estos fondos administran más de US$ 1 billón 400.000 millones.

**La diversidad de activos, países de origen y tipos de inversionistas que actualmente participan en la acumulación de activos a través de las fronteras nacionales sugiere que esta forma de globalización debería sustentar la estabilidad financiera. La longitud de los horizontes y el menor apalancamiento de los inversionistas institucionales implican una mayor propensión para tolerar la volatilidad del mercado. Dicho esto, la velocidad a la que se están produciendo estos cambios, y la gran magnitud de los flujos de capital pueden provocar una distorsión temporal de los precios en los mercados financieros y crear focos de vulnerabilidad.** En algunospaíses de mercados emergentes, la creciente demanda superó la disponibilidad de activosfinancieros nacionales, lo que dio lugar a un brusco aumento de los precios de los activos,a un rápido crecimiento del crédito y a la apreciación de la moneda. Por otra parte, losinversionistas se fueron aventurando hasta incursionar en inversiones de menor calidaden las que tienen poca experiencia. El papel cada vez más importante que desempeñan losinversionistas apalancados, como los *hedge funds*, puede haber introducido unapropensión a que se disparen los precios de los activos en las buenas épocas, lo que elevalo probabilidad de que se produzcan riesgos de corrección a la baja cuando empeoren lascondiciones financieras.

**Es necesario que la regulación prudencial y la supervisión centren más la atención en los riesgos internacionales que se transmiten a través de los instrumentos del mercado financiero.** Los países pueden reducir vulnerabilidades si desarrollan mercadose instrumentos sólidos y establecen entornos propicios para que los participantes delmercado puedan compartir y transferir los riesgos a los que estén en mejores condicionesy más dispuestos a absorberlos. Por último, la presencia de mecanismos que permitancerrar brechas considerables en los flujos de información financiera mundial puedefacilitar una supervisión más eficaz.

Nota de prensa del capítulo 3: ***Globalización de las instituciones financieras: Implicaciones para la estabilidad financiera***

*Temas centrales*

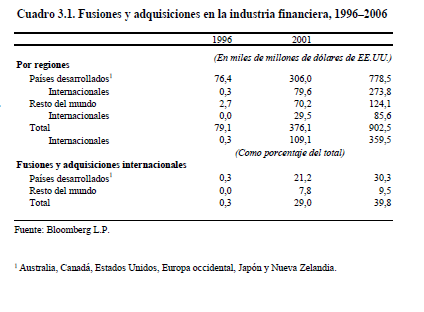
• **La globalización de las instituciones financieras parece haber mejorado, en general, la estabilidad financiera desde la perspectiva de las instituciones individuales y en presencia de shocks relativamente pequeños.**

• **Pero los mayores vínculos internacionales dentro y entre grandes instituciones pueden ampliar la extensión de las crisis graves y complicar su resolución.**

• **Las autoridades tienen que cerciorarse de que exista una coordinación internacional eficaz de la supervisión que se está realizando en las instituciones financieras internacionalizadas, y que se cuente con mecanismos sólidos de gestión de crisis.**

**La tendencia hacia una mayor globalización de las instituciones financieras está estrechamente ligada a otros cambios estructurales en el sector financiero,** como laproliferación de conglomerados en los que se combinan diferentes actividades del sectorfinanciero; el gran número de fusiones y adquisiciones; la titulización y la expansión delos instrumentos derivados, y una mejor capacidad de gestión de riesgos dentro de lasinstituciones apoyada en el rápido avance tecnológico. Estas tendencias crearoninstituciones financieras másgrandes y complejas, de mayoralcance internacional, querecurren cada vez más a losmercados internacionales paraobtener financiamiento en lugarde utilizar fuentes nacionales. Asimismo, han dado lugar a un repunte de la internacionalización de los bancos un poco más pequeños, a menudo con orientación regional, y también a veces de los bancos basados en países emergentes o en desarrollo.

**De todos los tipos de instituciones financieras, los bancos han sido los que más se han afanado por establecer una presencia internacional.** El incremento de laparticipación extranjera en la estructura de propiedad de los bancos ha sidoparticularmente rápido en Europa oriental y en América Latina.



**En el caso de las instituciones individuales, la diversificación internacional parece rendir beneficios** en términos de rentabilidad y valoración de mercado, y según losindicadores de solidez. Pero aún no se ha determinado claramente si la diversificacióninternacional ha dado o no lugar a una reducción del riesgo sistémico de estasinstituciones como grupo, sobre todo cuando se presentan graves acontecimientosadversos. Cuando los bancos, como grupo, se diversifican a nivel internacional, lossistemas pueden volverse más vulnerables a grandes shocks comunes y a efectos decontagio. Por ejemplo, parecen haberse incrementado las operaciones y otros vínculosentre grandes instituciones globalizadas. Además, los principales mercados bancarioslocales e internacionales están más concentrados, y existe un número relativamentepequeño de grandes instituciones internacionales que tienen una función central en variosde ellos. Esos efectos pueden elevar los riesgos sistémicos potenciales en los sistemasfinancieros y a nivel internacional.

**Al parecer, cuando en un país hay presencia de fuertes bancos extranjeros sus sistemas bancarios se vuelven más resistentes a las crisis bancarias nacionales tradicionales.** No obstante, los bancos de propiedad extranjera también pueden habersevuelto canales a través de los cuales podrían acumularse otras vulnerabilidades. Lossistemas financieros con una presencia considerable de bancos extranjeros son másvulnerables a los shocks del exterior que afectan a la casa matriz, por ejemplo. Esosshocks, en algunos casos, pueden ser de mayor magnitud y más difíciles de resolver, oincluso de prever, para las autoridades locales.

**Para maximizar los beneficios de la globalización financiera a la vez que se contienen los riesgos potenciales, las autoridades tienen que cerciorarse de que exista una supervisión eficazmente coordinada de las instituciones financieras internacionalizadas para coadyuvar a prevenir crisis.** Necesitan asimismo establecermecanismos internacionales de control y resolución de crisis que sean suficientementerobustos como para manejar un shock grave y reducir al mínimo los efectos de contagio.Se está avanzando en estas áreas, pero todavía queda más por hacer en una amplia gamade países.

**- Examen forense de la bancarrota: (Año 2008) ¿las crisis financieras son “hechos de la naturaleza”? (una derrota huérfana)**

**Arreando a la “manada” (burbu-giles)**

El diccionario de la bancarrota (la perversión del lenguaje): globalización de las instituciones financieras, reducción de los *spreads* de las tasasde interés, titulización (*originación y distribución)*, instrumentos derivados, gestión del riesgo de liquidez, aseguradores monolínea, fondos de inversión libre (*hedge funds*), operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade),* agencias calificadoras de riesgo crediticio, grado de apalancamiento, desapalancamiento, préstamos de alto riesgo (*subprime*), originación, vehículos para obtener mayor rentabilidad, modelos comerciales de financiamiento estructurado,vehículos de inversión estructurada (*SIV*), traslado de los riesgos fuera de los balances de los bancos, sociedades instrumentales (*conduits*), perímetro fragmentado de consolidación del riesgo, grandes instituciones financieras de importancia sistémica, descalces de vencimientos entre activos y pasivos extremos, perturbaciones en el flujo de fondos, contracción generalizada de liquidez interbancaria, crisis de confianza, “espirales de liquidez” adversas en las que la iliquidez de mercado origina iliquidez de financiamiento y viceversa, economías maduras, mercados emergentes…

**Arreando a los bancos centrales (miedo en el cuerpo)**

Sic transit gloria mundi: El desafío inmediato consiste en reducir la duración y la gravedad de la crisis. La máxima prioridad debe ser la adopción de medidas que reduzcan la incertidumbre y refuercen la confianza en los sistemas financieros de los mercados maduros… Donde el carácter de bien público que reviste el problema impide que la solución sea puramente privada, se requerirá la participación del sector oficial.

**“Historias de Almanaque”**

“He observado”, dijo el señor K., “que mucha gente se aleja, intimidada, de nuestra doctrina por la sencilla razón de que tenemos **respuesta para todo.** ¿No sería conveniente que, en interés de la propaganda, elaborásemos una lista de los **problemas** para los que aún no hemos encontrado **solución**?” (“Historias de Almanaque”, de Bertolt Brecht)

La economía no es una ciencia hasta el punto en que nos gustaría que fuera. Pero cuando hay pruebas abrumadoras para una premisa económica -como las hay para la premisa de que las recesiones causadas por crisis financieras son diferentes- tenemos el derecho a esperar que los políticos y sus asesores respeten esas pruebas. De otro modo, terminarán haciendo políticas basadas en fantasías en vez de enfrentarse a la realidad.

Y una vez que los políticos empiezan a negarse a reconocer hechos incómodos, ¿dónde pararán?

¿Pueden los mismos dirigentes que causaron la crisis, gestionarla, resolverla? ¿Podrán entender la crisis a pesar de no querer entenderla? ¿Existen los hombres grandes para tiempos tan duros?

Las primeras reacciones políticas e institucionales a la Crisis de las hipotecas “subprime”

Bush (POTUS): el gobierno federal “tiene un papel en la ayuda a las familias, pero no para salvar a los especuladores”…

Bernanke (Fed) “La Reserva Federal está lista para tomar acciones adicionales como sea necesario para ofrecer liquidez y promover un ordenado funcionamiento de los mercados”. Las pérdidas excedieron “las proyecciones más pesimistas”…

El FMI recuerda que las pérdidas por la crisis deben ser para los inversores y no para los contribuyentes. “Las autoridades deben resistir las presiones por parte de los acreedores en apuros para evitar el refuerzo de comportamientos especulativos y fraudulentos”…

Greenspan (ex Fed) admite que sólo entendió el problema de las hipotecas hacia el “fin de 2005”…

El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, explicaba en el Washington Post:

“Los mercados subieron y los tipos de interés a largo plazo bajaron cuando los inversores empezaron a anticipar la actuación más reciente de la Fed. Una situación financiera más favorable promoverá el crecimiento económico. Por ejemplo, unas hipotecas a tipos más bajos harán las viviendas más asequibles y permitirán que un mayor número de propietarios puedan refinanciarse. Unos tipos más bajos para las empresas incentivarán la inversión. Los precios más altos de los activos impulsarán el patrimonio de los consumidores, devolviéndoles la confianza, lo que podrá también reactivar el gasto. El aumento del gasto producirá mayores rentas y beneficios que, en un círculo virtual, darán un mayor soporte a la expansión económica”.

Sólo le faltó decir: Y si el “círculo virtual” no se cierra, que Dios (o Yahveh, en su caso) y la Patria, me lo demanden.

Para unos (que creen en Dios), u otros (que creen en la Patria) o los pocos (que creemos en Dios y la Patria), algunas reflexiones de “Manias, panics and crashes”:

“La labor del prestamista de último recurso ante una debacle está plagada de ambigüedades y dilemas. (...) En estas circunstancias, más que una ciencia la intervención se convierte en un arte”.

“La evolución del “Arte del banquero central” durante los últimos doscientos años tiene como seña de identidad la evolución del concepto de prestamista de último recurso”.

“El prestamista de último recurso está listo para frenar una estampida (…) proporcionando tanto dinero como sea necesario”.

“¿Con cuánto dinero? ¿Para quién? ¿En qué condiciones? ¿Cuándo? Estas preguntas acechan al prestamista de último recurso, que afronta el dilema de que los inversores piensen que los bancos y otros privilegiados acreedores recibirán apoyo en caso de dificultades, lo que reducirá su prudencia en el siguiente boom”.

“Sin embargo, si en medio del pánico la estampida no se frena (…) la venta de activos para minimizar pérdidas puede llevar a la bancarrota a un gran número de empresas, que hasta entonces eran solventes y estaban bien capitalizadas”.

“Los argumentos en contra del prestamista de último recurso han sido continuos. (…) El más tajante fue de Herbert Spencer. “Proteger al hombre de los efectos de su locura lo único que consigue es llenar el mundo de locos”. Un punto de vista comprensible en una era Darwiniana”.

“Los bancos centrales suelen tener normas. Cuando no se pueden romper con facilidad, a menudo surgen problemas. También hay problemas cuando las normas se rompen con demasiada facilidad”.

“'Demasiado poco, demasiado tarde’ es una de las frases más tristes en la jerga de los bancos centrales y de cualquier actividad. Pero ¿cuánto es bastante? Y ¿cuándo es el momento adecuado?”.

“La gestión del tiempo es un arte. Eso no dice nada y lo dice todo”…

**Entre la codicia y la miopía (la parálisis del pensamiento)**

(Con la decisión de no alejarme de la franqueza y la honestidad en un momento en que esas cualidades son de lo más necesarias)

Cantando las verdades del barquero, sin la más mínima compasión

Si alguien le dice: Tú bebe, que yo conduzco. ¿Usted qué hace? Pues bebe…

Si alguien le dice: Tú bebe, que yo pago. ¿Usted qué hace? Pues bebe…

Y si alguien le dice: Tú bebe, que yo pago y conduzco. ¿Usted qué hace? Muy probablemente beba el “doble o más”. Hasta que el cuerpo aguante, digamos…

Pues eso es lo que han hecho las entidades financieras. Disparar con pólvora del Rey y sin ningún control cinegético. Entonces, lo que tenía que pasar pasó. No hay sorpresas. La sorpresa es sorprenderse. ¿Se podría haber esperado otro resultado de una economía de manos libres y sin espejo retrovisor?

Ahora tratan de escapar. O sea: ¿Cómo servirse de la globalización sin ser globalizado?

¿Cómo continuar practicando el funambulismo entre la titulización y el apalancamiento del sistema? ¿Cómo mantener el “Private Profits and Socialized Risk”?

Otra cosa es resolver quién paga la fiesta. Ellos, seguro que no. La “tranquilidad” de los mercados los transforma en “testigos protegidos”. Se cambiarán la identidad, la figura y el domicilio, aunque seguirán siendo los mismos. Los “paganos” serán los descolgados de la riqueza que generan esos monstruos financieros sin cara y sin ideas que no sean las de obtener más beneficios. Los miembros de la “manada” (como dicen despectivamente los “brokers” de Wall Street) no sólo pagarán (pagaremos) la pólvora, sino que, además, serán (seremos) las piezas a abatir. “Imbéciles por 2”. Cornudos y apaleados.

El problema no es que nos vayamos a la mierda, sino que no sabemos si habrá mierda para todos. Algunos han confundido libertad de mercado con licencia para estafar. La libertad de mercado no debe ser ilimitada.

Una economía “a dos velas”: los bancos centrales y los fondos soberanos. ¿Y si alguno las sopla? ¿Y si una corriente de aire…? ¿Y si el batir de las alas de una mariposa…?

¿De la burbuja financiera al fin del “súper-boom”? Debilitamiento y agonía de la economía en Estados Unidos. Debilitamiento y agonía del modelo del libre mercado. Debilitamiento y agonía del modelo neoliberal (privatización, desregularización, financierización).

El problema de los bancos es de excesivo apalancamiento ya que cuentan con unos activos tangibles que, en muchos casos, superan en más de 30 veces sus bases de capital. De ser unas compañías de intermediación han pasado a convertirse, en los últimos años, en unos grandes almacenes que acumulan todo tipo de mercancías, mejores y peores (el hecho de que Citigroup haya decidido descargar 400.000 millones de dólares de su balance, da buena prueba de la verdad de la afirmación y de la dimensión del problema).

¿Cómo se ha podido llegar a esta situación? Por un esquema viciado de remuneración al que se destinan, en la banca de inversión, hasta el 50% de los ingresos. A más endeudamiento, más ingresos, mayores bonus. Como resultado de ello los bancos resultan ser unas grandes agencias de comunicación ya que, mientras el conjunto del mercado discute la legitimidad de los gestores de hedges o de capital riesgo para hacerse con un 20% de lo obtenido con su trabajo, el sistema retributivo bancario mantiene esa frontera de recompensación en todos los entornos bajo la excusa de retener el talento.

¿Cómo han podido justificar los bancos niveles tan nimios de capitalización? Por la falsa sensación de seguridad que dan los modelos de riesgo basados en el Value at Risk o VaR que no tienen en cuenta los sucesos extremos (o colas en una distribución normal) que son los que, en definitiva, causan las crisis. El análisis VaR es como un airbag que funciona siempre… menos cuando sufres el accidente. La infra estimación del riesgo real conduce a una acumulación de activos “seguros” cuyo consumo de capital es mínimo, lo que finalmente provoca que el retorno sobre recursos propios o ROE de los bancos se dispare. Todo ello, construido, eso sí, sobre un punto de partida inválido.

¿Qué estaban haciendo, mientras, los reguladores? Repasemos tanto a las agencias de rating, como a la SEC o CNMV norteamericana. De las primeras, se puede censurar la ausencia de medios pese a su condición de garantes de la calidad de las emisiones del mercado (3-4 profesionales para… toda la banca de inversión estadounidense), su falta de perspectiva sobre el negocio bancario (que había pasado de empaquetador a tenedor de activos, como ya he señalado), la falta de continuidad en su análisis y la prioridad que en el mismo dan a la información pública frente a los propios modelos de valoración.

El segundo objeto del reclamo es la SEC. Aquí la crítica se centra en la normativa aprobada por el regulador bursátil norteamericano en 2004 que, por una parte, ampliaba el concepto de capital que pasaba a incluir instrumentos híbridos y deuda subordinada, (ojo, “por participar de las características del mismo”), legitimaba el VaR como mecanismo para que los brokers pudieran calcular su capital regulatorio, en segundo lugar y, por último, daba un tratamiento paritario a los activos líquidos e ilíquidos del balance a efectos de consumo de recursos propios. A cambio de lo que parecía ser un mayor control por parte del órgano supervisor, las entidades afectadas lograban reducir en más de un 40% sus necesidades de capital. Si las agencias ayudaron a engordar la vaca, fue el propio regulador el que ayudó a que la misma naciera ya con el cuerno retorcido.

*“Los bancos convencionales han perdido mucho, y ahora están en el proceso de depreciarse en cientos de miles de millones de dólares, que es mucho dinero. Y mientras discutimos sobre esto, y hablamos de la ralentización de la economía a causa de los problemas del sector bancario, nadie se ha hecho la pregunta de ¿quién es el responsable de esto? No se ha hecho ninguna investigación, no se ha escrito ningún editorial. Si un empleado mediano comete un error y pierde dinero, se hacen muchas investigaciones, pero por cientos de miles de millones nadie hace nada. La gente responsable de esto está probablemente jugando al golf, y no les importa. Sus salarios no se han visto afectados. Pero, eso sí, nadie le deja dinero a una mujer pobre por si no lo puede devolver”…* (Muhammad Yunus, Presidente del Banco Grameen y Nobel de la Paz)

**Tomemos posiciones… (el síndrome del ojo vago)**

¿Por qué los académicos y los encargados de diseñar la política económica sólo utilizan un ojo solamente? ¿Están ciegos, acaso, del otro ojo? ¿Padecen el síndrome del ojo vago, que les lleva a utilizar uno solo, con lo que el ojo poco usado acaba por volverse apático e inactivo?

El síndrome del ojo vago está diagnosticado no sólo como enfermedad que aqueja al diseño y ejecución de las medidas macroeconómicas, sino también en el ámbito de la microeconomía. No sólo los gobiernos, sino también las empresas olvidan que tenemos dos ojos. La particularidad que ofrece el síndrome en las empresas, a diferencia de lo que ocurre en los gobiernos, es que, en este caso, el ojo más desarrollado es el de la oferta y el que languidece o campa por sus respetos es el de la demanda.

Hace unos cuantos años, un humorista argentino (Enrique Pinti), tenía un espectáculo, de singular éxito, en un teatro de Buenos Aires (“Salsa Criolla”), en uno de cuyos “monólogos”, relataba una conversación que había mantenido con un “académico” norteamericano que visitaba la Argentina para investigar los orígenes y razones de su “inexplicable” fracaso económico. Después de un tiempo de estudio, el visitante, sorprendido, intrigado, aturdido, confundido, le preguntaba, finalmente, a Pinti: - ¿Cómo llegaron hasta aquí? , a lo que Pinti respondía: - Y…, de a poquito…

Este relato (de cercanías), puede servirme de introducción para, con toda humildad, procurar interpretar la crisis de la subprime:

La “olla” podrida. Antes, en Estados Unidos, teníamos los déficits gemelos (el fiscal y el comercial); ahora, tenemos las burbujas gemelas (el mercado inmobiliario y el mercado de crédito). De las “subprime” al “credit crunch”. Del boom de la burbuja al colapso de la burbuja.

Inútiles circunspectos, pagados de sí mismos, se creyeron su propia ficción, e hicieron de claque en la ficción de Wall Street. Un espiral de avaricia y enriquecimiento rápido.

Un “Katrina” financiero. Imprevisión, frivolidad, indiferencia, incapacidad de los gestores, corrupción, distinta actitud con los ricos y con los pobres, falta de información (transparencia), incorrecta evaluación de los daños… Una derrota sin culpables.

Varios años después… casi todo, sigue igual, y otro “Katrina” se avecina… los diques estallarán, todo se inundará y los pobres “volverán” a joderse… Como varios años “antes”, habrá otra “derrota” sin culpables.

Liberalismo asimétrico. La economía especulativa versus la economía real. El fracaso de la economía apalancada. Privatización de las ganancias y socialización de las pérdidas. Si yo gano, gano yo; si yo pierdo, pierdes tú. Cómo lograr que el que se joda sea el vecino.

Una lección de marketing: cómo vender mierda empaquetada. La “titulización” dispersa el riesgo (la mierda). La “deslocalización” de la deuda. Pasar el muerto a otros (y volver a empezar, tan fresquitos).

¿Burbu-giles? El Señor de las burbujas. De “Put” Greenspan, pasamos a “Helicopter” Bernanke (un “clon” del Maestro). Otra vez, los “vigilantes de la playa” abrieron los grifos -olvidándose de la inflación proclamada- para “calmar” al mercado. Los bancos centrales y su “amabilidad” con el mercado ¿Por qué llamarán “mercado”, a sus “amiguetes” de Wall Street? Que fluya el dinero… la inflación, puede esperar… la justicia, también… Ahora, Bernanke tira los dados. El “riesgo moral”… ¿qué es el “riesgo moral”?

Los caprichos del mercado. Se sabe que hay un agujero, pero ni cuánto, ni dónde. ¿Las agencias de calificación? Otras de las “manos que mecen la cuna”. ¿Los reguladores? Jugando a los dados con Dios. La “titulización” de las hipotecas crecía un 94% antes de estallar la crisis. ¿Alguien lo vio? ¿Quién ejerce el control de los mercados? Ben Bernanke y las “recetas” de Greenspan.

Delitos de iniciados. Información privilegiada. Truquitos contables. La banca y el “lifting”. La hipoteca “subprime” que no paga un granjero de Oregón, afecta a una familia española o a un banco inglés. Estados Unidos ha “exportado” la crisis hipotecaria, gracias a la “globalización”. ¿Capitalismo popular o socialización de las pérdidas?

¿Qué es lo que ha pasado? ¿Por qué lo que hasta el año 2007 parecía infalible y glamoroso, ha mostrado en el 2008 la peor de sus caras? Será, como (oportunamente) señalaba a The Wall Street Journal, Matthew Rothman, responsable de estrategias cuantitativas de Lehman Brothers, “situaciones que, según los modelos que manejamos, podrían darse únicamente una vez cada diez mil años, han ocurrido durante tres días consecutivos”. Y con ello, la peor de las consecuencias: mucho dinero evaporado y varios mitos del mercado por los suelos. Veamos algunos de ellos:

Diversificación y correlación. Si hay algo que ha demostrado la crisis actual es que los distintos mercados están mucho más interrelacionados de lo que en teoría parecen. Aunque la mayoría de los analistas y gestores circunscriben la situación corriente al mercado de crédito, el impacto sobre el resto de los activos se ha hecho notar debido a dos causas principales: por una parte, demasiadas ganas de salir a la vez de toda clase de valores de riesgo por una puerta demasiado estrecha y, por otra, liquidación simultánea de los títulos de mayor calidad para hacer frente a las deudas y reembolsos con el consecuente mantenimiento de los más dudosos en las carteras.

El “value at risk” o la pérdida máxima esperada ha pasado a convertirse en el “risk of value” para muchos gestores cuantitativos. El hecho de que muchos fondos estadísticos estuvieran invertidos en posiciones similares ha provocado que, a la hora de realizar las ventas a las que obligaban las barreras de volatilidad, ellos mismos arrastraran los precios a la baja incrementando sus pérdidas.

Los stress test o simulaciones de comportamiento de los fondos ante eventos extremos del mercado han resultado incapaces ante una crisis endógena del mismo. Los modelos podían imaginar situaciones en las que el impacto de un shock externo provocara una caída en los activos en los que se encontraban invertidos los fondos. Sin embargo, no estaban preparados para prever que la misma financiación que justificaba gran parte de su existencia, y de sus rendimientos, se secara prácticamente por completo. Ante esta situación los sistemas informáticos que sustentan los modelos se han visto incapaces de reaccionar.

Los “triple A” no lo soportan todo. Uno de los abusos más recientes cometidos por los hedge funds y los bancos de inversión, ha sido el uso de los tramos más seguros de las cestas o pools de activos titulizados, a través del apalancamiento, como soporte para invertir en los tramos más arriesgados de los mismos como forma de incrementar la rentabilidad agregada. Así mismo se ha generalizado el uso de conduits o vehículos que invierten en titulizaciones y que se financian en el corto plazo vía pagarés.

En el año 2007 el mundo parecía en orden: le economía mundial y los mercados financieros estaban en apogeo. En el año 2008, tenemos un crack bursátil a plazos que desemboca en una crisis del mercado monetario: los bancos centrales no dejan de inyectar capital a los mercados financieros.

La clase política se ejercita en conjuros de buena salud, pero todos los concernidos saben que lo peor está por llegar. Como muy tarde, cuando estallen otras burbujas especulativas. Por ahora, el bello nuevo orden de los mercados financieros internacionales “liberalizados” se ve sometido a una dura prueba. El popular dogma, conforme al cual los mercados financieros -y la economía mundial- son tanto más “eficientes” y “estables”, cuanto más desregulados y liberalizados están, esa fe del carbonero, quedó en suspenso. Por doquier se escucha el clamor de imponer reglas y bridas a los agentes de los mercados financieros.

¿Cómo ha pasado? En EEUU ha estallado una gigantesca burbuja inmobiliaria. Bajos intereses, precios inmobiliarios en constante incremento (hasta un 20% anual en los mejores emplazamientos), un mercado hipotecario en hiperbólica expansión han mantenido al galope la economía de EEUU. El boom alimentaba el consumo privado, el endeudamiento de los hogares estadounidenses subía desaforadamente hasta llegar, de media, al 120% del ingreso anual, constituido en sus tres cuartas partes por deudas hipotecarias. Los bancos hipotecarios y los fondos inmobiliarios ofrecían crédito abundante a la gente, incluso a quienes nunca habrían podido permitirse poseer casa propia. La previsible ruina de un sinnúmero de pequeños propietarios de viviendas no representaba el menor problema, siempre, claro es, que se mantuviera el boom. Los bancos y las sociedades financieras ganaron fabulosamente con ello, lo mismo que la muchedumbre de gestores inmobiliarios.

Desde hace meses crece la morosidad, y las ventas forzadas suben astronómicamente; más de 5 millones de viviendas están a la venta en EEUU (datos de finales de agosto de 2007). Por vez primera en diez años comienzan a bajar los precios, y se disparan los intereses. La crisis ha estallado -como no podía ser de otro modo- en el segmento subprime del mercado, entre las familias más pobres con pocos (y en términos reales, descendentes) ingresos. Según datos de agosto de 2007, más de dos millones de norteamericanos han perdido sus casas, hay más de 500 mil millones de dólares acumulados en morosidad, los embargos hipotecarios alcanzaron los 223.538 procedimientos en septiembre, el doble que en el mismo período de 2006: un tsunami de hipotecas fallidas arrasa el país.

Con la espectacular quiebra en junio de 2008 de dos hedge funds multimillonarios pertenecientes al quinto mayor banco estadounidense de inversiones -Bear Stearns- se perdieron por lo pronto, 1.600 millones de dólares. Además, las acciones de Bear Stearns se desplomaron, lo mismo que las de muchos otros fondos de inversiones, bancos y aseguradoras: más de 200 mil millones de dólares se perdieron de la noche a la mañana. Wall Street se estremeció, y el resto de los mercados de valores del mundo reaccionaron de inmediato. El colapso de los dos hedge funds era una señal de alarma para todos los iniciados.

Los bolsistas reaccionaron con pánico, lógicamente: los créditos morosos se hallan por doquier, y son bombas de tiempo colocadas, no sólo en el sistema financiero estadounidense, sino distribuidas por el mundo entero. Porque la burbuja inmobiliaria sólo podía crecer en la medida en que los financieros siguieran creyendo en la posibilidad de poner a la venta en cualquier momento hasta los peores y más arriesgados créditos hipotecarios. Esos créditos, lo mismo que todos los demás tipos de deuda, así como los pagos futuros de intereses y las amortizaciones a futuro, se han transformado en mercancías comerciables.

De manera que, hasta los créditos flojos y aún tambaleantes servían de base a una vertiginosamente expandida sobre estructura de derivados crediticios en manos de especuladores profesionales. Créditos hipotecarios y de otros tipos fueron empaquetados en masa y usados como garantía para nuevos títulos: los bancos hipotecarios vendían esos títulos respaldados por hipotecas (mortgage backed securities) traspasando así su riesgo crediticio a otros bancos, fondos de inversiones y aseguradoras. Éstos no se preocupaban de la calidad de la deuda hipotecaria originaria, porque también ellos pretendían vender a su vez esos títulos.

Mientras se mantiene un boom inmobiliario, esos títulos resultan lucrativas inversiones monetarias, los hedge funds se los disputan, la securitization de todo tipo de deudas y la emisión de esos títulos respaldados por hipotecas se convierte en una rama en auge, a la que se abalanzan fondos especiales. El comercio a escala planetaria con esos derivados se da al margen de las bolsas, la concurrencia entre los grandes hedge funds dispara sus precios, de manera que, sobre la burbuja inmobiliaria, se forma una nube de ulteriores burbujas de derivados.

¿Qué ocurre, empero, cuando todos los créditos que se hallan en la base fallan en masa? Entonces se hace dramáticamente claro para los especuladores que están cabalgando sobre una ola de valores ficticios generada por ellos mismos. Puesto que las garantías no son nada, se desvanece el valor de los títulos garantizados, los bancos quieren la devolución de los dineros prestados a corto plazo, los hedge funds no pueden seguir vendiendo sus títulos y entran en bancarrota. Con lo que también aquellos bancos, aseguradoras y fondos de inversiones que financiaron la especulación con esos derivados se ven en muy serios aprietos.

Puesto que esos derivados fueron comercializados a escala planetaria, se ven también súbitamente en dificultades bancos que jamás financiaron una hipoteca en EEUU. Pero participaron -como la IKB, como la Westdeutsche y el Banco Regional de Sajonia y muchos otros- en hedge funds, cuando no crearon los propios, que especulaban con tales derivados crediticios. Sus pérdidas repercutieron a través de las cotizaciones de los mercados de valores; en todo el mundo, los valores financieros se desplomaron, y, esperando una ola de quiebras, los inversores huyeron en masa. También los bancos que juegan en primera división, y que nada tienen que ver con la especulación inmobiliaria, se ven ahora en aprietos.

Caídos los primeros bancos (EEUU), o penosamente rescatados (Alemania), comienza el siguiente acto del drama: la crisis del mercado monetario. Puesto que los bancos saben que todos los demás están empantanados pero no con qué profundidad, ponen límites severos al préstamo interbancario, exigiendo muy elevados intereses para créditos a corto plazo. En otras palabras: el sector más estable de los mercados financieros, el tráfico crediticio interbancario, se contrae súbitamente. Sólo los bancos centrales pueden entonces intervenir como “lender of last resort” -como prestamistas últimos-, lo que han hecho masivamente durante días.

El Banco Central Europeo (BCE) inyectó casi 400 mil millones de euros (WSJ - 7/8/07) para créditos a corto plazo en el mercado monetario, la FED estadounidense abrió la espita crediticia más de 400 mil millones de dólares (web.urgente24.com - 10/10/07), pero además, bajó claramente los intereses y alargó el plazo de los créditos a corto plazo. En todo el mundo se ha seguido el ejemplo. Aún si con eso pareciera posible superar la crisis del mercado monetario, lo cierto es que la crisis financiera mundial no ha hecho sino comenzar (En la crisis de las punto com la “regadera” llegó a los US$ 900.000).

Para cubrir pérdidas, los hedge funds y los bancos venden los títulos que aún conservan algo de valor; títulos petrolíferos o títulos de metales. Muchos inversores conservadores del mundo entero huyen buscando refugio en títulos seguros (bonos estatales). Las operaciones en los mercados de valores se aplazan, el mercado de nuevas emisiones se viene abajo, el segundo motor del rally bursátil entra en la “UVI”.

Si las últimas señales que provienen de los bancos (30/10/07) sirven como indicador, los estragos provocados por las turbulencias en el mercado del crédito podrían prolongarse por más tiempo del que anticipaban muchos.

Los inversionistas reaccionaron con optimismo a principios del mes de octubre cuando los principales bancos del mundo anunciaron miles de millones de dólares en pérdidas relacionadas, en su mayoría, a valores respaldados por préstamos hipotecarios de Estados Unidos. Las acciones de los bancos subieron ante la expectativa de que lo peor había pasado. Ahora, sin embargo, eso ya no parece realista.

Se creía que lo peor ya había pasado y que el tercer trimestre sería una oportunidad para que los bancos limpiaran su contabilidad, pero en la última semana o dos, se ha vivido un resurgimiento del nerviosismo y de la volatilidad y se han reavivado las preocupaciones sobre el mercado de hipotecas de alto riesgo.

En la tercera semana de octubre la firma de calificación de riesgo Moody's Investors Service redujo, o dijo que pronto reduciría, la calificación de riesgo de miles de millones de dólares en obligaciones de deuda colateralizada (CDO).

La banca de inversión no se fía de la banca de inversión. O bien no sabían, o si sabían no lo contaron. Ninguno de estos escenarios es bueno. Tras las millonarias pérdidas que han aflorado por la exposición a las hipotecas de alto riesgo en varias de las principales entidades financieras del mundo, el mercado se ha llenado de informes negativos que recomiendan a los inversores mantenerse alejados del sector por la percepción de que lo peor puede estar por venir.

Las advertencias -que han provocado una verdadera hecatombe en las cotizaciones de las primeras sesiones de noviembre- cobran mayor relevancia si se tiene en cuenta que proceden de las propias entidades implicadas en la crisis. El analista Roger Freeman (de Lehman Brothers) recortaba el precio objetivo de Merrill Lynch de 79 a 58 dólares y el de Bear Stearns, de 145 a 117, por el esperado deterioro de los fundamentales debido a las subprime. Debido a las pérdidas de miles de millones de dólares, las acciones de las firmas de Wall Street han caído en picada. El índice Financiero de Dow Jones había caído 14% en el año, hasta principios de noviembre, frente a un alza de 9% del Promedio Industrial Dow Jones.

La banca americana no es la única víctima de la complicada situación del sector. Goldman Sachs alertaba de una caída mayor en bolsa de la banca europea por el deterioro de los mercados crediticio e inmobiliario. “Habrá revisiones a la baja de las estimaciones de beneficios. El ciclo bajista va a ser más profundo y duradero de lo previsto”, vaticinaba Oppenheilmer, estratega jefe para Europa de Goldman Sachs.

Pero no son sólo estas noticias sobre más posibles amortizaciones lo que está causando los últimos brotes de temor y precaución en los mercados. El motor real es la incertidumbre. La instituciones financiaras no han sido totalmente francas acerca de su exposición a este tipo de títulos y los inversores han desarrollado una saludable desconfianza ante todas las cifras que se les proporcionan. Es una situación frágil, incluso peligrosa.

Hemos llegado aquí, desde luego, debido a la crisis de crédito que en el último verano de 2007 (en el hemisferio norte) ha absorbido gran parte de la liquidez para los CDO relacionados con las subprime y hay todavía una gran diferencia entre los bajos precios que la gente ofrece por ellos y los que los bancos propietarios creen, o esperan, que valgan.

El final del túnel dista aún por mucho de estar a la vista. Bancos y hedge funds, en el mundo entero, siguen quitándose de encima derivados crediticios preñados de riesgo que habían financiado con dinero japonés barato; los créditos tienen que ser devueltos en yenes; entonces, se dispara hacia arriba el cambio del yen y se hunden las cotizaciones en Tokio. ¿Vendrá ahora la crisis del dólar, y con ella, la crisis del comercio mundial, con las consiguientes consecuencias, para las economías exportadoras de China (más otros países “emergentes”) y Alemania (más otros países europeos), en lo que respecta al mercado estadounidense? Lo peor no ha pasado…

**Los orígenes de la crisis (el huevo de la serpiente)**

**De “Burbujita Alan” a “Helicóptero Ben” - Conozco esta canción… (los lacayos de los mercados)**

Utilizo algunos antecedentes históricos aportados por Carlos Sánchez, en un artículo titulado: “La metástasis ya está aquí ¿Y ahora, qué?”, publicado en El Confidencial - del **18/3/08**, para componer los orígenes del “huevo de la serpiente”.

La célebre reaganomics de los años 80 -ejecutada en Europa occidental por Margaret Thatcher- hundía sus raíces en dos pilares básicos. Por un lado, planteaba la necesidad de bajar impuestos en aras de devolver a los contribuyentes lo que el Estado -siempre “manirroto”- les requisaba vía nóminas. El argumento era bien simple: el dinero donde mejor está es en el bolsillo de los contribuyentes, y ellos saben mejor que nadie dónde deben gastarlo sin que papá-Estado se lo administre a través de unos tipos impositivos tan altos que desalientan la actividad privada. De ahí la rebaja de los tipos marginales en el impuesto sobre la renta bajo el influjo de la famosa curva de Laffer, que viene a decir que reduciendo impuestos se recauda más.

El segundo pilar de la reaganomics tenía que ver con otro principio no menos categórico. El mejor Gobierno es el que no existe, lo que dicho de una forma menos ruda venía a significar que la acción del Ejecutivo debía limitarse a intervenir en determinadas áreas estratégicas para la sociedad: seguridad pública, política exterior o servicios sociales básicos. El Estado, por lo tanto, dejaba de ser un agente económico de primer orden y se convertía en un mero regulador de la actividad económica sin interferir en el libre juego de la oferta y la demanda.

Aquellas propuestas de Ronald Reagan y de su equipo de asesores fueron consideradas en su día una auténtica revolución liberal, y en coherencia con la potencia de los argumentos Estados Unidos abrazó la cultura del laisser faire como el nuevo paradigma económico. Los nuevos santones pasaron a ser Von Hayek o Milton Friedman, considerados los herederos de Adam Smith, a quien por cierto sus seguidores han aplicado la versión hard del libre mercado: la venta al mejor postor de la casa en la que vivió los últimos doce años de su vida, como si se tratara de una mercancía de usar y tirar.

Fruto de aquella desregulación de los mercados, la economía estadounidense vivió en los años 90 -paradójicamente de la mano de un presidente demócrata- un periodo de esplendor económico basado en la existencia de altos niveles de productividad al calor de una revolución tecnológica que convirtió a la patria de Abraham Lincoln en el paraíso de la innovación industrial y financiera. Pocos observadores se dieron cuenta, por entonces, que aquellos cambios, sin duda intensos, estaban generando sus propios monstruos que con el tiempo emergerían, como el célebre personaje que habita en el lago Ness.

Esos monstruos -en forma de todo tipo de instrumentos financieros, muchos de ellos extremadamente sofisticados- son los que ahora han estallado de la manera más cruel, poniendo contra las cuerdas a la principal economía del planeta -más del 20% del PIB mundial-.

Ya no cabe ninguna duda de que lo que se planteaba como un fenómeno pasajero -fruto de los excesos de endeudamiento de los hogares, principalmente por la compra de casas- ha derivado en una crisis que amenaza con ser sistémica. La temida metástasis en el sistema financiero mundial puede que ya esté aquí, y hasta Alan Greenspan habla de que estamos ante la mayor crisis desde la segunda Guerra Mundial.

Lo primero que hay que decir es que esta crisis tiene mucho que ver con la excesiva desregulación del sistema financiero estadounidense llevada a cabo en los últimos 25 años al calor de la revolución reaganiana, y que tuvo un primer episodio (del que hoy casi nadie se acuerda) con la quiebra de decenas de cajas de ahorros. No estaría de más recordar que entre 1986 y 1992 un total de 1.030 entidades de ahorro (Savings & Loans) fueron a la bancarrota, mientras que otras 1.140 entidades bancarias acabaron también en quiebra. La “broma” costó al erario público nada menos que 150.000 millones de dólares (de los de antes). No estamos, por lo tanto, ante un fenómeno nuevo en EEUU, cuya capacidad de adaptación al medio es prodigiosa. Fruto de aquella crisis financiera, la Administración Bush (padre) endureció en 1989 la supervisión prudencial de las entidades financieras, que había caído en el olvido. Y ello pese a que EEUU -tras el crack de 1929- fue el primer país que puso en marcha un Fondo de Garantía de Depósitos.

Aquel ímpetu regulador del primer Bush en la Casa Blanca duró poco. Diez años después, con la aprobación de la Ley de Modernización de los Servicios Financieros, y con Greenspan en la cresta de la ola, se rompía una tradición “proteccionista” (para los depositantes y los accionistas) inspirada por la Gran Depresión. La Ley Glass-Seagall (de 1933) impuso la radical separación entre las actividades de banca comercial y las operaciones de banca de inversión. Los bancos, incluso, fueron privados de ofrecer una amplia gama de productos de seguro a sus clientes, toda vez que la supervisión la ejercían los propios Estados, y no una agencia específica.

Ese modelo de banca fue el que se quebró en 1999 con la aprobación de la Ley Gramm-Leach-Blieley, que permitió a las compañías tenedoras de acciones bancarias convertirse en sociedades holding que a su vez podrían emprender cualquier tipo de actividad financiera. Y de aquellos polvos, vienen estos lodos.

Lo dice el propio Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe sobre estabilidad financiera (septiembre de 2007), en el que se hace un análisis certero de lo que ocurre. “La facilidad con que algunos bancos y vehículos de inversión (como los hedge funds) -dice el FMI- obtuvieron crédito garantizado con activos ilíquidos y difíciles de valorar se transformó en un lastre pesadísimo cuando el mercado perdió liquidez, puso en marcha un proceso de desapalancamiento forzado a precios irrisorios y empujó algunos fondos a la quiebra”. No es fácil ser tan certero en la descripción del fenómeno.

La banca rompió el viejo principio de prestar a corto y endeudarse a largo; desafiando, además, las leyes del riesgo, como si la posibilidad de un “default” fueran nulas. Y todo ello en un contexto de desregulación financiera desconocida hasta la fecha. Sin que la Reserva Federal (con sus agresivas bajadas de los tipos de interés), la Administración Bush y las distintas agencias de supervisión hayan hecho bien su trabajo. ¿Y qué decir de las agencias de calificación de riesgo? Por menos desapareció Arthur Andersen tras el estallido de Enron y WorldCom.

Parece evidente que la desregulación es positiva en la medida en que los productos financieros están supervisados por agencias independientes. Pero no hace falta ser un lince para darse cuenta de que el sistema empieza a fallar cuando los productos estructurados (activos de renta fija ligados a derivados) no están asegurados por un activo subyacente (un valor real), sino por la calificación crediticia que tiene el emisor.

Como dice el FMI, “el proceso de ajuste llevará tiempo”, como la propia reforma del FMI, convertido en una especie de servicio de estudios universal en lugar de un instrumento útil para detectar los “agujeros negros” que periódicamente genera el sistema. Algo que, por cierto, va en su naturaleza.

**PD: Tócala otra vez, Ben (una magnífica reseña de sus principales “deposiciones”)**

Jan. 10, 2008

“The Federal Reserve is not currently forecasting a recession”.

Jan. 18, 2008

(Two months before Fannie Mae and Freddie Mac collapsed and were nationalized) “They will make it through the storm”.

Jan. 18, 2008

“(The U.S. economy) has a strong labor force, excellent productivity and technology, and a deep and liquid financial market that is in the process of repairing itself”.

June 3, 2009

(When asked directly during a congressional hearing if the Federal Reserve would monetize U.S. government debt) “The Federal Reserve will not monetize the debt”.

June 9, 2008

“The risk that the economy has entered a substantial downturn appears to have diminished over the past month or so”.

July 20, 2008

“The GSEs are adequately capitalized. They are in no danger of failing”.

Sept. 23, 2008

“My interest is solely for the strength and recovery of the U.S. economy”.

**- “La insoportable levedad del ser” (la magnificación del riesgo sistémico)**

**Fondo Monetario Internacional**

**Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe *GFSR*), Abril de 2008**

(Partes más destacadas del Informe)

*Resumen general*

Los acontecimientos de los últimos seis meses han puesto de manifiesto la fragilidad del sistema financiero mundial y han generado interrogantes de fondo acerca de la eficacia de la respuesta de las instituciones de los sectores público y privado. Si bien la situación aún está evolucionando, en la edición de abril de 2008 del *Global Financial Stability Report* (GFSR) se evalúan los factores de vulnerabilidad a los que se enfrenta el sistema financiero y se presentan conclusiones y enseñanzas preliminares en materia de política. Algunas de las observaciones básicas del análisis son las siguientes:

• **Hubo una falla colectiva a la hora de dimensionar el grado de apalancamiento de las diversas instituciones -bancos, aseguradores monolínea, entidades respaldas por el gobierno, fondos de inversión libre (*hedge funds*)- y de los riesgos relacionados con una corrección desordenada.**

• **La gestión del riesgo del sector privado, la divulgación de datos, la supervisión del sector financiero y la regulación estuvieron siempre a la zaga de la rápida innovación y transformación de los modelos empresariales, y eso dejó margen para la toma de riesgos excesivos, las suscripciones inadecuadas, los descalces de vencimientos y la inflación de los precios de los activos.**

• **Se sobreestimó el traslado de los riesgos fuera de los balances de los bancos. Conforme los riesgos han ido materializándose, los balances de los bancos han vuelto a verse sometidos a enormes presiones.**

• **Pese a las intervenciones sin precedentes de los principales bancos centrales, los mercados financieros permanecen bajo una tensión considerable, agudizada ahora por el empeoramiento del entorno macroeconómico, la capitalización deficiente de las instituciones y un desapalancamiento generalizado.**

**En suma, las presiones sobre el sistema financiero mundial sin duda se han incrementado desde la publicación del GFSR de octubre de 2007, y los riesgos que amenazan la estabilidad financiera siguen siendo elevados.** **Las preocupaciones sistémicas están exacerbadas por el deterioro de la calidad del crédito, la disminución de las valoraciones de los productos de crédito estructurado y la falta de liquidez en el mercado que acompaña a un desapalancamiento generalizado en el sistema financiero. Ahora, el desafío fundamental para las autoridades consiste en actuar de inmediato para mitigar los riesgos de un ajuste aún más penoso; por ejemplo, elaborando planes de contingencia y de medidas correctivas y, al mismo tiempo, abordando las causas de la turbulencia actual.**

Capítulo 1: ***Evaluación de los riesgos que amenazan la estabilidad financiera mundial***

En el capítulo 1 se documenta la forma en que **la crisis se está extendiendo más allá del mercado estadounidense de préstamos de alto riesgo (*subprime*), concretamente, a los mercados inmobiliarios residenciales y comerciales de primera clase, al crédito de consumo y a los mercados de crédito empresarial de alta y baja calidad. El epicentro de la crisis sigue siendo Estados Unidos, habida cuenta de que el mercado de préstamos de alto riesgo de ese país fue el que dio origen a las normas de crédito menos estrictas y el primero en sufrir las complicaciones derivadas de los productos de crédito estructurado. Pero las instituciones financieras de otros países también se han visto afectadas por la misma liberalidad excesiva de las condiciones financieras mundiales, y -en grados distintos- por las deficiencias de los sistemas de gestión del riesgo y de la supervisión prudencial. Los países industriales donde los precios de la vivienda están inflados en relación con los parámetros fundamentales de la economía o donde los balances de las empresas o los hogares soportan más presión también están expuestos a riesgos.**

Los países de mercados emergentes hasta ahora han demostrado su capacidad de resistencia en general. Empero, algunos de ellos siguen siendo vulnerables a una retracción del crédito, sobre todo en los casos en que el crecimiento del crédito interno ha dependido de fondos externos y en los que es necesario financiar ingentes déficits en cuenta corriente. Los mercados de títulos de deuda, en particular los de deuda empresarial externa, han sentido el efecto de la turbulencia en las economías avanzadas y sus repercusiones alcistas en los costos de financiamiento, y no es posible descartar nuevos shocks en el apetito de riesgo de los inversionistas en activos de los mercados emergentes en el caso de que se deterioren las condiciones financieras.

**Las pérdidas provocadas por el deterioro del crédito y las ventas forzadas, así como por el menor crecimiento de las ganancias, han planteado una difícil prueba a los balances de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias**. En el capítulo 1 se reexamina y se amplía el análisis efectuado en el GFSR de octubre de 2007 sobre las pérdidas ocasionadas por los préstamos de alto riesgo, y se proyecta que el descenso de los precios de la vivienda y el aumento de la morosidad de las hipotecas en Estados Unidos podrían hacer que el total de pérdidas vinculadas al mercado de hipotecas residenciales y a las titulizaciones conexas sea de aproximadamente US$ 565.000 millones, incluida la desvalorización prevista de los préstamos de alto riesgo. Si se suman otras categorías de préstamos originados y valores emitidos en Estados Unidos y vinculados a inmuebles comerciales, créditos de consumo y empresas, las pérdidas potenciales agregadas ascienden a alrededor de US$ 945.000 millones. Si bien están basadas en datos imprecisos sobre exposición crediticia y valoración, estas estimaciones hacen pensar que es posible que aumente la presión sobre el capital de los bancos y que se registren nuevas pérdidas contables. Además, si se incluyen las pérdidas de las instituciones financieras no bancarias, como los aseguradores monolínea de bonos, surge el peligro de que el sistema bancario sienta nuevas repercusiones conforme continúe el desapalancamiento. Por otro lado, el riesgo de litigios por incumplimiento de contratos también está en aumento.

**Las secuelas macroeconómicas también son una preocupación creciente. Los menores capitales de reserva y la incertidumbre acerca de la magnitud y la distribución de las pérdidas de los bancos, además de los ciclos normales del crédito, probablemente incidirán mucho en los préstamos de los hogares, las inversiones de las empresas y los precios de los activos, y eso a su vez repercutirá en el empleo, el crecimiento del producto y los balances. Esta dinámica podría ser más marcada que en anteriores ciclos del crédito, en vista del grado de titulización y apalancamiento del sistema financiero.** Está claro entonces que la actual turbulencia no es una mera circunstancia relacionada con la liquidez, sino más bien un reflejo de fragilidades fundamentales en los balances y de una capitalización deficiente, y eso significa que los efectos van a ser más amplios, profundos y prolongados.

**Las políticas macroeconómicas tendrán que ser la primera línea de defensa frente a los riesgos de deterioro de la situación económica, pero las estrategias de las autoridades deben abordar frentes más amplios. Un desafío clave consiste en garantizar que las grandes instituciones financieras de importancia sistémica sigan saneando sin demora sus balances mediante la captación de capital y financiamiento a mediano plazo -aun si hacerlo ahora supone costos más altos- para estimular la confianza y evitar un mayor menoscabo de los canales de crédito.** Ya están en camino flujos de capital provenientes de varios inversionistas, v entre ellos los fondos soberanos de inversión, pero probablemente se necesitará una mayor afluencia de capital para ayudar a recapitalizar las instituciones.

**Además de haber adoptado políticas monetarias mucho más acomodaticias, los principales bancos centrales también han inyectado liquidez a los mercados monetarios con diversos vencimientos para garantizar su bien funcionamiento. Estas medidas, en algunos casos coordinadas entre los bancos centrales, se han visto facilitadas por el fortalecimiento de los procedimientos operativos de las instituciones. La evolución reciente hace pensar que en el futuro los bancos centrales tienen que reflexionar más a fondo sobre la forma en que la política monetaria puede haber propiciado la falta de disciplina en el crédito, y tendrán que mejorar los instrumentos que utilizan para aliviar las tensiones de liquidez en el sistema financiero, que hoy está más globalizado**. Sin embargo, la prioridad inmediata para las autoridades de algunos países de mercados emergentes es abordar los factores de vulnerabilidad que generan inestabilidad sistémica, de manera que se reduzcan a un mínimo el riesgo moral y los posibles costos fiscales. Además de examinar las causas subyacentes, será importante considerar los incentivos del sector privado y las estructuras de remuneración, para alejar la posibilidad de que se repita una acumulación similar de factores de vulnerabilidad.

Capítulo 2: ***Financiamiento estructurado: Cuestiones de valoración y divulgación de datos***

**La proliferación de nuevos y complejos productos, mercados y modelos comerciales de financiamiento estructurado exponen al sistema financiero a perturbaciones en el flujo de fondos y a crisis de confianza**. En el capítulo 2 se investiga con cierto detalle **cómo y por qué este conjunto de instrumentos ha tenido un efecto tan perjudicial en la estabilidad financiera. Concretamente, se examina en qué forma las prácticas contables y de valoración de los productos de crédito estructurado -tanto en el punto de originación como en etapas posteriores- inciden en la estabilidad financiera**. Se analiza asimismo **cómo incide en los balances de los bancos la determinación de los precios en el mercado durante las crisis o la poca profundidad de los mercados**. **Dado que las agencias calificadoras de riesgo crediticio siguen desempeñando un papel clave en la estructuración y valoración de estos productos,** en el capítulo **se examina** **cómo se elaboran las calificaciones y se recomiendan mejoras de los modelos de calificación que usan las agencias.**

**Además de la incertidumbre que rodea a la valoración y la contabilidad de los productos de crédito estructurado, el modelo en que se basa su financiamiento parece haber tenido fallas. Con frecuencia la canalización y el financiamiento de estos instrumentos se realizaron mediante entidades asociadas a los bancos pero desvinculadas de sus balances, como los vehículos de inversión estructurada (SIV, por sus siglas en inglés) y las sociedades instrumentales (*conduits*).** En la segunda parte del capítulo 2 se estudian **los incentivos comerciales y regulatorios para la creación de estas entidades jurídicas y la razón por la que sus riesgos escaparon a los sistemas bancarios de gestión de riesgo, es decir que el perímetro fragmentado de consolidación del riesgo evidentemente fue demasiado estrecho para realizar una evaluación adecuada de los riesgos**. **Los descalces de vencimientos entre activos y pasivos son habituales en las operaciones de los bancos, pero en el caso de los SIV y las sociedades instrumentales con un alto grado de apalancamiento esos descalces fueron extremos.** **Las entidades recurrieron en forma excesiva a los mercados mayoristas para obtener financiamiento, y eso hace pensar que las tensiones surgidas se debieron al efecto combinado de incentivos adversos y falta de transparencia.** Puede también deducirse que si los riesgos se asignaran al sector en que se originan y si se mantuvieran montos adecuados de capital para protegerse de ellos, estas entidades -al menos en su forma actual- quizá serían mucho menos viables como modelos empresariales.

Capítulo 3: ***Iliquidez de mercado y de financiamiento: Cuando el riesgo privado pasa a ser público***

**Al dejar la crisis de ser solo un problema de financiamiento para los SIV y las sociedades instrumentales y transformarse en una contracción generalizada de liquidez interbancaria, se vieron envueltos en ella los sistemas de gestión del riesgo de liquidez dentro de los bancos**. En el capítulo 3 se estudia el **nexo entre la liquidez de mercado (la posibilidad de comprar y vender un activo con una pequeña variación del precio aparejada) y la liquidez de financiamiento (la posibilidad de que una institución solvente efectúe puntualmente los pagos convenidos).** **Se observa que algunos instrumentos nuevos pueden haber acrecentado la posibilidad de que se produjeran “espirales de liquidez” adversas en las que la iliquidez de mercado origina iliquidez de financiamiento y viceversa.** El análisis empírico respalda la noción de que **las relaciones entre la liquidez de financiamiento y de mercado, tanto dentro de Estados Unidos como en las economías maduras, se han intensificado durante el período de la crisis, mientras que con anterioridad al verano boreal de 2007 tales vinculaciones eran prácticamente inexistentes**. **Las correlaciones entre los precios de varios instrumentos de deuda de mercados emergentes y deuda soberana y los mercados de financiamiento de Estados Unidos también registran aumentos pronunciados durante la crisis, lo que indicaría que esos mercados financieros siguen estando muy interconectados en épocas de crisis.**

En el capítulo 3 se señala que **las tendencias relativas a la situación de los bancos grandes en los países avanzados muestran que esas instituciones tienen menos protección ante eventuales crisis de liquidez que en el pasado. La dependencia del financiamiento mayorista y el contexto financiero favorable permitieron que las empresas financieras adoptaran una actitud más confiada y menos exigente en materia de sistemas de gestión del riesgo de liquidez y que se “infra-aseguraran” contra tal eventualidad, pasando en cambio a depender más de la intervención del banco central para resolver sus problemas de liquidez.** De manera similar, los supervisores bancarios se habían concentrado en la aplicación del Acuerdo de Capital Basilea II, y solo recientemente el Comité de Basilea había vuelto a examinar las cuestiones relativas al riesgo de liquidez.

**La menor liquidez existente en los mercados de financiamiento ha inducido una intervención sin precedentes de los bancos centrales para aliviar las tensiones del mercado interbancario de dinero**. En el capítulo 3 se evalúa el éxito de tales esfuerzos, examinándose en particular las medidas adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra. **La capacidad de suministrar liquidez a una amplia variedad de contrapartes usando un conjunto relativamente diverso de garantías coadyuvó a la eficacia de las operaciones emprendidas por el BCE.** **La Reserva Federal debió modificar sus procedimientos para dar liquidez a los bancos que la necesitaban y atenuar el estigma asociado a la utilización de un mecanismo más ampliamente disponible como es la ventanilla de descuento.** El servicio de subasta de fondos a plazo (*Term Auction Facility*) ha funcionado mejor, y recientemente se han establecido otros mecanismos para contener más las presiones de liquidez. En el capítulo 3 se procura medir empíricamente la eficacia del respaldo de liquidez para situaciones de emergencia y se señala que **las medidas tomadas por la Reserva Federal y el BCE sirvieron para reducir la volatilidad de las tasas de interés en el mercado monetario**, aunque su impacto en el nivel de los diferenciales parece haber sido pequeño.

**Conclusiones e iniciativas de política económica**

**Aunque el crecimiento y la prosperidad de los años recientes brindaron una cabal ilustración de los beneficios de la innovación financiera, los acontecimientos de los últimos ocho meses pusieron de manifiesto que también existen costos. Los productos de transferencia del riesgo crediticio -innovaciones cuyo objetivo era lograr una amplia dispersión del Riesgo- no siempre fueron utilizados para trasladar el riesgo hacia aquellos más capaces de soportarlo. De hecho, una sorprendente cantidad de riesgos ha vuelto al sistema bancario, desde donde supuestamente se lo había transferido**. Aun cuando en el GFSR y en otras fuentes se advirtió acerca de la existencia de un mayor apalancamiento incorporado en los nuevos instrumentos crediticios estructurados y una mayor asunción de riesgos, **los bancos (y otras instituciones financieras) parecen ahora estar mucho más apalancados de lo que la mayoría había previsto. Por otra parte, la regulación y la supervisión de esos nuevos instrumentos y técnicas no acompañaron el ritmo de su evolución.**

Lo que sigue es una serie de recomendaciones para el corto y el mediano plazo atinentes a la situación actual. Varios otros grupos y foros -como el Foro sobre Estabilidad Financiera, el Foro Conjunto y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea- están elaborando simultáneamente sus propias normas y directrices detalladas, gran parte de las cuales probablemente abordarán cuestiones prácticas a un nivel más profundo que las recomendaciones propuestas a continuación.

***A corto plazo...***

**El desafío inmediato consiste en reducir la duración y la gravedad de la crisis.** La máxima prioridad debe ser la **adopción de medidas que reduzcan la incertidumbre y refuercen la confianza en los sistemas financieros de los mercados maduros**. **El sector privado puede avanzar en algunos aspectos sin necesidad de una regulación formal. En otros, donde el carácter de bien público que reviste el problema impide que la solución sea puramente privada, se requerirá la participación del sector oficial.**

Los ámbitos en los que la contribución del sector privado podría ser útil son los siguientes:

• **Divulgación de información**

• **Saneamiento de los balances bancarios**

• **Gestión global del riesgo**

• **Estructuras de remuneración gerencial**

Los ámbitos en los que las medidas oficiales a corto plazo serían más provechosas son los siguientes:

• **Tratamiento uniforme**

• **Supervisión más intensa**

• **Informes especiales sobre estabilidad**

• **Medidas anticipadas para la resolución de instituciones en dificultades**

• **Planes públicos para los activos desvalorizados**

**En el caso de los países de mercados emergentes, las medidas de política deben centrarse en disminuir la vulnerabilidad a los efectos en cadena originados en los mercados maduros.** Específicamente, los bancos de los países que experimentan un rápido crecimiento del crédito financiado por fuentes externas deberán elaborar planes de contingencia sólidos y realistas para enfrentar la eventual disminución de tal financiamiento…

***A mediano plazo...***

**A mediano plazo se requieren cambios más fundamentales. Las autoridades de política económica deberían evitar una solución apresurada por la vía de la regulación, especialmente una regulación que limite excesivamente las innovaciones o que exacerbe los efectos de la compresión actual del crédito**. **Asimismo, el Acuerdo de Capital Basilea II, si se lo aplica de manera rigurosa, ya crea oportunidades de mejora en el sector bancario**. **Sin embargo, algunas áreas requieren un examen más profundo**, sobre todo en lo que respecta a los productos financieros estructurados y al tratamiento de las entidades fuera del balance, lo cual hace necesarios mayores ajustes a los marcos regulatorios.

**Dado su papel en la crisis, el financiamiento estructurado y las operaciones de titulización basadas en el modelo de “originación y distribución” exigen un examen detenido de los aspectos que hay que corregir. Es importante destacar que el problema no fue la titulización en sí misma, sino más bien una combinación de normas poco rigurosas de originación de préstamos en el mercado hipotecario de Estados Unidos, el avance concomitante de las operaciones de titulización hacia estructuras cada vez más complejas y difíciles de comprender y garantizadas por activos de calidad decreciente, y un entorno financiero favorable en el que se infravaloraron los riesgos. En retrospectiva, no se asignó suficiente capital para cubrir estos riesgos**. En el capítulo 2 no se pretende analizar a fondo los factores que incentivaron el crecimiento explosivo del financiamiento estructurado que dio lugar a la crisis, pero sí pueden extraerse algunas recomendaciones preliminares.

Al sector privado le convendría avanzar en los siguientes frentes:

• **Estandarización de ciertos componentes de los productos financieros estructurados**

• **Transparencia en la originación del producto y en etapas posteriores**

• **Reforma de los sistemas de calificación**

• **Transparencia y divulgación de datos**

• **Más atención a las consecuencias de las reglas de valor razonable**

• **Incentivos para la creación de SIV y sociedades instrumentales**

• **Supervisión más estricta de los originadores de hipotecas**

Las instituciones financieras pueden extraer varias enseñanzas importantes de la crisis:

• **Gestión del riesgo de liquidez**

• **Supuestos más realistas sobre la liquidez de los valores estructurados complejos**

• **Fortalecimiento de las actuales pautas de liquidez internacionales**

• **Evaluación de las prácticas óptimas**

Esas políticas deberían abarcar los siguientes aspectos:

• **Gama más amplia de garantías**

• **Grupos de contrapartes diversas**

• **Estructura de vencimientos del suministro de liquidez**

• **Mejor coordinación entre los supervisores financieros**

• **Responsabilidad y ejercicio de la supervisión**

En resumen, **hay varios aspectos que precisan una mayor atención por parte del sector público y los agentes del sector privado**… **La crisis aún no ha tenido un desenlace, y por eso las enseñanzas son por ahora incompletas…**

**- Examen forense de la bancarrota: (Año 2009) Invocación a la resiliencia macroprudencial del Estado para salvar la micro-imprudencia de la banca**

**Plan de Estabilidad Financiera (¿bueno para “Main Street” o para “Wall Street”?)**

El diccionario de la bancarrota (la perversión del lenguaje): acumulación de riesgos sistémicos. activos deteriorados, rebajas contables, financiamiento transfronterizo, respaldo fiscal, mecanismos de liquidez, restablecer la confianza, desembarazar a los mercados financieros de la incertidumbre, traspaso de los riesgos financieros del sector privado al sector público, distorsiones involuntarias, riesgo real de que los gobiernos no estén dispuestos a asignar suficientes fondos para solucionar el problema, acceso del sistema bancario a la liquidez, detectar y sanear los activos dañados, recapitalizar las instituciones débiles pero viables. resolución de las instituciones no viables, reevaluar la viabilidad a largo plazo de las instituciones para decidir cuáles son sus necesidades de capital, capital adicional para compensar pérdidas, capital adicional para lograr el índice más estricto de apalancamiento, capital adicional para el mayor nivel decapitalización que exigen en este momento los mercados en vista de la incertidumbre querodea las valoraciones de activos y la calidad del capital, la reestructuración quizá requiera un traspaso provisional de la propiedad al Estado, abordar sistemáticamente el problema de los activos desvalorizados, proteccionismo financiero, estabilizar el sistema financiero mundial, políticas monetarias encaminadas a sanear los balances bancarios, políticas de estímulo, grado de sostenibilidad fiscal, riesgos contingentes para los balances de los gobiernos, el estímulo fiscal será positivo por los mercados y podría contribuir a restablecer la confianza general, usar políticas poco convencionales en el banco central para reabrir los mercados de crédito y financiamiento, el afianzamiento del marco macroprudencial para la política monetaria también contribuiría a mitigar los riesgos sistémicos, instituciones de importancia sistémica, perímetro de regulación prudencial, apalancamiento excesivo, limitar la prociclicidad, deficiencias de información y disciplina del mercado, regulación transfronteriza y transfuncional, gestión de la liquidez sistémica, institución “originante”, institución “receptora”, estrés sistémico, condiciones de mercado…

**Business as usual (la “tanguedia” de la crisis)**

Cinco mil millones de dólares (3.950 millones de euros). Esa es la cifra que durante la década 1998-2008 invirtió el sector de servicios financieros (bancos comerciales y de inversión, aseguradoras, firmas auditoras y otras) de los Estados Unidos para ‘desregular’ o conseguir una regulación favorable para su industria. Una cifra a la que habría que añadir lo que se llevaba gastado en comprar favores políticos desde mediados de los ochenta (administraciones Reagan, Bush padre y Clinton) para derribar leyes que obstaculizaban la expansión financiera y no estaban en línea con la predominante ideología neoliberal.

Poco o nada tiene que ver el término neoliberal con el pensamiento liberal, si bien es cierto que el primero ha corrompido el significado del segundo apropiándose del concepto del libre mercado y proponiéndose como su máximo defensor frente al intervencionismo del estado. En realidad, quienes se definen con el engañoso calificativo de neoliberales tan solo pretenden disimular su intención de conseguir que el Estado se quite de en medio (para lo cual “convencerán” convenientemente a unos cuantos políticos de cualquier signo y condición) y tener barra libre para concentrar todo el poder en unas pocas manos. Y es que, como ya dijo Adam Smith en su obra maestra La riqueza de las naciones, “todo para nosotros y nada para los demás, tal ha sido la ruin máxima de los amos de la humanidad en las diversas épocas de la historia”.

En 1999, y tras dedicar unos 500 millones (395 millones de euros) a comprar voluntades políticas a través de los poderosos lobbies, la Ley Glass-Steagall fue finalmente abolida. Dicha ley fue promulgada en 1933, al iniciar la presidencia Franklin D. Roosevelt. Perseguía separar la banca comercial de la de inversión pues el ejercicio conjunto de ambas actividades contribuyó en gran manera al crack de 1929.

El primer gran paso para tumbarla se dio cuando la Reserva Federal (la Fed) permitió la “megafusión” (ilegal en aquel momento) de Citicorp (banca comercial) con Travelers (seguros y títulos). Greenspan (presidente de la Fed), Rubin (secretario del Tesoro) y el presidente Clinton aplaudieron la operación. En 1999, y de manera menos que poco decorosa, Rubin (ex vicepresidente de Goldman Sachs) se convirtió en alto ejecutivo del gigante financiero, grupo que llego a presidir (desastrosamente) y del que salió en 2009 con 130 millones dólares (102 millones de euros) en el bolsillo.

La lucha que Roosevelt entabló contra los monopolios financieros y la banca irresponsable que comenzaba a considerar al gobierno de los EEUU como un apéndice de sus asuntos, acabó en victoria pírrica. Y hoy sabemos, como él dijo, que “el gobierno del dinero organizado es tan peligroso como el gobierno del populacho organizado”. Ese gobierno del dinero es el que ha provocado y permitido que se desencadenará el cataclismo financiero que ahora sufrimos. En ese gobierno, Paulson (secretario del Tesoro con Bush hijo) ocupó otro de los papeles estelares. Paulson fue presidente de Goldman Sachs y su fortuna personal se calcula en más de 700 millones de dólares (550 millones de euros).

Casualmente, Goldman Sachs (banco de inversión descrito en la revista Rolling Stone como “un gran calamar gigante enroscado en la cara de la humanidad, metiendo implacablemente su ventosa en todo lo que huela a dinero”, en un juego de palabras con el acrónimo GS del banco y de giant squid, calamar gigante) tiene menos competencia que nunca como comercializador de deuda norteamericana. En 2009 anunció los dividendos más altos de su historia y ya vuelve a ganar 100 millones de dólares al día (79 millones de euros), ¡después de haber recurrido a las ayudas que ofreció el gobierno de los EEUU para rescatar bancos! ¿Quién lo entiende?

A la desregulación le siguió una orgía de dinero barato y creatividad financiera y contable que acabó en el desastre económico en el que estamos inmersos. Sus impulsores no han salido mal parados. Son los mayores beneficiarios de los planes de ayuda a la banca de los gobiernos occidentales y que sumaron 14 billones de dólares (11 billones de euros), la cuarta parte del PIB mundial, hasta septiembre de 2010. Han obtenido rentabilidades obscenas y siguen influyendo de manera descarada en las nuevas medidas que pretenden contener la ruina que han causado y evitar que vuelva a ocurrir. Da vergüenza oír las declaraciones de los banqueros contra los mecanismos de control que tratan de imponerles (tras el consabido “yo no he sido”). Y asusta constatar las conexiones entre quienes conforman el Grupo Larosière (cuyo informe para regular el sistema financiero en la UE fue aprobado por el Consejo Europeo) y la gran banca.

Todo esto lo narra de manera magistral Susan George en Sus crisis, nuestras soluciones. Esta clase, depredadora donde las haya, “saca un extraordinario provecho del statu quo, se mantiene unida y quiere que no cambie nada”, dice George, filósofa, analista política, vicepresidenta de ATTAC (Asociación por la Tasación de las Transacciones y por la Ayuda a los Ciudadanos, movimiento internacional “altermundista” que promueve el control democrático de los mercados financieros y las instituciones encargadas de su control) y autora del exitoso Informe Lugano.

Han construido una penitenciaria vigilada por personal muy preparado y de la que sólo podremos escapar si conseguimos revertir el orden impuesto. Bajo éste, todo queda al servicio de las finanzas. El planeta, sometido a un abuso constante, está al servicio de una sociedad cada vez más injusta y desigual. En la mayoría de países desarrollados las diferencias salariales se han ampliado en los últimos años (llegando a una proporción de 500 a 1 dentro de una misma empresa), mientras que la progresividad fiscal termina en tipos máximos del 35% o 45% (algo poco significativo para los llamados “ultra-ricos”, personas con más de 30 millones de dólares que, además, cuentan con mecanismos para saltarse las leyes fiscales locales). 78.000 de ellos tienen activos de más de ¡13 billones de dólares!, cifra equivalente al PIB de la UE.

A su vez, en este mundo al revés, la sociedad está sometida a una economía también injusta y que genera inmensas desigualdades, y la economía subyugada a las altas finanzas internacionales, para lo que ha degenerado en la llamada “economía de casino”. Los amos de estas finanzas y de la humanidad, que siguen el lema de “todo para nosotros y nada para los demás”, han ideado sofisticados (es decir, incomprensibles para el común de los mortales) instrumentos financieros (SIVs, CDOs, CDSs) cuyas astronómicas cifras multiplican en varias veces el PIB mundial (en una semana circula en los mercados financieros internacionales el equivalente en dinero al PIB de Francia) y son incontrolables para los reguladores nacionales y supranacionales (regulaciones como las de Basilea sobre capital bancario y riesgos son inútiles frente a las ingentes cantidades de activos fuera de balance). Ahora los Estados quiebran por culpa de los bancos. Sólo dándole la vuelta al irracional orden impuesto en Davos (es decir, poniendo las finanzas al servicio de la economía, y ésta al de una sociedad que sirve y cuida al planeta) podremos ganarnos nuestra libertad.

Susan George propone acabar con los estudios sobre la pobreza (la verdad es que cuantos más estudios hay, más crecen la miseria, el hambre y la desigualdad en el mundo) y comenzar a estudiar de cerca a los ricos y sus peligrosos juegos financieros con fugas de capitales y paraísos fiscales incluidos. El resultado más dramático de estas maniobras se da en forma de miseria y hambre. En 2009 había en el mundo unos mil millones de hambrientos de los cuales 115 se habían añadido en dos años. La FAO teme que otros 100 millones se incorporen (algunos en países del primer mundo) este año debido a la crisis financiera. Son, junto con el creciente número de parados de larga duración, los “desechos del sistema”.

Al fin y al cabo, como dijo Andrew Carnegie, uno de los mayores “ultra-ricos” de todos los tiempos (los bajos salarios que pagaba también hicieron historia) y gran filántropo (donado principalmente a bibliotecas y universidades), “el precio que la sociedad paga por la ley de la competencia es grande; pero las ventajas son más grandes aún, pues a ella le debemos nuestro fabuloso desarrollo material… Damos la bienvenida a una gran desigualdad respecto al medio, a la concentración de actividad industrial y comercial en manos de unos cuantos y a la competencia entre ellos, considerando que no sólo son beneficiosas sino esenciales para el progreso de la raza”. Le faltó decir que, a veces, de tanto concentrar, desaparece la competencia, uno se queda solo.

Hoy hablaríamos de la concentración financiera y de la connivencia entre políticos y amos del universo financiero. ¿Qué tiene esto que ver con el libre mercado? El alter ego de Carnegie en el siglo XXI sería Bill Gates (su riqueza supera la suma de lo que tiene el 17% más pobre de la población mundial, unos mil millones de seres humanos) cuya fundación y su programa AGRA (Alliance for a Green Revolution for Africa, Alianza para una Revolución Verde en África) que fomenta un “entorno político favorable a la agricultura impulsada por el mercado y orientada a la exportación” (léase agricultura de latifundio y transgénicos) ha conseguido arruinar a multitud de pequeños agricultores (acaban en los barrios bajos urbanos o embarcados en pateras hacia Europa) que han sido sustituidos por baratísimos empleados de los gigantes Cargill, Monsanto, Dupont, Syngenta, Archer Daniels Midland o Yara.

George da razones para demostrar que las sociedades democráticas más igualitarias presentan mejores índices de bienestar, solidaridad y creatividad. En la segunda parte de su libro ofrece soluciones para salir de la crisis, lo cual se convierte en un asunto de vital importancia pues el modo tradicional de escapar de los malos ciclos económicos ha sido la guerra. La gran crisis que comenzó en 1929 no concluyó hasta la Segunda Guerra Mundial. La actual es más profunda. Actualmente, un conflicto de esas características supondría el fin de nuestra especie. La buena noticia es que hay alternativas menos costosas…

*“La peor crisis económica desde la Gran Depresión se traduce, por el momento, en una destrucción de la riqueza mundial próxima al 45%, según la consultora Blackstone Group. Tan sólo el desplome bursátil se ha cobrado ya 11 billones de dólares en EEUU”...* “Sin precedentes”: La crisis crediticia destruye el 45% de la riqueza mundial - En Wall Street se evaporan 11 billones (Libertad Digital - **12/3/09**)

El director ejecutivo de la empresa de capital riesgo Blackstone Group, Stephen Schwarzman, afirmó a principios de marzo (2009) que la actual crisis crediticia se ha cobrado por el momento hasta el 45% de la riqueza mundial.

“Entre el 40% y el 45% de la riqueza del mundo ha sido destruida en poco menos de año y medio”, algo “sin precedentes”, informa Reuters. Schwarzman confía en que el plan de rescate financiero elaborado por el secretario del Tesoro de EEUU, Timothy Geithner, dotado con más de 1 billón de dólares, sirva para limpiar de activos tóxicos los balances de las entidades financieras. Sin embargo, reconoce que la valoración de dichos activos resulta muy compleja.

En este sentido, responsabiliza de la situación a las agencias de rating (calificación de riesgos crediticios) por conceder máxima calidad (triple A) a complejos productos financieros que, en realidad, eran “basura”, como las famosas hipotecas subprime. Según Schwarzman, muchos de estos problemas han sido agravados por el método de valoración de activos mark to market (precio de mercado), ya que ha distorsionado las tradicionales normas contables.

La destrucción de riqueza mundial estimada por Schwarzman no es descabellada si se toma como referencia otros indicadores. Así, por ejemplo, las grandes fortunas del planeta han perdido en 2008 cerca de 2 billones de dólares, según la revista Forbes. El club de selectos incluye en la actualidad a 793 personas, cuyas fortunas suman 2,4 billones de dólares mientras que el año pasado eran 1.125 los afortunados que, en total, sumaban la friolera de 4,4 billones de dólares. Es decir, casi la mitad que hace 12 meses.

Además, el valor total del conjunto de compañías que cotizan en Wall Street ha caído en 11 billones de dólares desde el pico máximo alcanzado en octubre de 2007. Así, el índice Dow Jones Wilshire 5000, que incluye casi todos los valores cotizados de EEUU, ha registrado un desplome espectacular desde el inicio de la crisis. Tan sólo en lo que va de año, el valor nominal de este índice ha perdido 2,6 billones de dólares. Casi la mitad de los títulos se negocian por debajo de 5 dólares la acción, mientras que el 37% cotizan por debajo del 3%, informa MarketWatch.

A ello, se suma igualmente el desplome que ha sufrido el S&P 500, el índice bursátil de referencia en Wall Street, que ha retrocedido hasta niveles de 1996. En concreto, acumula ya una caída próxima al 57% desde sus valores máximos. Un ritmo desconocido desde el crack del 29.

**El “peso específico” de la crisis**

Haciendo un cálculo sencillo, se puede constatar que el dinero del contribuyente aplicado por los EEUU para “socorrer” a sus bancos (“too big to fail”) alcanzó entre los años 2007 y 2009 la friolera de 8,4 billones de dólares, lo que equivale al 60% del PIB de ese país.

Si el cálculo se hace para la Unión Europea, tenemos, inicialmente 1,6 billones de euros (entre 2008 y 2010), que se transforman en 4 billones de euros (según el presidente de la Comisión Europea) para “el conjunto de medidas puestas en marcha para encarrilar la economía” (sic), lo que equivale al 33% del PIB de la Unión.

Dicho en palabras elementales (para que lo entiendan los que se “lían” con los “billones”): los bancos “demasiado grandes para caer” se han “fumado” en la primera etapa del salvataje (digo primera, porque hay una segunda -en marcha- y vaya Dios a saber cuántas más quedan por venir, hasta que saquen todos los cadáveres del armario), el equivalente al 60% de la producción total de un año en los EEUU y el equivalente al 33% de la producción de un año de todos los países miembros de la Unión Europea.

A los contribuyentes (“dalits”, “paganos” o “paganinis”) americanos les han sacado (robado) de sus bolsillos el 60% del producto (trabajo) de un año para auxiliar a los bancos causantes de la crisis. Esto, sin agregar la “exacción” indirecta (por la vía inflacionaria) de los Quantitative Easing (QE) de la Fed. El helicóptero de Bernanke.

A los contribuyentes (“dalits”, “paganos” o “paganinis”) europeos les han sacado (robado) de sus bolsillos el 33% del producto (trabajo) de un año para auxiliar a los bancos causantes de la crisis. Esto, sin agregar la “exacción” indirecta (por la vía inflacionaria) de las “barras libres” del BCE. La “ponchera” de Draghi.

¿Si esta crisis (“sistémica”, dicen los escribas mercenarios), se hubiera producido en otro sector de la economía (minero, pesquero, agrícola, manufacturero, energético, servicios no financieros, profesional…), creen ustedes que los gobiernos hubieran puesto a disposición de los “damnificados” tan ingente (y probablemente irrecuperable) cantidad de dinero? ¿Y si además (para más inri), esos “afectados”, resultaran ser los causantes (culpables) de la crisis?

¿Por qué puede (y tal vez debe) quebrar una explotación agrícola, una fábrica, un supermercado, una tienda, un bar, un restaurante, un taller mecánico, un sanatorio, un profesional… y no puede quebrar un banco? ¿En qué manual de economía están establecidos los parámetros del riesgo sistémico? ¿Cuál es el límite? ¿Y el riesgo moral?

Esto comportamiento no es capitalista, tampoco liberal. Es un falso capitalismo, un liberalismo económico asimétrico, donde se privatizan las ganancias y se socializan las pérdidas. Donde se distorsiona (altera) la selección natural. Donde se “amputa” la mano invisible del mercado. Esta es una economía de casino donde las apuestas (particulares) se “cubren” con dinero del contribuyente (público). Y ya se sabe, “el dinero público no es de nadie” (sic).

¿Cómo se puede entender la “naturaleza y causa de las riqueza de las naciones”, si se deja a cargo de la regeneración de las finanzas a los mismos que provocaron la crisis (la mayor desde 1930), si se tolera que continúen aplicando los mismos métodos (y vicios) que la originaron? El zorro cuida a las gallinas… el pirómano cuida el bosque… y el monstruo de Amstetten cuida a las mujeres y los niños… “Volved a los camarotes, todo está arreglado” (dijo el Capitán del Costa Concordia).

¿Aparte de Madoff (porque “pisó los callos” a muchos judíos ricos) y Rajaratnam (porque no era “uno de los nuestros”), quién más entró en la cárcel? En la “quebrada” Europa, ni uno. Mucha banca “en la sombra” y ningún banquero “a la sombra”.

¿Cuántos de los CEOs (los mariscales de la derrota) siguen al mando de los principales bancos, como si no hubieran tenido nada que ver con el “invento”? ¿Han devuelto algo de los premios cobrados mientras sus bancos se iban a la quiebra? ¿Han dejado de cobrar sus “bonus” multimillonarios durante el proceso de rescate con dinero público?

Resulta (por lo menos) altamente sospechoso que los bancos centrales hayan ayudado (socorrido) a los bancos (acreedores) y no lo hayan hecho con los particulares (deudores hipotecarios) para que pagaran sus deudas con los bancos. Un caso inaudito en que se ayuda al acreedor en vez de al deudor. El mundo económico al revés. “Y Smith lloró”…

Vamos a suponer que no haya habido “cohecho activo” (en el que el político o el funcionario es el que se aprovecha del delito cometido para enriquecerse), pero sin duda ha habido “cohecho pasivo” (en el que el político o funcionario deja de actuar para permitir que terceras personas hayan podido enriquecerse). “Y Montesquieu lloró”…

**Los planes de rescate aprobados en EEUU (2007-2008) comprometen un gasto de casi 10 billones de dólares, cantidad que sería suficiente para pagar el 90% de las hipotecas norteamericanas**

*“Las generaciones futuras de ciudadanos norteamericanos se preparan para pagar una factura multimillonaria debido al aumento del gasto público que ha decidido efectuar la Administración de EEUU para encarar la crisis financiera que se generó con el estallido de las hipotecas de alto riesgo (subprime) y que fue alimentada por las agencias públicas Fannie Mae y Freddie Mac”…* EEUU hipoteca diez billones en rescates (Libertad Digital - **16/2/09**)

La cantidad de fondos comprometida por el Gobierno es astronómica, según revela la agencia económica Bloomberg. En concreto, la Reserva Federal, el Departamento del Tesoro y el Fondo de Garantía de Depósitos han aprobado ya un gasto de 3 billones de dólares en los últimos dos años (2007-2008), pero han comprometido un desembolso adicional de 5,7 billones más.

Bajo este prisma se comprenden las dificultades que ha tenido el presidente de EEUU, Barack Obama, para sacar adelante su nuevo plan de estímulo económico. A diferencia de los conservadores y liberales europeos, los republicanos norteamericanos no ven con buenos ojos que el Estado hipoteque el futuro del país bajo el pretexto de la crisis. Al final, serán los ciudadanos los que, con sus trabajos y sus impuestos, financien el déficit presupuestario.

Pero la oposición a este enorme gasto público, no sólo surge de las filas del Grand Old Party. “Hemos visto el dinero saliendo por la puerta trasera de este Gobierno sin que exista ningún precedente similar en la Historia de nuestro país”, señala el senador demócrata Byron Dorgan.

“Nadie sabe dónde han ido los millones de la Reserva Federal, quién los ha recibido y para qué propósito, ¿cuándo? ¿por qué?”, se pregunta Dorgan.

El gasto comprometido, que asciende a casi dos tercios del valor de todo lo producido en EEUU en 2008, está casi totalmente destinado a rescatar al sistema financiero, un sector que ha quebrado como consecuencia de la permisividad del Gobierno y de la Reserva Federal cuando los bancos se endeudan a largo plazo y se financian a corto.

Todo ello alimentado por una política de tipos de interés que ha fomentado el dinero fácil, permitiendo que se dieran créditos sin un ahorro voluntario real que los respaldase. Más bien todo lo contrario, se penalizaba al ahorro manteniendo los tipos por debajo de la inflación.

El desglose de los fondos se compone de 1 billón de dólares en paquetes de estímulo, unos 3 billones adicionales en préstamos y 5,7 billones en ayudas directas. Según Bloomberg, “los 9,7 billones de dólares servirían para darle un cheque de 1.430 dólares a cada hombre, mujer y niño que vive en el planeta”.

Supera en 13 veces el dinero que EEUU ha destinado a las guerras de Iraq y Afganistán, de acuerdo con los datos de la oficina presupuestaria del Congreso casi alcanza para pagar todas las hipotecas de las familias norteamericanas, cuyo importe es de 10,5 billones de dólares.

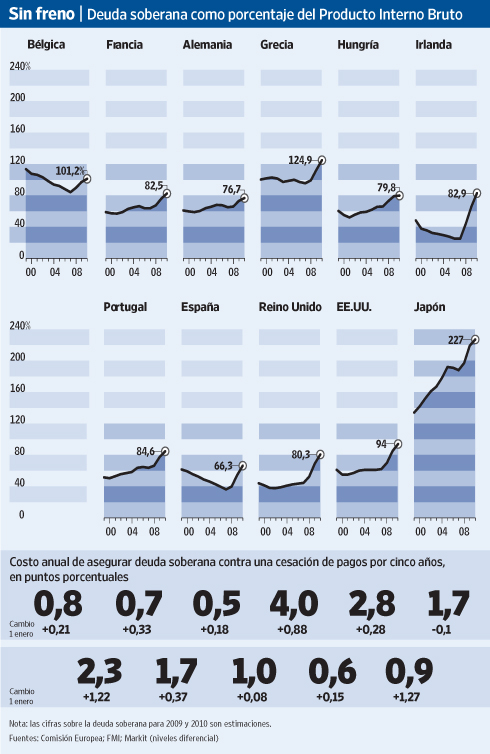
Aunque esta cantidad aumentará en los próximos meses. El flamante nuevo secretario del Tesoro, Timothy Geithner, ha anunciado ya que prepara medidas para inyectar una nueva oleada de liquidez en la banca insolvente y respaldar la deuda de las entidades financieras. Sorprende que un cargo público que no paga sus impuestos obligue a las familias de EEUU a reducir su poder adquisitivo para rescatar industrias ineficientes que han invertido un dinero que no tenían en productos sobrevalorados, ampliando la oferta por encima del equilibrio de mercado.

Todo ello acompañado de una devaluación del dólar que penalizará aún más a los ahorradores norteamericanos, ya que no se puede olvidar que los tipos de interés de la Reserva Federal están en el 0%. Asimismo, el banco central estadounidense está dispuesto a comprar bonos del Tesoro a largo plazo si la evolución de las circunstancias señala que estas operaciones pudieran resultar efectivas en la mejora de las condiciones de los mercados privados de crédito.

**Deuda soberana sin freno**

La mayor recesión de la posguerra se ha cebado con las cuentas públicas europeas. La caída de la recaudación asociada al deterioro económico, el coste de las prestaciones por el creciente desempleo y los ingentes programas de gasto para contener la caída, han llevado a una situación cercana a la emergencia en un buen número de países. Las cuentas cerradas de 2009 arrojan en la mayoría de los casos niveles récord de déficit presupuestario. Son especialmente sonados los casos de Grecia, España e Irlanda, con desfases superiores al 11% del PIB, que, entre otros factores, les han llevado al foco de los ataques de los mercados. Pero igualmente lacerante es el 12,6% que sufre Reino Unido, otrora guardián de la estabilidad. Con esas referencias, el descuadre de Francia (7,9%) parece casi una situación desahogada, pero refleja un deterioro financiero preocupante.

La Comisión Europea se ha mostrado comprensiva con lo extraordinario de la situación y ha extendido hasta 2013 el plazo máximo para regresar al umbral del 3% del PIB que marca el Plan de Estabilidad y Crecimiento. Conscientes de las consecuencias financieras asociadas a la falta de credibilidad (extremo en el que Grecia ofrece un triste ejemplo), los Gobiernos europeos se han apresurado a presentar severos programas de ajuste encaminados a volver a la ortodoxia marcada por Maastricht.



**- El traspaso de los riesgos financieros del sector privado al sector público (*R.I.P*.)**

**Fondo Monetario Internacional**

**Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe *GFSR*), Abril de 2009**

(Partes más destacadas del Informe)

*Resumen general*

**El sistema financiero mundial continúa sometido a graves tensiones a medida que la crisis se extiende a los hogares, las empresas y la banca de las economías avanzadas y de mercados emergentes. La contracción de la actividad económica ejerció nueva presión sobre los balances de los bancos en medio de la caída ininterrumpida del valor de los activos, haciendo peligrar los niveles de capitalización y desalentando aún más el crédito. Por lo tanto, la expansión crediticia se está desacelerando e incluso retrocediendo, y eso agudiza la presión sobre la actividad económica. Ya se encuentran en marcha ajustes del sector privado y programas de respaldo del sector público de magnitudes sustanciales que están contribuyendo a algunos primeros indicios de estabilización. Pero se necesitan nuevas medidas decisivas y eficaces, así como coordinación internacional, para sustentar ese avance, restablecer la confianza del público en las instituciones financieras y normalizar las condiciones de los mercados. El reto fundamental será quebrar el círculo vicioso entre el sistema financiero y la economía mundial. Ya se están realizando esfuerzos prometedores para rediseñar el sistema financiero mundial que seguramente sentarán cimientos más estables y resilientes para un crecimiento económico sostenido.**

**Para reparar el sector financiero será necesario eliminar las tensiones en los mercados de financiamiento de bancos y empresas, sanear los balances bancarios, reactivar las corrientes de capital transfronterizas (sobre todo hacia los países de mercados emergentes) y limitar los efectos colaterales involuntarios de las políticas adoptadas para luchar con la crisis. Todos estos objetivos requieren una voluntad política firme en medio de circunstancias difíciles y una promoción más activa de la cooperación internacional. Ese compromiso y esa determinación internacional frente a los retos que plantea la crisis son cada vez más notables, como pusieron de manifiesto los resultados de la cumbre del G-20 de comienzos de abril.**

Si los balances bancarios no se depuran a fondo para eliminar los activos deteriorados

y si no se procede a la reestructuración -y de ser necesario a la recapitalización-, persistirá el riesgo de que los problemas de los bancos continúen empujando la actividad económica a la baja. **Aunque depende de una serie de presunciones, nuestra estimación más fidedigna de las rebajas contables que sufrirán todos los tenedores de activos originados en Estados Unidos desde el estallido de la crisis hasta 2010 aumentó de US$ 2,2 billones en la edición de este informe actualizada en enero último a US$ 2,7 billones, principalmente porque se deterioraron los supuestos centrales sobre el crecimiento económico.** En esta edición, las estimaciones de las rebajas contables abarcan los activos originados en otros mercados maduros, y, **aunque la información en la que se basan estas suposiciones es más incierta, estimamos que las rebajas contables podrían totalizar alrededor de US$ 4 billones, con aproximadamente dos tercios de estas rebajas en el sector bancario.**

**En los últimos meses se registraron ciertas mejoras en los mercados interbancarios, pero persisten los problemas de financiamiento y los bancos tienen menos acceso al financiamiento a más largo plazo a medida que se cumplen las fechas de vencimiento.** Aunque los bancos de muchas jurisdicciones ahora pueden emitir títulos de deuda a más largo plazo con garantía estatal, el déficit de financiamiento sigue siendo profundo. Eso impide a muchas empresas obtener capital de trabajo por la vía bancaria, y algunas tienen dificultades para emitir títulos de deuda a más largo plazo a menos que las tasas sean mucho más elevadas.

**Un amplio abanico de instituciones financieras no bancarias, se encontraron presionadas durante la crisis a causa de la caída de los precios de los activos. Los fondos de pensiones sufrieron un duro golpe porque sus activos perdieron valor rápidamente y al mismo tiempo la rentabilidad inferior de los bonos públicos, que muchos utilizan para descontar sus pasivos, exacerbó la insuficiencia de financiamiento. Las empresas de seguros de vida experimentaron pérdidas por las tenencias de acciones y bonos corporativos, y algunas vieron considerablemente erosionados los excedentes de capital regulatorio. Aunque es posible que la mayoría de estas instituciones hayan gestionado el riesgo con prudencia, otras asumieron más riesgos sin tomar plena conciencia del estrés al que podrían verse sometidas.**

**La huida de los mercados externos está eclipsando el desapalancamiento generalizado y la fuerte disminución del financiamiento transfronterizo está intensificando la crisis en varios países de mercados emergentes. De hecho, la retirada de los inversionistas y los bancos extranjeros, sumada al colapso de los mercados de exportación, está comprimiendo el financiamiento en las economías de mercados emergentes y requiere urgente atención**. **Las necesidades de refinanciamiento de los mercados emergentes son grandes y estimativamente rondarán US$ 1,8 billones en 2009; se originan sobre todo en empresas e instituciones financieras**. Aunque las previsiones en este terreno se destacan por su dificultad, las estimaciones actuales muestran que los flujos de capital privado netos hacia las economías emergentes serán negativos en 2009 y que las entradas probablemente no retomarán los niveles previos a la crisis. Las economías de mercados emergentes que dependían de esos flujos ya se están debilitando, lo que realza la importancia de un apoyo oficial compensatorio.

**Pese a iniciativas oficiales sin precedentes para frenar la espiral descendente en las economías avanzadas -entre ellas un respaldo fiscal gigantesco y toda una serie de mecanismos de liquidez- se necesitarán más medidas firmes para ayudar a restablecer la confianza y desembarazar a los mercados financieros de la incertidumbre que atenta contra las perspectivas de recuperación**. **Sin embargo, el traspaso de los riesgos financieros del sector privado al sector público plantea dificultades**. Persiste la inquietud en cuanto a distorsiones involuntarias y a la posibilidad de que los costos del estímulo a corto plazo -incluidos los programas de duración indeterminada para apuntalar el sector bancario- se conjuguen con las presiones a más largo plazo generadas por el envejecimiento de la población y produzcan un fuerte aumento de la carga de la deuda pública en algunas economías avanzadas. El sesgo a favor de activos nacionales también se está haciendo más marcado, ya que las autoridades alientan a los bancos a otorgar crédito localmente y a los consumidores a mantener el gasto dentro de las fronteras.

Estos riesgos se analizan en el capítulo 1 y constituyen algunos de los problemas más espinosos que enfrenta el sector público en las cinco últimas décadas. A continuación esbozamos los elementos que, a nuestro juicio, serán críticos para quebrar el círculo vicioso entre el sector financiero y la economía real.

**Recomendaciones a plazos inmediatos**

**Aun si la adopción de las medidas necesarias fuera expeditiva y la ejecución ocurriera sin tropiezos, el proceso de desapalancamiento será lento y doloroso, y la recuperación probablemente se dilate. Se estima que, como consecuencia del desapalancamiento y la contracción económica, la expansión crediticia disminuirá en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro, e incluso pasará a terreno negativo a corto plazo, y habrán de pasar años antes de que se recupere.**

**Ante este panorama desalentador, es necesario ejecutar decisivamente las medidas ya establecidas y adoptar políticas más firmes cuando corresponda. Sin embargo, la voluntad política necesaria se está desvaneciendo debido a la desilusión del público frente a ciertos ejemplos muy publicitados de aparente abuso de los fondos de los contribuyentes. Existe un riesgo real de que los gobiernos no estén dispuestos a asignar suficientes fondos para solucionar el problema**. Además, a causa de la incertidumbre en torno a la reacción política, quizás haya menos probabilidades de que el sector privado participe en un diálogo constructivo para encontrar soluciones ordenadas a la turbulencia financiera. Por lo tanto, **la claridad, la coherencia y la fiabilidad serán elementos importantes para restablecer la confianza**.

**Las crisis del pasado demuestran que la normalización de los sistemas bancarios lleva varios años y que las recesiones suelen ser más profundas y prolongadas cuando se derivan de una crisis financiera**. **Además, cuando las políticas no son claras y no se implementan decisiva y expeditivamente, o cuando no están focalizadas en los problemas de base, la recuperación tarda aún más y los costos son incluso mayores, en términos tanto del dinero de los contribuyentes como de la actividad económica.**

En vista del alcance mundial de la crisis, la coordinación entre los países afectados puede realzar el efecto de las políticas nacionales. La coordinación y la colaboración deben aprovechar el ímpetu generado por la reciente cumbre del G-20 y revisten particular importancia en el terreno financiero, a fin de evitar que las políticas nacionales tengan repercusiones internacionales adversas. Concretamente, habrá más probabilidades de apuntalar la confianza e impedir el arbitraje regulatorio y las distorsiones competitivas si se lleva a cabo una coordinación transfronteriza que aborde los problemas del sistema bancario -entre ellos el tratamiento de los activos desvalorizados- con criterios más coherentes.

**A corto plazo, las tres prioridades mencionadas en ediciones anteriores de este informe y reconocidas explícitamente por el comunicado del G-7 de febrero de 2009 conservan su validez**: **i) asegurar el acceso del sistema bancario a la liquidez, ii) detectar y sanear los activos dañados y iii) recapitalizar las instituciones débiles pero viables y proceder rápidamente a la resolución de las instituciones no viables**. **En términos generales, la primera tarea les corresponde a los bancos centrales; las otras dos, a los supervisores y los gobiernos.** La primera ha progresado, pero las otras dos parecen estar más fragmentadas y subordinadas a las circunstancias. En anuncios recientes, las autoridades de varios países han reconocido la necesidad de lidiar con los activos problemáticos y evaluar la resiliencia de los bancos ante un nuevo empeoramiento de la economía mundial a fin de determinar las necesidades de recapitalización. Esa decisión es saludable y probablemente contribuya a despejar la incertidumbre y el escepticismo del público a medida que se vayan conociendo los detalles. A juzgar por la experiencia de crisis pasadas, las autoridades deben tomar medidas más firmes y eficaces para abordar y corregir las debilidades del sector financiero.

***Proceder expeditivamente a evaluar la viabilidad y la recapitalización de los bancos.***

**Es necesario reevaluar la viabilidad a largo plazo de las instituciones para decidir cuáles son sus necesidades de capital, basándose en una determinación realista de las pérdidassufridas hasta la fecha y las actuales posibilidades de nuevas rebajas contables.** Para ilustrar lamagnitud de las necesidades de capital totales de los sistemas bancarios occidentalespreparamos dos conjuntos de cálculos que tienen en cuenta las rebajas contables y losingresos potenciales durante 2009-10. Algunos de los supuestos utilizados son bastanteinciertos, de modo que estas necesidades de capital son sencillamente indicativas de lagravedad del problema. **El primer cálculo presume que el apalancamiento, medido como elcapital en acciones ordinarias dividido por los activos materiales, regresa a los nivelesregistrados antes de la crisis (4%). Incluso para alcanzar esos niveles se necesitaríaninyecciones de capital de unos US$ 275.000 millones en los bancos de Estados Unidos, unosUS$ 375.000 millones en los bancos de la zona del euro, unos US$ 125.000 millones en losbancos del Reino Unido, y unos US$ 100.000 millones en los bancos de las demás economíasmaduras de Europa.** **El segundo cálculo ilustrativo presume que el apalancamiento retoma losniveles de mediados de la década de 1990 (6%). Ese nivel exige inyecciones de capital másaltas, que rondan US$ 500.000 millones en Estados Unidos, US$ 725.000 millones en la zonadel euro, US$ 250.000 millones en el Reino Unido y US$ 225.000 millones en las demáseconomías maduras de Europa.**

Estos cálculos estimativos, basados en nuestros supuestos,hacen pensar que **se necesitaría capital adicional no solo para compensar pérdidas, sinotambién para lograr el índice más estricto de apalancamiento y el mayor nivel decapitalización que exigen en este momento los mercados en vista de la incertidumbre querodea las valoraciones de activos y la calidad del capital**. **Sin emitir juicios sobre la idoneidadde usar la relación capital en acciones ordinarias/activos materiales, es importante señalar queestos montos son inferiores si las acciones preferenciales se convierten en acciones ordinarias(ya que ese tipo de capital absorbe mejor las pérdidas) y si los gobiernos ofrecen a los bancosgarantías frente a futuras pérdidas causadas por algunos de los activos deteriorados de susbalances**. **En Estados Unidos, por ejemplo, el volumen de acciones preferenciales emitidas enlos últimos años es bastante grande y podría ayudar a incrementar la relación capital enacciones ordinarias/activos materiales si se efectuara esta conversión. Los gobiernos de variospaíses aceptaron asumir grandes proporciones de las pérdidas futuras producidas pordeterminados grupos de activos de algunos bancos.**

Por lo tanto, a fin de estabilizar el sistema bancario y despejar la incertidumbre, se necesitan tres elementos:

• **Participación más activa de los supervisores a la hora de determinar la viabilidad de las instituciones y las medidas correctivas pertinentes, como parte de lo cual deberían decidirse las necesidades de capital en base a las rebajas contables previstas para el bienio siguiente.**

• **Divulgación completa y transparente del daño sufrido por los balances bancarios, comprobada por los supervisores en base a criterios coherentes.**

• **Claridad por parte de los supervisores en cuanto al tipo de capital requerido -ya sea capital en acciones ordinarias o capital primario- y en cuanto a los plazos estipulados para lograr los nuevos niveles de capitalización.**

*Deben imponerse condiciones estrictas para la inyección de capital público.* Además de tener en cuenta las rebajas contables y el capital disponible, los supervisores bancarios que están evaluando la viabilidad de las instituciones también deben comprobar la solidez de sus estructuras de financiamiento, sus planes de negocios y procesos de control del riesgo, la idoneidad de las políticas de remuneración y la capacidad de la gerencia…

*La reestructuración quizá requiera un traspaso provisional de la propiedad al Estado.* La actual imposibilidad de captar financiamiento privado lleva a pensar que la crisis seprofundizó hasta tal punto que los gobiernos deben tomar medidas más ambiciosas y no dudaren inyectar fondos a cambio de acciones ordinarias, aun si eso significa tomar controlmayoritario o incluso total de las instituciones. En consecuencia, el traspaso provisional de lapropiedad al gobierno puede resultar necesario, pero únicamente con la intención dereestructurar la institución y devolverla a manos privadas lo antes posible…

*La cooperación y la congruencia transfronterizas son importantes.* La coordinación transfronteriza de los principios que fundamentan las infusiones de capital del sector público y sus condiciones es crucial para impedir el arbitraje regulatorio y las distorsiones competitivas. Pese a la dificultad de coordinar políticas en vista del clima político imperante, las autoridades podrían intentar, para mayor claridad, ofrecer comparaciones entre sus propuestas y las de otros países.

***Abordar sistemáticamente el problema de los activos desvalorizados; la disyuntiva entre gestoras de activos y garantías.***

Dadas las diferencias entre los problemas que enfrenta cada sistema bancario y el volumen de activos desvalorizados que contiene, los enfoques adoptados son diferentes. **La prioridad máxima es formular una solución adecuada, asegurarse de contar con financiamiento suficiente y ejecutarla con claridad. Sin embargo, por esa multiplicidad de enfoques, resulta fundamental coordinar entre los países los principios de base utilizados para valorar los activos y decidir el porcentaje de pérdida que deberá soportar el sector público**…

**Asimismo, como la valoración de los activos continúa siendo un importante foco de incertidumbre, los gobiernos deben establecer metodologías para la valoración realista de los instrumentos de crédito titulizados ilíquidos que se proponen respaldar**. Cuando los activos no se negocian con regularidad y los precios de mercado se encuentran a niveles de liquidación, la valoración debe basarse en las condiciones económicas previstas a fin de determinar el valor actual neto de los ingresos futuros…

***Suministrar liquidez adecuada para acompañar la reestructuración bancaria.***

**Los mercados de financiamiento bancario continúan sumamente tensos, y no se recuperarán hasta que no se reduzca el riesgo de contraparte y hasta que los bancos y los proveedores mayoristas de liquidez no tengan más seguridad en cuanto al destino que recibirán sus fondos**. Muchos gobiernos instituyeron medidas para proteger a los depositantes y garantizaron distintas formas de deuda bancaria, pero escasean los fondos a más largo plazo sin ese respaldo estatal. Aun así, el déficit de financiamiento mayorista sigue siendo agudo y se podría armonizar mejor la estructura de los regímenes nacionales para aportar más claridad y evitar roces. **Por lo tanto, en el futuro próximo, los bancos centrales deberán seguir suministrando abundante liquidez a corto plazo a los bancos y los gobiernos deberán garantizar los pasivos. Sin embargo, no es demasiado pronto para pensar en las estrategias de salida, que de todos modos habrá que poner en práctica paulatinamente; el objetivo debe ser ajustar poco a poco los precios de los mecanismos estatales y restringir las condiciones de uso para incentivar a los bancos a regresar a los mercados privados.**

\* \* \*

Además de las tres prioridades para los sectores bancarios de las economías avanzadas, otras medidas inmediatas deben abordar la propagación de la crisis a los mercados emergentes y el riesgo de proteccionismo financiero.

***Asegurar que las economías de mercados emergentes estén debidamente protegidas frente al desapalancamiento y la aversión al riesgo de los inversionistas de las economías avanzadas.***

**Los problemas de los sectores bancarios de las economías avanzadas y de la contracción mundial están golpeando duramente a los países de mercados emergentes.** Para los próximos años proyectamos una salida anual de las inversiones de cartera transfronterizas equivalente a alrededor de 1% del PIB de los mercados emergentes. A partir de supuestos razonables, los flujos de capital privado hacia los mercados emergentes podrían registrar salidas netas en 2009, con escasas posibilidades de recuperación en 2010 y 2011.

**Al igual que en las economías avanzadas, los bancos centrales de las economías emergentes deberán cerciorarse de que existe suficiente liquidez en el sistema bancario. Sin embargo, en muchos casos el financiamiento no proviene principalmente del mercado interbancario nacional y en los últimos años se originó en gran medida en fuentes externas. Por lo tanto, es posible que los bancos centrales tengan que proporcionar divisas a través de canjes o de ventas directas**…

**El riesgo de refinanciamiento de la deuda externa de los mercados emergentes está enormemente concentrado en el sector empresarial. Posiblemente se justifique un respaldo público directo de la deuda empresarial**…

**Dentro de Europa, la fuerte dependencia transfronteriza exige la colaboración de las autoridades de las economías avanzadas y emergentes para encontrar soluciones mutuamente beneficiosas**… **Es necesario actuar para despejar las inquietudes en cuanto al refinanciamiento de las deudas y al financiamiento externo ininterrumpido de los déficits en cuenta corriente de las economías emergentes de Europa. También se necesitan medidas conjuntas para abordar los problemas de los sistemas bancarios -coordinar las pruebas de estrés de matrices y subsidiarias, promover la cooperación entre economías de origen y economías anfitrionas, y afinar el intercambio de datos- y prepararse para lidiar con la tensión generada por el servicio de la deuda de los hogares y las empresas**…

***Coordinar políticas para evitar perjudicar a los países vecinos.***

*La presión para apuntalar el crédito interno puede conducir al proteccionismo financiero.* Cuando los países actúan unilateralmente para respaldar su sistema financieropueden causar repercusiones negativas en otros países. En varios casos las autoridadesdecidieron que los bancos que reciben ayuda deben mantener (o, preferentemente, expandir)el crédito interno. Eso puede desplazar el crédito al exterior si los bancos se encuentranconstantemente presionados para desapalancar los balances generales, vender operaciones enel extranjero e intentar deshacerse de los activos más riesgosos, con consecuenciasperjudiciales para los países de mercados emergentes y, por ende, para la economía mundial…

**Congruencia y afianzamiento de la política macroeconómica**

**Para cimentar una reactivación económica sostenible es fundamental estabilizar el sistema financiero mundial**… Las políticas del sector financiero serán más eficaces si están apuntaladas por políticas fiscales y monetarias acertadas.

***Promover políticas fiscales y financieras que se refuercen mutuamente.***

**Es necesario reactivar el crecimiento del crédito para sustentar la actividad económica. Un estímulo fiscal que fortalezca la actividad y ponga freno al deterioro del valor de los activos seguramente mejorará la solvencia de los prestatarios y la garantía de los préstamos, y, conjugado con políticas monetarias encaminadas a sanear los balances bancarios, promoverá el otorgamiento saludable de préstamos**. Además, el capital generador destinado a asociaciones público-privadas dedicadas a proyectos de infraestructura podría estimular la demanda de crédito.

**Para los países con margen de maniobra en este terreno, el estímulo fiscal será recibido de manera positiva por los mercados y podría contribuir a restablecer la confianza general. Sin embargo, los mercados quizá no sean tan benévolos con los gobiernos que ya acusan grandes déficits o cuya formulación de políticas es defectuosa.** Los mercados ya están inquietos por el costo fiscal que podría llegar a representar la ayuda pública proporcionada explícita o implícitamente al sistema bancario, sobre todo si el sistema financiero es grande en comparación con la economía nacional. Aunque la situación registró ciertas mejoras últimamente, el alza del rendimiento de los bonos públicos, el aumento de los diferenciales de los *swaps* de garantía crediticia y el debilitamiento de las monedas son manifestaciones de esa preocupación. Las autoridades deben reducir los riesgos de refinanciamiento extendiendo la estructura de vencimientos de la deuda pública en la medida en que lo permita la demanda de los inversionistas.

**Está claro que en este momento se necesitan políticas de estímulo, pero hay que prestar cuidadosa atención al grado de sostenibilidad fiscal y a las implicaciones para las necesidades de financiamiento del gobierno, sobre todo teniendo en cuenta los riesgos contingentes para los balances de los gobiernos.** Si un programa de estímulo parece contravenir las metas fiscales, debe ir acompañado de marcos fiscales a mediano plazo creíbles destinados a reducir el déficit y el nivel de deuda2. De lo contrario, los gobiernos podrían arriesgarse a una pérdida de confianza en su solvencia.

***Usar políticas poco convencionales en el banco central para reabrir los mercados de crédito y financiamiento, de ser necesario.***

**Varios países recortaron rápidamente la tasa nominal de política monetaria como primera línea de defensa contra la recesión, y algunos se acercan -o ya han llegado- a una tasa próxima a cero; por otra parte, los diferenciales de las tasas de préstamo a consumidores y empresas siguen siendo elevados. Algunos bancos centrales recurrieron a políticas poco convencionales para reabrir los mercados de crédito y financiamiento, y quizá deban plantearse otras. Por el momento resulta difícil medir la eficacia de otras herramientas, pero está claro que son cada vez más comunes las medidas encaminadas a ampliar y alterar la composición de los balances de los bancos centrales. Por esta razón habría que reflexionar más sobre las estrategias de salida para cuando mejoren las condiciones. Posiblemente, los gobiernos deban dar seguridad tanto sobre la integridad del balance del banco central como de la independencia global de la institución**…

**Condiciones para fortalecer el sistema financiero mundial**

**La prioridad inmediata para las autoridades es hacer frente a la crisis actual. Al mismo tiempo, continúa avanzando el fortalecimiento del sistema financiero a más largo plazo. Un sentido claro de la dirección de la política financiera a más largo plazo no solo puede producir un sistema financiero más resiliente y eficiente al término de la crisis, sino también contribuir a eliminar la incertidumbre y reforzar la confianza del mercado a corto plazo**. Aunque muchas de las propuestas formuladas a continuación pueden parecer conceptuales, sus implicaciones son reales. Llevarlas satisfactoriamente a la práctica requerirá cambios significativos de las estructuras y los recursos, y al mismo tiempo será esencial la coherencia internacional.

**No hay demasiada duda de que la crisis alterará extensamente la forma y el funcionamiento de los mercados financieros, ni de que el sistema financiero se caracterizará por un apalancamiento menos pronunciado, menores desfases de financiamiento, menos riesgo de contraparte y mayor transparencia y sencillez de los instrumentos financieros**. Al sector privado le toca la responsabilidad central de contribuir a estas nuevas condiciones mejorando el control del riesgo; por ejemplo, a través de la atención a las políticas de gobernabilidad y remuneración.

**Dado que ni la disciplina del mercado ni la supervisión pública bastaron para evaluar y contener debidamente la acumulación de riesgos sistémicos, la mejora de la regulación y la supervisión financiera son elementos clave para la prevención de crisis. El énfasis debe estar en la manera de detectar y mitigar los riesgos sistémicos mediante una regulación mejor.**

**Si bien los intentos por eliminar el riesgo sistémico en su totalidad no solo serían imposibles sino que también frenarían el crecimiento económico y coartarían la creatividad y la innovación, la crisis actual demuestra la necesidad de hacer más hincapié en una supervisión y una regulación con focalización sistémica. A la vez, el afianzamiento del marco macroprudencial para la política monetaria también contribuiría a mitigar los riesgos sistémicos**. Aunque deberíamos aspirar a una regulación que incentive a las instituciones privadas, siempre que sea posible, para que actúen de una manera que promueva la estabilidad financiera, debemos reconocer que la estabilidad sistémica constituye un bien común que las instituciones privadas no reconocerán en su justo valor, y que la regulación deberá obligar a las empresas sistémicamente importantes a internalizar mejor los costos sociales globales de la inestabilidad. **Para eso, la estabilidad financiera deberá formar parte del cometido de los bancos centrales, los reguladores y los supervisores. Habrá que instituir un marco claro para evaluar y abordar los riesgos sistémicos, delineando claramente quién es el principal regulador sistémico.**

**Para poder mitigar los riesgos sistémicos, habrá que definirlos y medirlos mejor**…

**En cuanto a la reforma regulatoria, hay cinco ámbitos que nos parecen prioritarios: ampliar el perímetro de la regulación para abarcar instituciones y actividades de importancia sistémica, prevenir un apalancamiento excesivo y reducir la prociclicidad, corregir las deficiencias de la información y la disciplina de los mercados, mejorar la regulación transfronteriza y transfuncional, y afianzar la gestión de la liquidez sistémica**. Las lecciones más importantes se resumen a continuación.

***Definir las instituciones de importancia sistémica y el perímetro de regulación prudencial.***

**Para poder captar mejor los riesgos sistémicos, la regulación debe abarcar un espectro más amplio de instituciones y mercados. Aunque indudablemente no es necesario regular todas las instituciones financieras, la supervisión prudencial deberá incluir algunas instituciones que antes omitía (por ejemplo, los bancos de inversión). Además, ciertas actividades (como los derivados y los seguros de crédito) tendrán que estar supervisadas y reguladas, más allá del tipo de estructura jurídica que asuman.**

Quizá lo mejor sea **un sistema dividido en dos perímetros. Dentro del perímetro más amplio habría que proporcionar información que los supervisores utilizarían para determinar qué instituciones son sistémicamente importantes. Dentro del perímetro más estrecho -pero aun así más amplio que en la actualidad- se llevaría a cabo una regulación y una supervisión prudenciales más intensas de todas las instituciones de importancia sistémica.** Aunque esos análisis serían más estrictos, se mantendrían bajo supervisión otras instituciones que participan en el sistema de pagos o el sistema bancario, o con el fin de proteger a consumidores o inversionistas…

***Evitar un apalancamiento excesivo y limitar la prociclicidad.***

**Se necesita un nuevo enfoque regulatorio para impedir la acumulación de riesgos sistémicos y el consiguiente y doloroso proceso de desapalancamiento**… Por una parte, la regulación debe intentar alentar a las instituciones financieras a tomar decisiones sólidas basadas en el riesgo; por la otra, desalentar el riesgo a nivel de la economía mundial no sería beneficioso. La regulación debe crear incentivos que refuercen la estabilidad sistémica y, al mismo tiempo, desalentar el arbitraje regulatorio y el cortoplacismo. Pero la adopción de normas más estrictas debe tener lugar paulatinamente, para evitar exacerbar la situación actual.

**La regulación del capital y las normas contables deben incluir incentivos y pautas que permitan establecer reservas de capital adicionales durante las expansiones, cuando suele subestimarse la acumulación de riesgos**. De esa manera los riesgos quedarían mejor reflejados a lo largo del ciclo económico y, por ende, conducirían a niveles de capitalización y provisiones suficientes para poder absorber pérdidas durante las contracciones. Idealmente, estas exigencias de capitalización anticíclicas no serían discrecionales, sino que funcionarían como estabilizadores automáticos y estarían integradas a la regulación. Eso no impediría a los supervisores tomar medidas suplementarias de ser necesario. Un límite máximo de apalancamiento basado en un indicador sencillo podría ser una restricción complementaria útil y producir cálculos más fidedignos de la capitalización ponderada según el riesgo.

**Deben afianzarse las reglas contables y las prácticas de valoración para dejar reflejada la mayor variedad de información que existe sobre la evolución de los riesgos a lo largo del ciclo económico**. Los órganos normativos contables y las autoridades prudenciales deben colaborar para hacer realidad esos objetivos, poniendo particular énfasis en permitir provisiones más generosas para pérdidas por préstamos durante los períodos de rápida expansión del crédito, evaluar métodos de valoración de reservas o ajustes cuando la valoración de los activos de la cartera de operaciones es sumamente incierta, y plantearse otras maneras de neutralizar la dinámica negativa a la que puede dar lugar la contabilización según el valor razonable.

**También es necesario reducir la prociclicidad del riesgo de liquidez mejorando las reservas y controlando el riesgo de financiamiento. Durante las expansiones se debe prestar más atención a las estructuras de vencimiento y a la fiabilidad de las fuentes de financiamiento que pueden resultar vulnerables durante una contracción.**

***Corregir las deficiencias de información y disciplina del mercado.***

**Es importante corregir las deficiencias de información que la crisis ha puesto al descubierto. En muchos casos la información necesaria para detectar los riesgos sistémicos no se recopila o no se analiza en función de esos riesgos; eso ocurre particularmente con los datos que permitirían examinar los vínculos sistémicos, ya que se requiere información sobre las exposiciones entre una institución y otra**…

**También es necesario contar con información más fidedigna sobre las exposiciones fuera del balance, los productos estructurados complejos, los derivados, el apalancamiento y las exposiciones transfronterizas y frente a contrapartes, complementando los indicadores utilizados en los marcos de alerta anticipada**. En las instituciones financieras sistémicamente importantes deben afinarse elementos de las prácticas de divulgación, como las metodologías de valoración y las prácticas de control del riesgo, los indicadores de solidez financiera y las evaluaciones del riesgo sistémico que llevan a cabo las autoridades... Además, la publicación más extensa de información fiable ayudará a los inversionistas a efectuar las tareas de diligencia debida, cuya deficiencia fue uno de los factores que contribuyó decisivamente a la crisis actual.

***Fortalecer la regulación transfronteriza y transfuncional.***

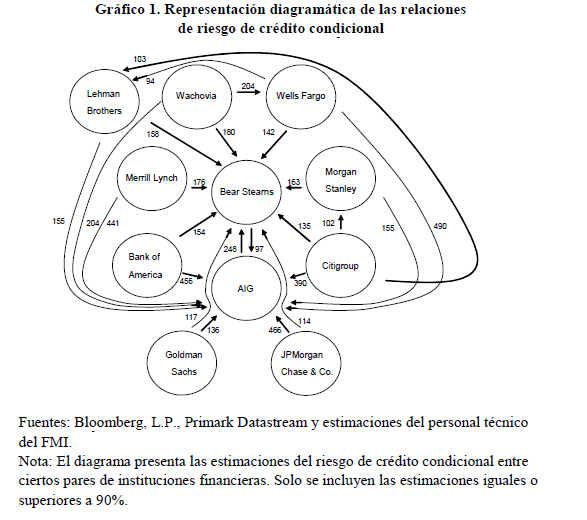
**El afianzamiento de la regulación transfronteriza y transfuncional exigirá una mejora de las condiciones institucionales y jurídicas. Es necesario avanzar en la eliminación de diferencias innecesarias e impedimentos a la supervisión de empresas de importancia mundial y regional, a través de medidas correctivas anticipadas armonizadas, marcos jurídicos de resolución bancaria y prácticas de supervisión de empresas transfronterizas**…

***Mejorar la gestión de la liquidez sistémica.***

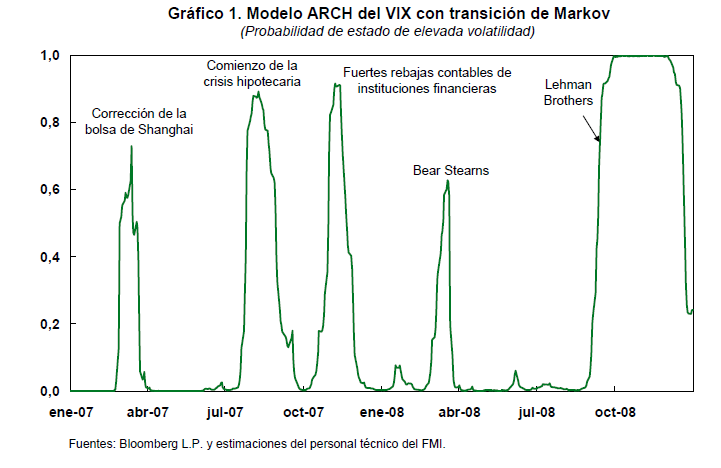
**Desde el punto de vista de la gestión de la liquidez sistémica, los bancos centrales pueden extraer algunas lecciones de la crisis en términos de la flexibilidad de sus marcos operacionales, la infraestructura que sustenta los mercados de dinero más importantes y la necesidad de contar con mejores mecanismos para suministrar liquidez transfronteriza.**

**Otra forma de limitar las vinculaciones sistémicas y los riesgos de estrés en múltiples instituciones son cámaras de compensación que mitiguen el riesgo de contraparte saldando las operaciones en valores netos y que funcionen como contraparte de cada operación**. Los intentos recientes de implementar este tipo de solución en el mercado de *swaps* de garantía crediticia constituyen un avance alentador. Sin embargo, si se permitiera la participación de un gran número de instituciones, se correría el riesgo de diluir la mitigación tan necesaria del riesgo de contraparte, ya que se fragmentarían los volúmenes y se reducirían las oportunidades de saldar la operatoria en neto. La competencia podría traducirse en recortes de costos posiblemente perjudiciales para los sistemas de control del riesgo. Por ende, si se acepta el funcionamiento de múltiples cámaras de compensación, habría que someterlas a una supervisión estricta, utilizando normas internacionalmente aceptadas, para hacer posible la compensación y la liquidación transfronteriza en varias monedas…

El gráfico 1 muestra el aumento porcentual del riesgo de crédito condicional, medido como el aumento de los diferenciales de los swaps de cobertura por incumplimiento crediticio que registra una institución “receptora” cuando la institución “originante” (de donde parte la flecha) se encuentra en el percentil 95 de la distribución de los diferenciales de sus propios swaps de garantía crediticia. El gráfico muestra cómo percibía el mercado el aumento del “riesgo de cola” generado por una institución respecto de otras en marzo de 2008, antes de que JPMorgan absorbiera Bear Stearns.



Para aprehender en todas sus dimensiones el estrés sistémico, se examinaron las variables representativas de las “condiciones de mercado” -como por ejemplo las que miden la propensión de los inversionistas al riesgo-, que influyen en los riesgos para las instituciones financieras (y los reflejan). La capacidad de señalización de esos examinadores se evaluó observando en qué momento pasaban de un estado de volatilidad bajo a un nivel medio y luego elevado, siendo este último indicativo de una crisis sistémica. Varios indicadores llevan a pensar que la decisión de permitir que Lehman Brothers se desplomara el 15 de septiembre de 2008 agravó lo que parecía ser una crisis financiera sistémica mundial ya en proceso de gestación. Por ejemplo, el gráfico 1 presenta los diversos estados derivados del índice de volatilidad implícita de contratos de opciones del S&P 500 (VIX).



Las distintas técnicas utilizadas en este capítulo clasifican claramente como sistémicos los sucesos de estrés agudo, como los vinculados a la fusión asistida de Bear Stearns y JPMorgan y la quiebra de Lehman Brothers. Ya en febrero de 2007 algunos indicadores mostraban presiones sistémicas crecientes. Sin embargo, la advertencia sobre el estrés sistémico generada por los datos de mercado fue relativamente breve.

En suma, las implicaciones de este análisis para la política económica son las siguientes:

• Aunque es difícil predecir sucesos sistémicos y aunque quizá se manifiesten simultáneamente solo en ciertos casos, las autoridades deben observar una amplia variedad de indicadores de mercado sintonizados para captar el riesgo sistémico y combinarlos con información más exhaustiva proporcionada por las instituciones financieras.

• Se necesita más información pública sobre datos clave, sobre todo las exposiciones a derivados fuera del balance y los indicadores de liquidez del mercado.

• Debido a la dificultad de predecir sucesos sistémicos, las autoridades deben elaborar planes exhaustivos susceptibles de rápida ejecución. Tener listo un plan antes del estallido de una crisis puede ayudar a despejar la incertidumbre, a menudo un factor crítico en la transición de una crisis financiera “contenida” a un episodio sistémico la agudización del riesgo sistémico…

**- Examen forense de la bancarrota: (Año 2010) el “testamento en vida” de la crisis**

**Así habla Agamenón (pero no lo escucha ni su porquero)**

*“En una serie de apariciones en los últimos meses, el ex presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos ha fustigado los conflictos de interés de los mayores bancos estadounidenses, criticado a la propia Fed por casi extralimitarse en sus facultades y ridiculizado la innovación financiera. Volcker, por ejemplo, dijo en una conferencia del año pasado que la innovación financiera más importante que ha visto en los últimos 20 años es el cajero automático”...* El ex presidente de la Fed Paul Volcker está hablando pero, ¿hay alguien que lo escuche? (The Wall Street Journal - **18/1/10**)

El 14 de enero de 2010 volvió a la carga al señalar, en un discurso pronunciado en Nueva York, que los bancos que combinan el corretaje de valores de alto riesgo con la concesión de crédito afrontan “conflictos de interés inmanejables” y deberían ser divididos. Una medida de esta naturaleza desembocaría en el desmantelamiento de gigantes de la talla de J.P. Morgan Chase & Co., Citigroup y Bank of America Corp.

Unas horas antes, el presidente Barack Obama había anunciado una iniciativa menos severa: el cobro de un impuesto especial a las mayores entidades financieras del país.

Ambos discursos subrayan la difícil posición de Volcker. Tras haber sido considerado como uno de los principales defensores del actual mandatario durante la campaña presidencial, su influencia en la Casa Blanca parece haber disminuido. Y aunque su figura es casi reverenciada entre los críticos de Wall Street, tanto de izquierda como de derecha, las posturas que defiende con mayor convicción no han tenido una gran acogida entre las autoridades.

“Es claro que el gobierno no comparte las ideas que Volcker postula en estos momentos”, señala Douglas Elliott, de Brookings Institution, un centro de estudios de Washington. Si se toma en cuenta la dificultad de separar las operaciones de crédito de los bancos de sus brazos de corretaje, “en esto le doy la razón al gobierno”, dice Elliott. “La verdad es que el presidente concuerda con Volcker acerca de la reforma financiera más del 90% de las veces”, señala Jennifer Psaki, vocera de la Casa Blanca.

¿Acaso Lawrence Summers, el veleidoso director del Consejo Nacional Económico de la Casa Blanca y uno de los principales asesores de Obama en materia financiera, devuelve las llamadas de Volcker?

Psaki manifestó que Summers y Volcker hablan a menudo, incluso durante la semana de Navidad, cuando se reunieron en la Casa Blanca durante dos horas.

Volcker, quien cuando estuvo a la cabeza de la Fed ayudó a derrotar la inflación de los años 70 y, de paso, disparar la crisis de la deuda externa de América Latina de inicios de los años 80, fue durante un tiempo un solitario crítico de la liberalización que contribuyó a desatar la reciente crisis. Hace dos años, cuando la firma de valores Bear Stearns Cos. estaba al borde del colapso, Volcker asesoró secretamente a Timothy Geithner, quien entonces presidía la Reserva Federal de Nueva York. Su recomendación partía de la fusión de emergencia con J.P. Morgan Chase, que ayudó a impedir una calamidad financiera.

Poco después de asumir la presidencia, Obama le pidió a Volcker que encabezara la Junta de Asesoría de Recuperación Económica del Presidente, cuyo objetivo era diseñar la respuesta del nuevo gobierno a la crisis financiera.

A pesar de la presencia de algunos pesos pesados, como el presidente del conglomerado industrial y financiero General Electric Co., Jeffrey Immelt, se trata de un organismo exclusivamente deliberante, no de un regulador ni de una oficina de la Casa Blanca.

Las diferencias ideológicas y luchas de poder de Washington quedaron en evidencia en el discurso de Volcker. Dados “los diferentes intereses nacionales y privados en juego, además de las prioridades legislativas en competencia” es difícil alcanzar un consenso sobre la reforma del sector financiero, reconoció. En otro tema -quién debe presidir un nuevo consejo de reguladores financieros-, estuvo en desacuerdo. Volcker sostiene que el cargo debe recaer en alguien de la Fed, no del Departamento del Tesoro. Tanto el gobierno de Obama como Volcker son partidarios de que la Fed tenga mayores facultades para supervisar los bancos.

De todas maneras, la principal reforma que postula Volcker ha empezado a ganar terreno. En diciembre de 2009, los senadores María Cantwell y John McCain presentaron un proyecto de ley que separa a los bancos comerciales de los bancos de inversión, en esencia un regreso a la ley Glass-Steagall que mantuvo esa separación durante décadas. Volcker ayudó a darle forma al proyecto de ley, dijo una fuente cercana. La iniciativa, no obstante, tiene un largo y tortuoso camino por delante si se considera el lobby de los bancos y la apretada agenda legislativa, dicen algunos observadores.

Volcker, en todo caso, insiste en que las líneas de comunicación entre el consejo asesor que lidera y el presidente siguen abiertas. “Esta fue su idea”, resalta. “Nos escucha y eso es todo”.

**“Un sistema en el que se socializan las pérdidas y se privatizan las ganancias”, no es el capitalismo (en palabras de un Premio Nobel)**

*“A los principales bancos comerciales debería prohibírseles enfrascarse en transacciones de valores usando capital propio o realizar actividad de inversión privada como parte de medidas más amplias para reestructurar la regulación del sector financiero, dijo el martes el ex titular de la Reserva Federal Paul Volcker ante un panel de senadores”...* Paul Volcker pide al Senado de EEUU que se limite el tamaño de los bancos (The Wall Street Journal - **2/2/10**)

Volcker formuló sus declaraciones durante una audiencia en el Comité de Banca del Senado, el cual está considerado una propuesta respaldada por el antiguo titular del banco central que ha recibido el endoso del presidente de Estados Unidos, Barack Obama.

“Lo que podemos hacer, lo que deberíamos hacer, es reconocer que limitar los intereses en la inversión de capital propio de los bancos comerciales es en el interés de la competencia abierta y justa, así como de la protección de la provisión de servicios financieros esenciales”, afirmó Volcker en comentarios preparados con antelación.

Un alto funcionario del Tesoro dijo a los legisladores que el Gobierno ha llegado a la conclusión de que se necesitan medidas más severas para limitar los excesos en las firmas financieras.

“Deberíamos imponer límites a las negociaciones de valores con capital propio por parte de los bancos y los holding bancarios, así como restricciones a la propiedad o auspicio de fondos de cobertura o fondos de capital privado de inversión”, dijo en su declaración inicial Neal Wolin, subsecretario del Tesoro.

La llamada Regla de Volcker prohibiría que los bancos comerciales grandes sean propietarios de brazos de inversión de capital privado o fondos de cobertura, y limitaría su capacidad para enfrascarse en transacciones de valores propios en busca de mayores rendimientos sobre las inversiones.

Volcker dijo a los legisladores que cuando un banco es de hecho un cliente al negociar su propia cuenta, “inevitablemente se encontrarán a sí mismos consciente o inadvertidamente, actuando en fines cruzados para los intereses de cliente comercial no relacionado de un banco”.

El plan necesitaría ser implementado como parte de un esfuerzo más amplio para regular el sector, dijo Volcker, y sería implementado de mejor manera con la cooperación internacional.

Volcker ha estado promocionando el plan desde hace meses (finales 2009 y principios 2010), pero hasta hace poco no había conseguido el apoyo de los líderes del Congreso o la Casa Blanca. La idea de Volcker no formó parte del plan inicial de un cambio en las regulaciones presentado inicialmente por el titular del Tesoro, Timothy Geithner, ni incluido en el plan de reestructuración aprobado el año pasado por la Cámara de Representantes.

El plan de la Cámara baja incluyó un amplio mandato para que las autoridades reguladoras federales tomen medidas para limitar las actividades de las firmas consideradas sistémicamente riesgosas, pero no especificaron su naturaleza y ni las circunstancias bajo las cuales podrían aplicarse.

El titular del Comité de Banca del Senado, Christopher Dodd, demócrata por Connecticut, no incluyó la idea en una propuesta que introdujo el año 2009. El plan no logró el apoyo de la mayoría de los miembros del panel y continúan las negociaciones entre los republicanos y demócratas para lograr un compromiso.

**Volcker y las “prácticas de riesgo”: “los bancos deben ser, libres para operar, innovar, invertir... y** **quebrar”.**

*“Demagógica para unos, necesaria para otros, inevitable para la mayoría, la mayor reforma del sistema financiero norteamericano desde la Gran Depresión echó ayer a andar con la comparecencia en el Senado del Paul Volcker, antecesor de Greenspan en la Fed (antes de Greenspan ya existía la Fed) y ahora asesor de Obama y autor de la norma que va a instrumentar dicha reforma”…* Volcker: “Los bancos no debe ser hedge funds” (El Economista - **3/2/10**)

Volcker hizo una ardiente defensa de su norma que se resume en una frase contundente: “Los bancos no deben ser hedge funds”. Es decir, la red de seguridad que el Gobierno ofrece a los bancos a través del Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC) y de los rescates de emergencia de 2008, no debe amparar las actividades de alto riesgo que han provocado la crisis. Es decir, esta protección “debe aplicarse a los depositantes, no a los especuladores”.

De ahí que la primera regla de esta reforma sea que los bancos no pueden poseer ni operar hedge funds. Ojo, Volcker insistió en que no pretende prohibir estos vehículos, como tampoco el capital riesgo; lo que no quiere es que ni ellos ni los bancos que actúan como ellos operen con una red pagada con dinero público. “Estos vehículos son, y deben ser, libres para operar, innovar, invertir... y quebrar”.

De lo que se trata, según sus palabras, es de imponer los métodos para minimizar estas quiebras en “las fábricas básicas de los mercados financieros”. “La necesidad esencial es protegernos contra el exceso de apalancamiento, e insistir en los niveles de capital y liquidez adecuados”. Ahí puso el dedo en la llaga, porque el aumento de esos requisitos es lo que está discutiendo el Comité de Basilea.

El líder de los demócratas en el Comité Bancario del Senado, Chris Dodd, añadió que no se debe permitir a los bancos obtener grandes beneficios de actividades especulativas mientras que las pérdidas son asumidas por los contribuyentes.

En opinión de Volcker, sólo hay cuatro o cinco bancos en EEUU que operan el proprietary trading (operativa por cuenta propia en los mercados) que su norma prohíbe. Claro que esos cuatro o cinco son Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Goldman Sachs y Morgan Stanley. Así que estamos hablando de un torpedo en la línea de flotación de Wall Street.

Obama y Volcker van a tener difícil sacar adelante su ley tras perder la mayoría en el Senado, ya que los republicanos se oponen frontalmente a ella y van a tratar de minimizar las limitaciones a la operativa de los bancos en los mercados. Se impone una negociación que promete ser dura y probablemente larga en el tiempo.

**Entre la regla Volcker y la tasa Obama: los bancos se “preparan” para lo peor**

*“Dependiendo del punto de vista de cada uno, Paul Volcker y Barack Obama pueden haber sumido al mundo en el caos o dado un renovado vigor a la causa de la regulación bancaria global. Pero una cosa está clara: las dos iniciativas estadounidenses para reducir el riesgo de los bancos y gravarlos en relación a su tamaño -la regla Volcker y la tasa Obama, como se las ha denominado- han atraído la atención de banqueros y reguladores de todo el mundo”...* Los bancos reconocen que la reforma es inevitable (Expansión - Financial Times - **4/2/10**)

En enero de 2010 EEUU dejó claro por primera vez que quería imponer una tasa del 0,15% sobre los balances bancarios superiores a 50.000 millones de dólares (35.818 millones de euros). Después dijo que los bancos deberían abandonar lo que consideraba prácticas de riesgo -la inversión en hedge fund y capital riesgo y el comercio con capital propio, las típicas operaciones de los fondos bancarios para obtener beneficios rápidos-.

En el segundo caso, las autoridades estadounidenses dijeron que los bancos no podrían crecer más allá de su actual cuota de mercado.

Detrás de ambas iniciativas está una ofensiva contra las entidades consideradas “demasiado grandes para permitir su quiebra” -un área que los reguladores admiten que no había sido abordada por las autoridades supervisoras internacionales, como el Consejo de Estabilidad Financiera y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, hasta la intervención política estadounidense-.

Reguladores, políticos y banqueros están discutiendo al menos cuatro ideas: la prolongación de las actuales iniciativas reguladoras; la introducción de proyectos de capital contingente; una nueva formulación de las reglas sobre los distintos instrumentos de capital, como los bonos bancarios; y la plena adopción de los países del G-20 de alguna variante de la tasa Obama.

Muchos banqueros, como Frédéric Oudéa, director general de Société Générale, que la semana pasada se lamentó de la politización de la regulación, exponen que bastaría con la primera de esas ideas.

Según ellos, la ofensiva del comité de Basilea para imponer requisitos de capital adicionales sobre las actividades de mayor riesgo de los bancos -como las operaciones con capital propio, o la negociación de los bancos por cuenta propia- hace innecesarias las prohibiciones específicas.

Pero la opinión consensuada es que los bancos tendrán que aceptar concesiones más radicales. Varios reguladores, incluido el comité de Basilea, están analizando las ventajas de un régimen de capital contingente, que haría que los tenedores de bonos se arriesguen a que sus títulos se conviertan en capital si la solidez del banco cae por debajo de un nivel predeterminado.

Los denominados instrumentos convertibles contingentes, o CoCo, están en una fase inicial, pero Lloyds Banking Group emitió a finales del año pasado 9.000 millones de libras (10.299 millones de euros) de estos productos, una operación que, en opinión de los reguladores, podría sentar un atractivo precedente para otros bancos.

Sin embargo, son las propuestas estadounidenses de los últimos tiempos las que han generado un verdadero debate, polarizando los puntos de vista tanto dentro como fuera del país. Los reguladores asiáticos se han mantenido al margen de la discusión, pero los europeos han criticado aspectos de las medidas de la Administración estadounidense para reducir lo que considera actividades de riesgo -la negociación con capital propio, los hedge fund y el capital riesgo-.

“La situación es completamente distinta aquí, y el sistema que estaba en vigor entonces no dio mal resultado y no necesita revisión alguna”, comentó una autoridad francesa. Pierre de Lauzun, subdirector general de la Federación Bancaria Francesa, explicó a Financial Times: “El contenido del plan Obama no es convincente, ya que su imposición sería difícil y no supondrá un gran cambio. En Francia preferimos seguir adelante con el proceso de Basilea”.

Los gobiernos, francés y alemán, se oponen por lo general a cualquier medida que divida sus grandes bancos internacionales, exponiendo que sobrevivieron a la crisis relativamente intactos y que su separación, podría generar inestabilidad en lugar de dar mayor seguridad al sistema.

Los europeos se muestran más divididos en relación a la fiscalización de los bancos para pagar futuros rescate financieros. Algunos, como Juergen Stark del Banco Central Europeo, expresan su temor por el “riesgo moral” que supondría la creación de un fondo -ya sea mediante el dinero de los contribuyentes, o vía una tasa bancaria-, ya que reduciría el miedo a una quiebra.

Pero el número de partidarios del establecimiento de un impuesto global parece mayor. A finales de enero (2010), dos importantes banqueros -Bob Diamond, el presidente de Barclays, y Josef Ackermann, el consejero delegado de Deutsche Bank y presidente del Instituto de Finanzas Internacionales- anunciaron que estaban a favor de este tipo de gravamen. Reguladores como Mario Draghi, el gobernador del Banco de Italia y presidente del Consejo de Estabilidad Financiera, y Philip Hildebrand, gobernador del banco central suizo, también apoyan la iniciativa.

Héctor Sants, consejero delegado de la Autoridad de Servicios Financieros británica, declaró que Reino Unido “reconoce la importancia de garantizar que los contribuyentes no asumen en última instancia el coste de las quiebras financieras”, aunque advirtió de que “el mecanismo para lograr este fin requiere un mayor debate”.

Al final, banqueros y reguladores coinciden en que se terminará implementando alguna combinación de al menos varias, si no todas, las ideas que se están discutiendo. Y de ellas, el impuesto global es la que parece ganar apoyos con más rapidez.

“Es virtualmente inevitable”, señala Sir David Walker, autor de un reciente informe sobre gobierno corporativo bancario, y asesor de Morgan Stanley. “Es la idea con más probabilidades de obtener un consenso internacional”.

**Los grandes banqueros intentan “lavar” su imagen (¿arrepentimiento, cinismo o ganar tiempo?)**

*Los grandes bancos de Estados Unidos quieren limpiar sus pecados a toda costa. Saben que su verdadero gran activo son los clientes y su imagen ha salido muy tocada de la crisis. Después de los rescates millonarios con el dinero de los contribuyentes, para salvar del colapso a los mismos agentes responsables de una crisis que ya se ha cobrado más de 14 millones de puestos de trabajo y la polémica por los bonus desorbitados, los gigantes de Wall Street son percibidos por la población norteamericana como el peor de los males”...* Los bancos quieren hacer las paces con la gente (El Confidencial - **25/2/10**)

Las firmas financieras han conseguido en sólo dos años que su imagen caiga al nivel más bajo de su historia y, una vez salvados los muebles en casa, quieren recuperar la reputación que se han dejado en el camino. De esta manera, a lo largo y ancho del territorio se han puesto en marcha potentes campañas de marketing y publicidad para recuperar la armonía con sus clientes.

Por ejemplo, Citigroup, que recibió 20.000 millones de dólares de las arcas del Estado, ha puesto en marcha un blog en el que se detallan todos los esfuerzos que está haciendo la entidad para ayudar a las empresas a salir adelante. Además, en la página los lectores pueden participar publicando libremente todos los comentarios que se les ocurran sobre el banco con sede en Nueva York.

Pero Citi no ha sido el primero en proclamar a los cuatro vientos su labor de ayuda a la pequeña empresa. Ya en el mes de noviembre, el presidente de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein se dio golpes públicos de pecho por el rol que había jugado el banco en la crisis y aseguró que iban a expiar sus pecados abriendo el grifo del crédito. De hecho, esta iniciativa fue una de tantas que Goldman puso en marcha antes de Navidad para desviar la atención sobre la polémica generada en torno al reparto de bonus. De hecho, llegó a recomendar a sus ejecutivos, por supuesto a bombo y platillo, que entregaran ese dinero a una ONG.

También Wells Fargo ha entrado en la guerra por la reconquista de la simpatía de los consumidores de productos financieros. El banco ha apostado por la popularidad de los Juegos Olímpicos de invierno para llegar al corazón de los potenciales clientes con una potente campaña publicitaria bajo el lema “con usted cuando...” y así bombardeaba a la audiencia de la cita deportiva con mensajes sobre padres cuando abandonan a sus hijos en la universidad o la mujer que logran su sueño de convertirse en veterinaria... todo gracias a la financiación del banco.

“Los consumidores nos dijeron que lo que querían más que nada es una institución financiera con la que tener la sensación de que el banco estaba con ellos”, ha explicado Sylvia Reynolds, directora de marketing de Wells Fargo a CNNMoney.com.

Todo vale para superar la negatividad que se ha creado entre la población y los tres mayores bancos del país: Citigroup, Bank of America y JPMorgan Chase, según se desprende de la encuesta realizada por la consultora YouGov, según explica el digital estadounidense. Incluso Wells Fargo, que salió mejor parado que sus competidores, se encuentra cerca de su nivel más bajo de popularidad desde que comenzó la crisis.

Hasta tal punto llega la animadversión de los clientes de los bancos, que a la hora de tener sacar dinero opta por ir directamente al cajero automático en lugar de entrar en la sucursal de turno para cobrar un cheque. La tendencia que se ha establecido entre la población es la de tener el menor contacto posible con cualquier agente relacionado con el sistema financiero del país.

**El Congreso llama nuevamente a testificar a los grandes banqueros**

*“La comisión creada por el Congreso de EEUU para investigar las causas de la crisis del mercado financiero de 2008 entrevistará a los reguladores internacionales y llamará a testificar de nuevo a los ejecutivos de la banca”...* Los ejecutivos de la banca volverán a testificar ante la comisión que investiga la crisis (Expansión - **26/2/10**)

Phil Angelides, presidente de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC por sus siglas en inglés), una versión actual de la Comisión Pecora que examinó la Gran Depresión, explicó que pretendía interrogar a los reguladores extranjeros para dilucidar las similitudes y diferencias entre su supervisión y la estadounidense en el periodo previo a la crisis.

En una entrevista antes de la sesión pública de la FCIC que comienza a finales de febrero (2010), Angelides, ex tesorero del estado de California, aseguró que lo que más le había llamado la atención hasta el momento en la investigación era la forma en la que Goldman Sachs había “creado y vendido valores y después había apostado contra ellos”.

En relación a la crisis griega y al supuesto papel de los valores vendidos por el banco, Angelides comentó: “Parece que esta actuación no se limitó a la creación y venta de títulos hipotecarios. También se extendió a la elaboración y comercio de instrumentos de deuda extranjera. Encuentro esta práctica perturbadora, y creo que plantea preguntas sobre el comercio justo, la confianza y la transparencia en el mercado”.

Bill Thomas, vice presidente de la FCIC y ex presidente republicano del Comité de Medios y Arbitrios de la Cámara, aseguró que la vista del mes enero (2010) en la que se interrogó a Lloyd Blankfein de Goldman, John Mack de Morgan Stanley, Jamie Dimon de JPMorgan Chase y Brian Moynihan de Bank of America no era el final del proceso para los banqueros, y “no quiere decir que no vayamos a llamarlos de nuevo”.

En la dramática vista, se tomó juramento a los cuatro ejecutivos y se les interrogó sobre su comportamiento antes de la crisis. Aparte de las preguntas que se le hicieron, Blankfein tuvo que sortear las acusaciones de Angelides de haber generado un conflicto de intereses al crear valores respaldados por hipotecas y después adoptar posiciones comerciales contra ellos. Blankfein explicó que Goldman operaba con inversores institucionales en activos titulizados, bien informados, que eran responsables de sus propias acciones, pero no pareció convencer a su interrogador.

Angelides advirtió de que la FCIC tenía poder de citación y que podía exigir la comparecencia de testigos y la entrega de documentos de bancos y reguladores. “Recuerden esto: podemos obtener información a la que otros no tienen acceso”, concluyó. “De momento, toco madera”, comentó Angelides, golpeteando la mesa, “la gente está cumpliendo con lo que se le pide”. Thomas señaló: “El mundo empresarial se ha mostrado bastante cooperativo”.

A la pregunta de si esta investigación podría extenderse a cuestiones como la crisis de la deuda griega, Angelides, descendiente de griegos, confirmó: “Nuestra visión general es que la crisis no es un fenómeno pasado”. Sin embargo, señaló que la FCIC tenía una complicada fecha límite en el mes de diciembre (2010) para entregar un informe al Congreso, y que esta regiría las actuaciones de la comisión. “Es lo que nos está enloqueciendo: el tiempo que tenemos para elaborar un informe”, apuntó Thomas.

El informe no será “definitivo”, aseguró Angelides, que explicó que “el país” debe tenerlo en cuenta pero que “eso no quiere decir que el presidente y el Congreso deban retrasar” la reforma reguladora. “Debo decir que, a largo plazo, es importante comprender mejor esta calamidad”. Añadió que muchas personas le habían dicho que la reforma de la regulación -detenida en la actualidad en el Senado- se aprobaría antes de que comenzara su trabajo. “No ha resultado ser el caso”, señaló de forma irónica.

La sesión de la FCIC en la Universidad de Washington, escuchará a académicos entre los que se incluyen Randall Kroszner, de la Universidad de Chicago, y Markus Brunnermeier, de la Universidad de Yale.

**Algo debe cambiar para que todo siga igual (la trampa está en la letra pequeña)**

*“Presentamos a Goldman Sachs, aerolínea internacional. No hay comisiones por equipaje, está a prueba de volcanes y sólo ofrece clase business”. Así ironiza David Callaway, redactor jefe de MarketWatch, sobre lo fácil que sería para el banco de inversión denunciado por la SEC aprovechar las lagunas que un Congreso “sobrecalentad” ha dejado en su último intento para regular el mercado de derivados”...* La reforma de los derivados puede quedar en nada por las excepciones (El Economista - **23/4/10**)

Según Callaway, el Congreso ha escogido la vía intermedia de las tres posibles para regular a la banca. La más suave (la “mamá oso” como dice Callaway haciendo un juego de palabras con el significado bajista de la palabra oso en inglés) sería la famosa norma Volcker, que pretende prohibir el trading por cuenta propia. Pero esa operativa representa sólo una pequeña parte de los beneficios de la banca, con lo que no afectaría mucho a su negocio.

Por eso Obama quiere más. La opción más dura (el “papá oso”) sería la división forzosa de los seis grandes bancos de inversión en distintas unidades independientes, lo que devastaría los mercados y el papel de EEUU como centro financiero mundial.

La vía intermedia (el “bebé oso”) consiste en requerir a los bancos de inversión desinvertir en sus enormemente rentables mesas de derivados y que toda la operativa de futuros se realice en mercados transparentes como los de materias primas.

A Callaway le parece una idea razonable para arrojar luz en el oscuro mundo de los derivados y productos estructurados OTC (a medida, no estándares), tales como los famosos CDO en los que se centra el fraude de Goldman. Incluso podría evitar la ingeniería financiera que ha llevado al desastre a Wall Street.

El problema es que estas intenciones se quedan en nada porque los políticos corren a proteger sus intereses antes de que la tinta de la ley se seque. Así que la norma que se va a aprobar (23/4) incluye un montón de excepciones por las que las empresas no bancarias pueden usar derivados para cubrirse del movimiento de los precios de los recursos que necesitan. Esas excepciones incluyen aerolíneas, industria, empresas comerciales y fondos de pensiones. Es decir, que una Enron estaría incluida.

Así que Goldman Sachs y los demás bancos de inversión sólo tienen que registrarse como línea aérea o gestoras de pensiones para seguir operando con derivados como si nada. Parece una tontería, pero es precisamente lo que Goldman y otros bancos hicieron en 1981 para poder seguir operando salvajemente en futuros sobre materias primas, cuando se registraron como empresas de alimentación.

Ahí es donde se va a centrar la batalla sobre la ley de derivados en los próximos días (abril-mayo 2010). Cuantas más excepciones tenga la norma, más posibilidades para seguir operando. “Y la gente de Wall Street no es precisamente estúpida”, afirma Callaway. Él propone que, para que la regulación de los derivados funcione, el Congreso y Obama deben evitar cualquier excepción y, en vez de eso, centrarse en una alianza global en el G20 para crear un mercado transparente con cámaras de liquidación y un sistema de negociación organizado.

Esto haría más barata la operativa para los clientes y facilitaría la supervisión de los reguladores. Y también permitiría a los bancos seguir participando en un negocio vital para la economía global, para que las empresas, países y particulares tengan acceso al crédito. “Nos guste o no, los bancos son los principales prestamistas y se les debe permitir hacer negocios”, concluye.

**Con la “colaboración” de Il Gattopardo, el Senado de EEUU aprueba la reforma**

*“El Senado de Estados Unidos aprobó en la noche de este jueves la ley de reforma financiera, un proyecto con el que se busca aumentar significativamente los controles sobre Wall Street y que supone la primera gran reforma del sector desde los años treinta”...* El Senado de Estados Unidos aprueba la ley de reforma financiera (Cinco Días - **21/5/10**)

Con 59 votos a favor y 39 en contra, la Cámara dio luz verde al proyecto, una victoria para el presidente de Estados Unidos, Barack Obama, quien había prometido endurecer las leyes para prevenir que las entidades bancarias y los mercados del capital puedan provocar una nueva crisis financiera como la iniciada en 2007, que generó una fuerte recesión y obligó a utilizar enormes cantidades dinero público en planes de rescate para la industria y las entidades financieras.

Fuentes políticas indicaron que se espera que la versión final del proyecto llegue a la Casa Blanca para su promulgación antes del 4 de julio (2010), Día de la Independencia de EEUU.

Durante los últimos meses el presidente Obama llevó a cabo una intensa campaña para pedir al Congreso la aprobación de la reforma que, según afirmó, ayudará a impedir “los abusos y excesos” que llevaron a lo que calificó como la peor crisis de las últimas generaciones.

Según ha señalado, las nuevas normas que involucra la reforma permitirán un funcionamiento justo de los mercados y el control de ciertas prácticas de la industria financiera.

La iniciativa propone nuevas formas de supervisar el sistema financiero e incluye la creación de un organismo que se encargará de proteger los derechos de los consumidores.

Asimismo, establecería controles sobre las operaciones interbancarias y exigiría un cumplimiento exhaustivo de los requisitos para quienes soliciten préstamos hipotecarios para no arriesgar el incumplimiento de pagos.

“Nuestro objetivo no es castigar a los bancos sino proteger al pueblo de Estados Unidos de los altibajos que hemos visto en los últimos años”, manifestó Obama después de que el Senado eliminara la última barrera que se presentaba para la aprobación del proyecto.

Tanto hoy como en sus anteriores discursos sobre la reforma, Obama señaló que la industria financiera había gastado millones de dólares en publicidad para impedir la aprobación.

Según el senador republicano Richard Shelby, que votó en contra de la aprobación, una vez promulgada la ley de reforma financiera tendrá un enorme impacto en la vida de los estadounidenses. “El juicio final no estará en los comunicados autocomplacientes sino en el mercado, y el mercado no otorga crédito nada más que por tener buenas intenciones”, manifestó.

Entre los puntos fundamentales de la reforma, que está llamada a potenciar el papel supervisor de las agencias estatales y establecer más controles sobre Wall Street, destacan los siguientes:

-Regulación financiera: En lugar de las siete agencias con responsabilidades de supervisión sobre diferentes áreas del sistema financiero, la legislación crea un consejo único de reguladores y otorga a la Reserva Federal nuevas atribuciones sobre las mayores compañías financieras.

Se elimina la Oficina de Supervisión de Bancos de Ahorro cuyas funciones quedan absorbidas por la Contraloría de la Moneda.

-Autoridad para manejar la crisis: La legislación concentra la autoridad reguladora y da al Gobierno más atribuciones para la intervención, fragmentación y/o liquidación de instituciones bancarias o financieras al borde del colapso, sin mecanismos de salvamento a costa de los contribuyentes.

El Departamento del Tesoro y la Corporación Financiera de Seguro de Depósitos manejarán el cierre de las entidades en problemas y los accionistas y acreedores no asegurados cargarán con las pérdidas.

-Consejo de estabilidad financiera: El nuevo Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera, integrado por varias agencias reguladoras y presidido por el secretario del Tesoro, vigilará los riesgos sistémicos causados por las entidades financieras más grandes y complejas.

Este consejo de nueve miembros puede recomendar que la Reserva Federal imponga reglas más estrictas sobre capital, o la fragmentación de las firmas financieras.

-Normas para bancos grandes: Los bancos con activos de más de 250.000 millones de dólares quedarán sujetos a normas más altas sobre riesgos y requisitos de capital.

-Protección del consumidor: Se crea una Oficina de Protección Financiera del Consumidor, que estará dentro de la Reserva Federal pero cuyo director será designado independientemente por el presidente de EEUU, y que tendrá fondos propios. Esta agencia supervisará los bancos con más de 10.000 millones de dólares en activos, y podrá elaborar y aplicar nuevas reglas sobre hipotecas y otros instrumentos financieros.

-Derivados: La legislación, en una de sus estipulaciones más controvertidas, pone límites a las operaciones que los bancos pueden hacer con “instrumentos derivados”, como los paquetes de títulos hipotecarios y los canjes de seguros de impago (CDS por su sigla en inglés) a los cuales se atribuye buena parte de la crisis financiera reciente.

La legislación también obliga a que estos “derivados” se negocien en cámaras de compensación y mercados de valores a la vista del público, y no entre bancos o entre bancos y clientes, como ocurría hasta ahora.

-Fondos de inversión especulativos: Se requerirá que los fondos de alto riesgo (Hedge Funds) que manejan más de 100 millones de dólares (más de 79 millones de euros) se registren ante la Comisión de Valores (SEC por su sigla en inglés) como asesores de inversiones y revelen a la agencia información sobre sus transacciones y portafolios.

-Riesgo hipotecario: Se requerirá que las firmas que convierten las hipotecas y otros préstamos en instrumentos derivados retengan una porción del riesgo en sus propias hojas de balance.

-Seguros: Se creará dentro del Departamento del Tesoro una nueva Oficina Nacional de Seguros que vigilará a las firmas aseguradoras.

-Calificadoras de riesgo: La SEC designará miembros de una nueva agencia que reglamentará el funcionamiento de las calificadoras de crédito para evitar los conflictos de intereses. Los inversionistas podrán demandar a las agencias de crédito.

**(15/9/10) Dos años después de Lehman, ¿las reformas en marcha evitarán que se repita?**

Las regulaciones aprobadas en el verano del 2010 tanto en EEUU como en Europa, encaminadas a evitar futuras catástrofes, apuestan por un sistema más supervisado, seguro y con una mayor protección para el inversor. “No más Lehman Brothers, no más AIG”, se convirtió en el lema más usado por el secretario del Tesoro de EEUU, Timothy Geithner, para asegurarse los votos necesarios que validasen las nuevas normas que regirán Wall Street.

El Senado de EEUU aprobó la reforma financiera el pasado mes de julio (2010), una legislación que restringe la asunción de riesgos, limita el nivel de apalancamiento de las entidades y exige requerimientos de capital más conservadores, para que las entidades sean menos vulnerables y más capaces de soportar futuros problemas.

En definitiva trata de reducir el riesgo en el sistema financiero, ampliar la red de supervisión y proteger al consumidor. La nueva ley racionaliza la supervisión financiera, hasta ahora muy fragmentada, con el objetivo de anticipar crisis potenciales. Para ello, convierte a la Reserva Federal en el gran vigilante del sistema y asigna competencias bien definidas a la Oficina del Interventor de la Moneda y a la gestora del Fondo Federal de Garantía de los Depósitos.

La ambiciosa reforma incluye también otras medidas importantes como la creación de un consejo de reguladores -dirigido por el Tesoro- para detectar riesgos; prohíbe a los bancos invertir a beneficio propio con los depósitos de sus clientes; crea una Agencia de protección al consumidor para poner fin a comisiones abusivas, obliga a los hedge funds a registrarse en la SEC, regula los derivados y pone fin a los rescates financieros al crear una autoridad para imponer una liquidación ordenada en caso de emergencia.

Un firme propósito de intenciones que tardará cerca de dos años en hacerse efectivo ya que los supervisores tienen el encargo de aprobar unas 533 reglas y realizar más de medio centenar de estudios que completarán el desarrollo legislativo de la reforma. Eso sin contar con las normas relativas a la capitalización que lleguen de Basilea III o los acuerdos sobre estandarización de contabilidad internacional que también han de incluirse.

Europa no ha querido quedarse atrás y acaba de dar un paso decisivo al aprobar tres nuevos órganos para supervisar todas las actividades de la banca, aseguradoras y sociedades de Bolsa que operan en Europa. Una normativa que sigue la misma filosofía que la de EEUU. “No vimos venir la crisis. No teníamos los medios de vigilancia suficientes para detectar los riesgos.

Y cuando la crisis golpeó, no disponíamos de medios para actuar. Con la nueva arquitectura estamos armados de cara al futuro”, destacó en la segunda semana de septiembre (2010) Michel Barnier, el comisario europeo de Mercado Interior. Según el acuerdo alcanzado la supervisión ordinaria seguirá siendo una competencia nacional y los gobiernos tendrán la última palabra a la hora de emplear su dinero en salvar a un banco de la quiebra, pero se crea un marco de vigilancia común para casos de emergencia, desacuerdos entre países o incumplimiento de la legalidad europea.

Las nuevas autoridades tendrán poder para dictar normas -incluso para prohibir temporalmente actividades que consideren arriesgadas como las ventas a descubierto- y podrán intervenir los bancos o sociedades con problemas en caso de que la autoridad nacional no actúe de acuerdo a las leyes comunes.

El acuerdo, que será aprobado definitivamente por el Parlamento Europeo a finales del mes de septiembre, incluye también la creación de una cuarta autoridad, el Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos, (CERS) para prevenir situaciones de peligro. Novedades a las que se sumarán también el desarrollo de una legislación financiera común para toda Europa y medidas para proteger a los consumidores. La regulación que salga de Basilea III será otra pieza fundamental a encajar en el puzle. Evitar otro colapso de la economía mundial implica bancos mejor capitalizados.

El problema es que conseguir esos colchones de seguridad para soportar imprevistos significa también ampliaciones de capital, daño al accionista y menos crédito para un sistema que aún no está bien engrasado. El Comité de Supervisión Bancaria debatirá las nuevas reglas y detalles como el periodo transitorio para que se apliquen los criterios adoptados, las exigencias de capital exactas o los instrumentos que se puedan computar como capital tienen al sector en vilo por sus efectos futuros en los resultados. Los esfuerzos regulatorios no sorprenden.

Nadie quiere otro terremoto como el desatado por la quiebra de Lehman. Un acontecimiento que forzó a EEUU a inyectar 11,5 billones de dólares en el sistema y la movilización del 13% del PIB de Europa para garantizar la supervivencia del sistema financiero. El desastre desatado por las hipotecas subprime y toda la gama de productos estructurados vinculados a estos créditos aún no ha amainado.

El mundo ha logrado salir de la recesión y evitar una Gran Depresión pero la fragilidad de la recuperación, cada día más evidente en EEUU, y el traslado de la crisis a la economía real plagan el futuro de nubarrones. Aún se desconoce si afrontamos años de crecimiento bajo o si hay amenaza de recaída, mientras cada día gana peso el apelativo de Gran Recesión en referencia al momento actual.

Todo ello, además, con la banca, epicentro de la crisis, aún necesitada de cuidados especiales. El sector continúa purgando las heridas y en ciertos casos, como demuestran los problemas de la banca irlandesa, aún con necesidades importantes de capital. La OCDE reconoció a mediados de septiembre que la recuperación va a un ritmo más lento de lo esperado por la debilidad del consumo y el paro. La organización espera que el crecimiento en los países del G7 caiga al 1,5% en el segundo semestre (2010) tras haber aumentado el 3,2% en el primer trimestre y el 2,5% en el segundo. Al menos considera “poco probable” una nueva recesión. Una posición, por ahora, dominante entre los expertos. La fotografía del mundo dos años después de la quiebra de Lehman sigue siendo preocupante.

El endeudamiento del sector financiero ha pasado a manos de los gobiernos, lo que reduce el margen de maniobra para afrontar futuras recaídas en un momento en el que la fragilidad de la recuperación se hace cada vez más evidente. EEUU se ha visto forzado a ratificar esta misma semana otro plan de estímulo para reactivar la economía por un total de 274.000 millones, un lujo al que pocos países podrían optar.

En Europa se ha impuesto la tesis de la austeridad. Los gobiernos necesitan financiarse en los mercados y los inversores, cada vez más exigentes, ya han avisado que o se reducen los déficit o dejan de prestar. La capacidad de financiación de EEUU nunca se ha cuestionado, algo bien distinto a lo que podría ocurrir en otros países como demostró la crisis que atravesó Grecia este año. Un aviso a navegantes que terminó desembocando en un plan de ayudas de la UE al país. La vía de los ajustes dolorosos se ha impuesto en Europa para garantizar la solvencia de las economías, una decisión que dificulta la senda del crecimiento.

Todo ello en un entorno en el que el papel de los bancos centrales como prestadores de última instancia sigue siendo fundamental, lo que retrasa el retiro de las medidas de estímulo, todavía necesarias para evitar una sequía del crédito. Si en el inicio de la crisis los bancos no se prestaban entre sí por miedo a los activos tóxicos en manos de las entidades hoy en día la preocupación se centra en las cantidades de deuda gubernamental que pueblan sus balances. Los cambios regulatorios, por tanto, llegan en un momento delicado.

El dinero aún no fluye con normalidad hacia los particulares y las pequeñas empresas -clave para una reactivación económica sostenida- el riesgo de recaída económica persiste y la austeridad dominante limita tanto el crecimiento como la generación de empleo, principal obstáculo para la recuperación. “Reducir el gasto limita el empleo. El problema ahora es qué hacer para crear empleo”, explica Robert Tornabell, profesor de finanzas de Esade y autor del libro El día después de la crisis. Los nuevos modelos regulatorios apuestan por la seguridad pero está por ver cuál es el precio a pagar.

“No hay garantía de que funcione porque ya estábamos en un mundo regulado. Frena la innovación y es costosa en términos de crecimiento. Veremos menos crédito y más caro”, advierte Javier Díaz-Giménez, profesor de economía del IESE. Eso sin mencionar la posibilidad de que se sienten las bases para futuros problemas. “Uno siempre regula la crisis anterior y luego causa la siguiente”, añade este experto. “La regulación implica una mayor seguridad para inversores y ciudadanos pero el gran problema normativo es limitar la creatividad del sistema”, añade Lorenzo Dávila, profesor del IEB. El dilema está servido y el tiempo de adaptación a la nueva normativa será clave…

Muchas de las reformas financieras que hemos visto (el “shopping” normativo) pueden resultar condición necesaria, pero no suficiente. Sigue sin resolverse “el pecado monetario de Occidente” ese extraño privilegio por el que algunos países pueden “comprar sin pagar, dar sin tomar, prestar sin pedir prestado y acumular déficits comerciales sin sufrir las consecuencias”.

¿Está el sistema financiero en condiciones de darse tanto tiempo luego de la peor crisis desde la década de los 30? No, pero “FED&BIS” continúan con los sofismas.

Una de las lecciones menos atendidas de la última crisis es que la salud del sector financiero no puede estar desvinculada de la llamada economía real.

Mucho dependerá del resultado de estas reformas, pero lo cierto es que, sin un crecimiento de la economía real, las ganancias del sistema financiero sólo pueden basarse en las arenas movedizas de la especulación, es decir, en un festival de instrumentos financieros opacos y de alto riesgo, similar al que llevó al estallido de 2008 (renovando la fe en el Frankenstein financiero).

El sistema está roto mientras la FED y el BIS sólo atinan a “ponerle tetas”.

**“Con un par”… el “helicóptero” de los hermanos Marx (¡más madera!)**

Con reformas de baja intensidad (made in USA o modèl Basilea III) o, sin reformas profundas (como las propuestas por Volcker), Wall Street acabará con la Reserva Federal (y, de paso, con los demás bancos centrales “rescatadores”). Cuando la “madera” avive el fuego, las circunstancias determinarán el yo. Entonces, se agotará el tinglado de la farsa. ¿Se puede decir algo más cínico y escatológico que “alivio cuantitativo”?. Es fácil imaginar sobre quien se “alivian”.

Al final de tanta política monetaria acomodaticia, cuando el presidente de la Reserva Federal (y como él, los gobernadores de bancos centrales de otros países , cooperadores necesarios, y prevaricadores petulantes) haga recuento de sus efectivos le brotará, como a César yacente bajo la estatua de Pompeyo, aquellas palabras inmortales: “¿Tú también Bruto, hijo mío?”. Y como hizo el conquistador de la Galia se cubrirá el rostro con la túnica y recibirá de su más próximo la puñalada letal. Y su panteón será una cátedra vitalicia en la Princeton University (o semejantes). Y aquí paz y después gloria, aunque con un país en barrena (y con él, todos).

**The Hall of Fame (Septiembre de 2010): ¿hay algún banquero en la cárcel?**

*“La crisis financiera que tuvo su punto culminante con la bancarrota de Lehman Brothers Holdings Inc. hace dos años, trastornó las carreras de algunos de los principales ejecutivos y operadores de Wall Street que estuvieron en el epicentro de la debacle. Un vistazo a lo ocurrido desde entonces con algunos de los protagonistas”...* Dos años después, ¿dónde están ahora los protagonistas de la debacle? (The Wall Street Journal - **15/9/10**)

Richard Fuld Jr.: remuneración total en los últimos 10 años: US$ 457 millones

El presidente de Lehman sigue convencido de que la quiebra de la firma fue causada por las condiciones caóticas del mercado, rumores descontrolados y la actitud del gobierno estadounidense. “No hay nada en este perfil que corresponda a una compañía en bancarrota”, declaró el mes pasado ante el Congreso de Estados Unidos al describir las finanzas de la empresa.

Fuld, que todavía visita de vez en cuando sus lugares favoritos en Nueva York, como el restaurante Brasserie, es el dueño y gerente de la consultora Matrix Advisors LLC. En mayo, se incorporó a la corredora Legend Securities Inc., aunque no está claro cuáles son sus funciones.

Martin Sullivan y Joseph Cassano: AIG le debe al gobierno de EEUU más de US$ 90.000 millones

Sullivan abandonó American International Group en junio de 2008, cuando se multiplicaban las pérdidas ocasionadas por la venta de derivados ligados a valores hipotecarios. La crisis empezó en la filial de productos financieros de la aseguradora, encabezada por Cassano. En junio, Cassano señaló en el Congreso que sus decisiones habían sido “prudentes”. El Departamento de Justicia y la Comisión de Bolsa y Valores de EEUU decidieron no presentar cargos en su contra tras investigaciones.

La firma de seguros Willis Group Holdings PLC anunció la semana pasada la contratación de Sullivan en calidad de vicepresidente de la junta directiva. Su función es expandir una nueva división global encargada de atender a los grandes clientes.

Charles Prince y Robert Rubin: Citigroup Inc. registró US$ 58.000 millones en rebajas contables relacionadas con las hipotecas “subprime” y otros activos de riesgo

A mediados de 2007, Prince declaró que “mientras la orquesta siguiera tocando, había que salir a bailar. Y seguimos bailando”. Los riesgos excesivos le costaron a Prince su puesto a la cabeza de Citigroup en noviembre de 2007. En la actualidad, el Estado es dueño de 18% del banco.

En abril, Prince repitió tres veces ante el Congreso que se sentía muy apenado de que la crisis haya tenido un impacto tan devastador y que millones de estadounidenses hayan “perdido sus hogares”. Rubin manifestó que no fue “una parte importante del proceso de toma de decisiones”, a pesar de recibir un salario de unos US$ 115 millones en los nueve años que se desempeñó como miembro de la junta directiva y uno de los principales asesores del banco.

El ex secretario del Tesoro pasó a integrar recientemente las filas del exclusivo banco de inversión Centerview Partners, en el que trabaja con los principales clientes y asesora sobre desarrollo estratégico.

Kenneth Lewis: no recibió ni salario ni bonificaciones en 2009

Lewis fue amenazado con perder la presidencia ejecutiva de Bank of America, donde también lideraba la junta directiva, si no concretaba la compra de Merrill Lynch.

Desde que dejó el banco, Lewis pasa el tiempo con su familia mientras decide sus próximos pasos. Fue demandado en un caso civil por el fiscal general de Nueva York, Andrew Cuomo, por la compra de Merrill, la que calificó como un “éxito financiero y estratégico absoluto”.

**El fandango de la deuda (la factura de los rescates públicos)**

Deuda sobre deuda y una sola conclusión: INSOSTENIBLE

Hemos asistido a la mayor expansión fiscal de la historia de la humanidad -con la posible excepción de esa II Guerra Mundial- El gasto y el déficit público se hallan en máximos históricos en la mayor parte de lugares del planeta (y en todos ellos, muy por encima de los niveles que alcanzaron durante la burbuja crediticia que concluyó en 2007) y se sigue hablando inapropiadamente de austeridad. Es lo que pasa cuando no se quieren reconocer los propios fracasos y se pretende seguir huyendo hacia adelante: que en unos años hemos duplicado los volúmenes de deuda pública y cada vez estamos más hundidos.

La economía mundial navega en un mar de deudas. La suma de la deuda estatal, provincial, municipal, individual, hipotecaria, corporativa, financiera y bancaria sugiere que en cualquier momento la nave puede naufragar o estrellarse contra el témpano de lo impagable.

Un colosal estudio comparativo de la consultora Mc Kinsey Global Institute mostró que en 2009 la deuda total de Japón -la más grande del mundo desarrollado- era de un 471% de su PIB (es decir, de todo lo que produce su economía en un año). Le seguía Reino Unido con un 466%. Estados Unidos “apenas” tenía un 300%.

Muchos economistas opinan que esta gigantesca desproporción entre la riqueza anual que produce un país y lo que adeuda se explica por un mecanismo que en las últimas tres décadas ha cambiado la faz del capitalismo actual: la financiarización.

“Es una manera de conceptualizar la creciente importancia de actores e instituciones financieros en la economía y de las finanzas como fuente de ganancias. Esto explica el crecimiento del crédito en la década de 2000 y las causas de la actual crisis”, le explicó a BBC Mundo Adam Leaver, autor de tres libros sobre el tema e investigador y miembro de CRESC (Centro de Investigación del Cambio Socio-Cultural) de Manchester.

En el capitalismo tradicional, los bancos le prestaban a la industria que producía ganancias con el consumo de sus productos, dinero con el que pagaba su crédito, alegraba la vida de sus accionistas y reinvertía para ampliar el proceso productivo.

En el capitalismo de las últimas tres décadas se produce una explosión de lo que en inglés se denomina con la sigla FIRE (Financiamiento, seguro y sector inmobiliario) que ha crecido tanto en proporción al PIB como en detrimento de la economía productiva.

A nivel individual, el símbolo más cotidiano de esta financiarización es la tarjeta de crédito, que antes de los '80 era tratada con reverencia de club exclusivo y hoy se ha convertido en un medio de pago de la vida diaria.

El estallido de la burbuja inmobiliaria dejó a ciudades enteras como Stockton, en Estados Unidos, al borde de la quiebra.

Pero la explosión del crédito va mucho más allá de la tarjeta. En el estallido financiero de 2008 la gota que desbordó el vaso de una economía endeudada hasta las cejas fue el préstamo hipotecario a hogares sin recursos: las llamadas hipotecas subprime o de alto riesgo.

Los estudios sobre el período del boom muestran que en Estados Unidos los hogares pasaron a gastar en el pago de intereses de tarjetas de crédito y préstamos casi el doble de lo que gastaban en comida y vestimenta.

En Reino Unido la deuda individual o familiar llegó a ser un 165% del ingreso disponible (ingreso que queda luego de pagados los impuestos).

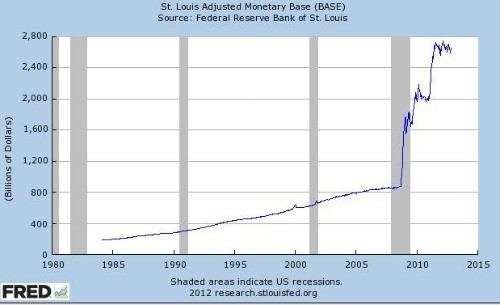
Según Paolo Dos Santos, experto bancario de SOAS, la Escuela de Estudios Africanos y Asiáticos de la Universidad de Londres, este cambio vino de la mano de un repliegue del estado benefactor como garante de salud, educación, vivienda y jubilación que fue funcional para la expansión del sistema financiero.

“En los últimos 30 años, la política social en muchos países desarrollados se ha basado en la transferencia del riesgo y el costo de estos servicios sociales del estado al individuo. Este tiene que recurrir al sistema bancario para poder financiar la educación de su hijo o un seguro médico o su jubilación”, señaló Dos Santos a la BBC.

La deuda estadounidense ha crecido rápidamente en los últimos años a raíz de una combinación de crisis económicas, recortes de impuestos, que le han restado ingresos al gobierno, y decisiones de gastos realizadas por legisladores y presidentes de ambos partidos.

El déficit del gobierno de EEUU ha superado el US$ 1 billón (millón de millones) por cuarto año consecutivo, y la deuda supera los US$ 16,1 billones. Moody's Investors Service Inc. ha amenazado con unirse a Standard & Poor's Ratings Services y rebajar la calificación de la deuda estadounidense si no se resuelve el problema.

El arte de Obama de crear dinero ha sido una práctica repetida gracias a la inestimable ayuda del organismo presidido hasta ahora del Ben Bernanke.

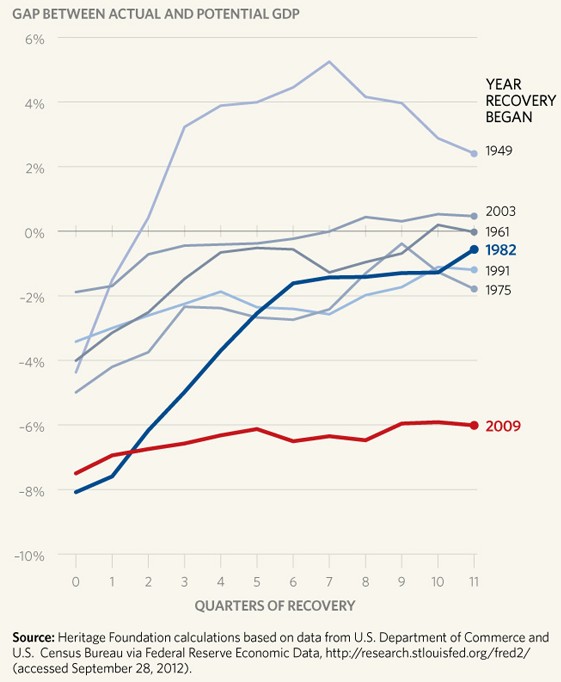


Desde el inicio de la crisis, la Reserva Federal se ha encargado de comprar cerca de dos billones de dólares en bonos de deuda hipotecaria y del Estado. Asimismo, a principios de 2009 amplió esa cantidad hasta los 1,25 billones y compró 300.000 en bonos del Tesoro.

A finales de 2010, se hizo con 600.000 millones en bonos del Gobierno y en septiembre de 2011, aplicó un programa de cambio de 400.000 millones de bonos de deuda a corto por otros a largo.

Todas estas medidas monetarias no han hecho otra cosa que debilitar el dólar y por tanto a la población estadounidense.

Las políticas de estímulo fiscal y las nuevas regulaciones no han logrado que el PIB estadounidense regrese a los niveles previos de la crisis, pero sí han situado [la libertad económica de EEUU en mínimos históricos](http://www.libremercado.com/2012-09-19/obama-tumba-la-libertad-economica-de-eeuu-hasta-minimos-historicos-1276468912/). De hecho, los datos muestran que la primera economía del planeta registra hoy la recuperación más lenta desde la Gran Depresión de los años 30.

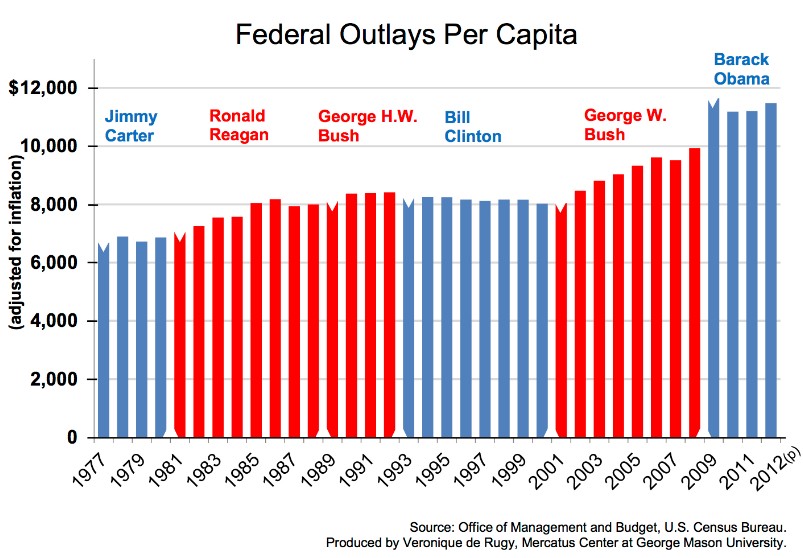
[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/proba02.jpg)

El tímido aumento del PIB registrado durante la etapa de Obama sigue muy alejado del crecimiento potencial de la primera economía del mundo, al pasar del -7,5% al -6% desde 2009. En la recesión de los años 80, la brecha del PIB pasó del -8,15 al -0,6% en apenas tres años.

En estos momentos, EEUU crece a un ritmo del 2% anual, pero todavía no se ha recuperado el desplome acontecido entre 2008 y 2009. Y ello, sin tener en cuenta que el crecimiento real es inferior si se descuenta el impacto del gasto público en el PIB.

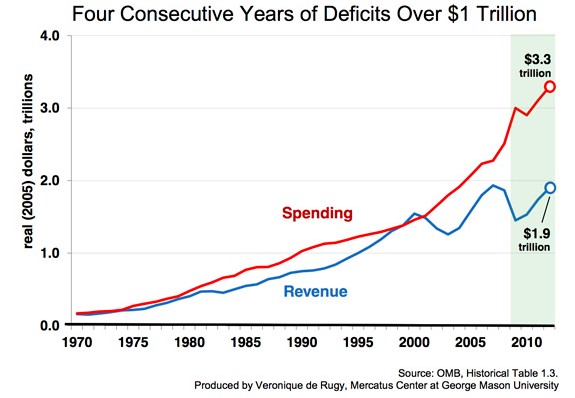
El mayor gasto público en 40 años

Y todo esto se ha producido a pesar de que el Gobierno federal ha aumentado el gasto público para combatir la crisis. Obama ha situado en niveles récord de los últimos 40 años el gasto federal per cápita.

[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/proba03.jpg)Un déficit público histórico

Como consecuencia, la brecha entre ingresos y gastos ha superado el billón de dólares en términos reales (descontando inflación) durante cuatro años consecutivos. En las crisis previas nunca había superado el medio billón de dólares.

EEUU sigue registrando un déficit muy elevado. Ha pasado del 10,1% del PIB en 2009 al 8,7% en 2011 y a una tasa próxima al 7%, según las últimas estimaciones oficiales. Estos datos contrastan, nuevamente, con las promesas presidenciales de Obama durante su primera campaña electoral (dijo que en 2012 sería casi la mitad del nivel finalmente alcanzado).

[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/proba01.jpg)

Obama criticó el sustancial aumento de deuda pública durante la presidencia de George W. Bush (4 billones de dólares extra), pero su gestión ha superado a su antecesor. La deuda total de EEUU (en manos del público y la intergubernamental) ha crecido más de un 50% durante su primer mandato, desde los 10,6 billones a los más de 16 billones actuales (más del 100% del PIB).

**PD: Tócala otra vez, Ben (una magnífica reseña de sus principales “deposiciones”)**

30 Bernanke Quotes That Are So Absurd You Won’t Know Whether To Laugh Or Cry (Business Insider - **8/12/10**) (By Michael Snyder, The Economic Collapse)

(Continuación)

Aug. 2, 2010

“The financial crisis appears to be mostly behind us, and the economy seems to have stabilized and is expanding again”.

Oct. 15, 2010

“...inflation is running at rates that are too low relative to the levels that the Committee judges to be most consistent with the Federal Reserve's dual mandate in the longer run”.

Oct. 15, 2010

“Similarly, the mandate-consistent inflation rate -the inflation rate that best promotes our dual objectives in the long run- is not necessarily zero; indeed, Committee participants have generally judged that a modestly positive inflation rate over the longer run is most consistent with the dual mandate”.

Nov. 5, 2010

“Although low inflation is generally good, inflation that is too low can pose risks to the economy - especially when the economy is struggling”.

Dec. 5, 2010

(On 60 Minutes in response to a question about what would have happened if the Federal Reserve had not “bailed out” the U.S. economy) “Unemployment would be much, much higher. It might be something like it was in the Depression. Twenty-five percent”.

Dec. 5, 2010

“One myth that’s out there is that what we’re doing is printing money. We’re not printing money”.

Dec. 5, 2010

“The money supply is not changing in any significant way. What we’re doing is lowering interest rates by buying Treasury securities”.

Dec. 5, 2010

(On the possibility that the Fed might launch QE3) “Oh, it's certainly possible. And again, it depends on the efficacy of the program. It depends on inflation. And finally it depends on how the economy looks”.

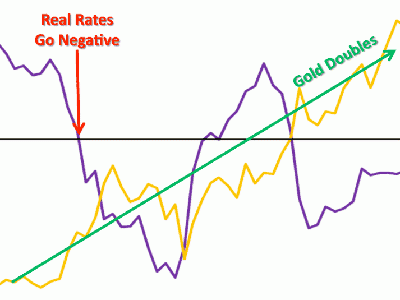
Dec. 5, 2010

“I wish I'd been omniscient and seen the crisis coming”.

Dec. 5, 2010

“We’ve been very, very clear that we will not allow inflation to rise above 2 percent”.

Bonus: “I don't fully understand movements in the gold price”.



Dear Bernanke, Here's Your Guide To What's Really Making Gold Explode

**Los apóstatas de Keynes (se justifican diciendo que la víctima lo provocó)**

Como viejo keynesiano (desde la época en que, los pocos que “habíamos”, éramos considerados unos “apestados” de la ciencia económica), me sorprende (repugna, resulta un término más ajustado), que haya tantos “filisteos” falsificando (jurando en vano), la “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”.

Una leyenda urbana sostiene que los niños y los viejos son los únicos que dicen los que piensan... De ser cierta la fábula, creo que los niños tienen la ventaja que les otorga el tiempo, para rectificar sus errores, cosa que los viejos no tienen…

Por lo cual, a mis (casi) 70 años, con las disculpas del caso, y sin tiempo para rectificar mis errores, me animo a retar a los grandes bonetes de la economía, que alientan la expansión monetaria ilimitada (que fluya el dinero, después veremos cómo se recoge…), en nombre de la demanda, travestidos de keynesianismo. Grandes simuladores: nos mean la cabeza y los diarios dicen “llueve”.

¿Por qué lo llaman amor cuando quieren decir sexo?, era el título de una película, que me sirve para encabezar mi crítica: ¿Por qué hablan de incentivar la demanda (consumidor) cuando quieren decir socorrer a los deudores (banca y gobierno)? Por qué fingen… por qué son tan hipócritas… por qué después de tantos años de monetarismo (dogma con el empobrecieron a generaciones enteras de trabajadores), ahora se disfrazan de keynesianos (aparentando alentar la ocupación y la demanda).

Pero como antes se coge al mentiroso que al cojo, no sólo juran en vano (filisteos), sino que falsifican los postulados del keynesianismo. Para justificar el exceso de gasto público (que en este caso está directamente vinculado al salvataje del sector financiero), se amparan en el desempleo y la demanda, pero sin resolver lo uno, ni alentar lo otro.

Para la teoría keynesiana, el empleo total depende de la demanda total y el paro es el resultado de una falta de demanda total. La demanda efectiva se manifiesta en el gasto de la renta, si aumenta la renta de una comunidad también aumentará su consumo, pero éste menos que aquella. Por lo tanto, para que haya una demanda suficiente para mantener el nivel de empleo, se debe verificar un nivel de inversión equivalente a la diferencia entre la renta y el consumo. Por ello podemos decir que la inflexibilidad de salarios no es el único factor que desencadena el desempleo, aun cuando exista competencia perfecta en los mercados y todos los precios milagrosamente se ajustaran instantáneamente, las decisiones de los inversores influirán sobre la demanda efectiva y por último en el nivel de empleo.

Keynes recomendó la intervención del estado para impedir la caída de la demanda, aumentando el gasto público o reduciendo impuestos a las empresas y las familias. ¿Cuánto de esto han hecho los apóstatas del keynesianismo? ¿Ha crecido el empleo? ¿Ha aumentado la demanda? Sólo han utilizado el dinero público (recursos y endeudamiento) para tapar los agujeros de la banca e incentivar la especulación bursátil. ¿Exageración? ¿Interpretación conspirativa de la historia? Por favor, pasen y lean:

**- El legado de la crisis: la socialización de las pérdidas (y el riesgo soberano)**

**Fondo Monetario Internacional**

**Informe sobre la estabilidad financiera mundial (*GFSR*), Abril de 2010**

(Partes más destacadas del Informe)

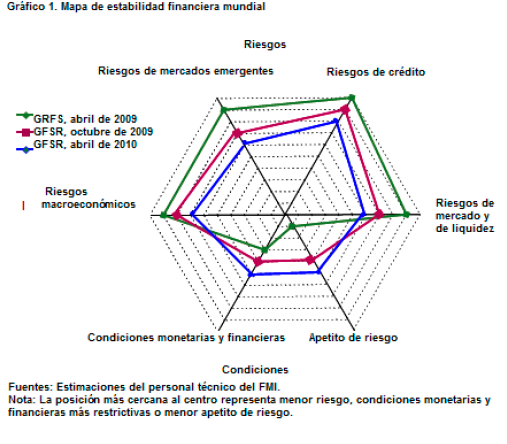
Nota de prensa del capítulo 1: ***Cómo resolver el legado de la crisis y hacer frente a los nuevos desafíos para la estabilidad financiera***

*Observaciones fundamentales*

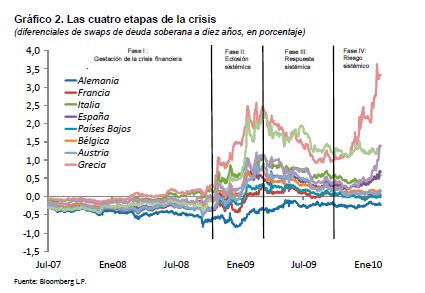
* **La salud del sistema financiero mundial ha mejorado a medida que la recuperación económica ha cobrado impulso, pero los riesgos para la estabilidad siguen siendo elevados.**
* **Los riesgos soberanos de las economías avanzadas podrían socavar los progresos logrados en materia de estabilidad y hacer que la crisis crediticia entre en una nueva fase.**
* **Es necesario aplicar políticas para reducir el riesgo soberano mediante planes de consolidación fiscal, correctamente diseñados, así como para superar el legado de la crisis, y facilitar un proceso fluido de desapalancamiento; esto requerirá un núcleo básico de bancos sólidos y viables capaces de respaldar el crédito.**
* **De cara al futuro, es necesario imprimir un impulso decisivo al programa de reforma regulatoria y concluir la transición a un sistema financiero mundial más seguro, resistente y dinámico.**

**Desde la publicación del informe *GFSR* de octubre de 2009, la salud del sistema financiero mundial ha mejorado a medida que la recuperación económica cobra fuerza** (gráfico 1). Noobstante, los riesgos para la estabilidad siguen siendo elevados, debido a la naturaleza aún frágilde la recuperación y al proceso en curso de saneamiento de los balances.

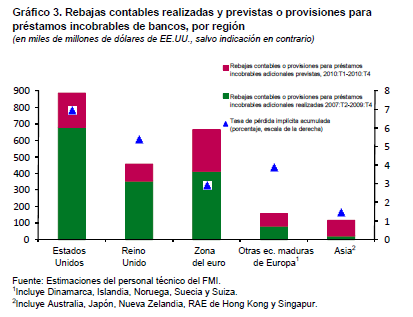
**Los riesgos soberanos de las economías avanzadas podrían socavar los avances en la estabilidad y hacer que la crisis entre en una nueva fase***.* En unmomento en el que los mercadosse muestran menos dispuestos aapoyar el apalancamiento -yasea en los balances de los bancoso en las cuentas públicas- y enel que el drenaje de la liquidezforma parte de las estrategias desalida, han surgido nuevosriesgos para la estabilidadfinanciera. Al principio, lasprimas por riesgo de créditosoberano se incrementaronnotablemente en las principaleseconomías más afectadas por la crisis



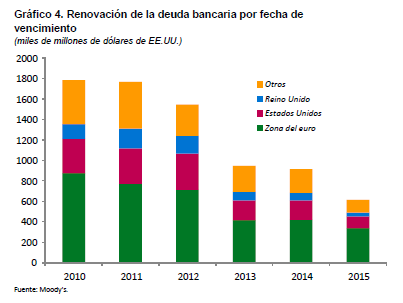
Más recientemente, los diferenciales han aumentado en algunas economías muy endeudadas con vulnerabilidades subyacentes donde la inquietud respecto a la sostenibilidad fiscal a más largo plazo se ha traducido en tensiones en los mercados de financiamiento soberanos que podrían extenderse a otros países (gráfico 2). La consiguiente transmisión de los riesgos soberanos a los sistemas bancarios y su retroalimentación a través de la economía podrían socavar la estabilidad financiera.



**El sistema bancario mundial enfrenta problemas heredados de la crisis y nuevos desafíos que tienen su origen en el proceso de desapalancamiento.** La mejora de la situación económica y de los mercados financieros ha reducido las rebajas contables previstas -de US$ 2,8 billones a US$ 2,3 billones- y las posiciones de capital de los bancos han mejorado notablemente (gráfico 3).

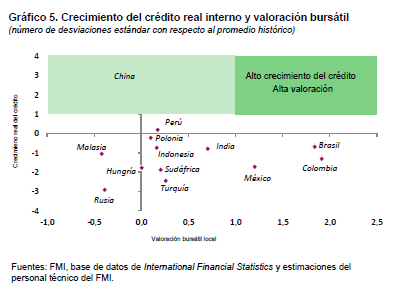


No obstante, algunos segmentos de los sistemas bancarios nacionales siguen estando insuficientemente capitalizados y todavía enfrentan importantes riesgos a la baja. La lentitud en el saneamiento de los bancos más debilitados podría complicar las estrategias de salida de las extraordinarias medidas de apoyo adoptadas. La falta de una actuación decidida frente a estas instituciones podría ser un lastre para el crecimiento. Los bancos deben reconsiderar los modelos de negocio, obtener más capital, eliminar riesgos de sus balances y estabilizar el financiamiento (gráfico 4).



**La recuperación crediticia será lenta, poco profunda y desigual** a medida que losbancos sigan reconstituyendo sus balances.Pese a la débil recuperación de la demanda de crédito por parte del sector privado, un fuerte incremento de las necesidades de financiación del sector público podría toparse con una oferta de crédito limitada…

**Las diferencias en la velocidad de la recuperación mundial presentan desafíos para la estabilidad en los mercados emergentes.** Las perspectivas de un crecimiento sólido, la apreciación de las monedasy el aumento de los precios de los activos están atrayendo flujos de inversión de cartera hacia lasregiones de Asia y el Pacífico (excluido Japón) y América Latina, en las que tambiéndesempeñan un papel clave factores de empuje, especialmente las bajas tasas de interés en lasprincipales economías avanzadas… No obstante, las condiciones imperantes de holgada liquidez interna yexterna y el fuerte crecimiento del crédito podrían estimular la inflación y crear burbujas en unhorizonte plurianual (gráfico 5). Las autoridades han reaccionado frente al aumento de los flujosde capital, pero es necesario mantenerse alertas para garantizar la continuidad de la estabilidadfinanciera.



**Para seguir reduciendo los riesgos sistémicos al mismo ritmo, las autoridades deben adoptar nuevas medidas en varios ámbitos clave.** Es esencial gestionar con cuidado losriesgos soberanos. Los gobiernos han de diseñar planes de consolidación fiscal a mediano plazocreíbles para frenar el aumento de la carga de la deuda y evitar que la crisis entre en una nuevafase. Las autoridades deben velar por que la próxima etapa del proceso de desapalancamiento sedesarrolle de manera fluida...

**De cara al futuro, las reformas regulatorias han de realizarse de forma expeditiva, pero teniendo en cuenta también la situación económica y financiera del momento.** Continuarreforzando la base de capital del sector bancario ayudará a preparar el sistema financiero para loscambios en el marco de adecuación del capital. Es necesario definir con mayor claridad el nuevomarco del sistema financiero para ofrecer a los bancos una mayor certeza en relación con susmodelos de negocio futuros. Para restablecer la disciplina de mercado y aislar los balances de lasentidades soberanas es esencial abordar el problema de las instituciones “demasiado importantespara quebrar”.

Nota de prensa del capítulo 2: ***Riesgo sistémico y rediseño de la regulación financiera***

(Preparada por: Marco Espinosa, Andy Jobst, Charles Kahn, Kazuhiro Masaki y Juan Sole)

*Observaciones fundamentales*

* **La crisis reciente desató una oleada de propuestas de reforma regulatoria para lidiar con los riesgos sistémicos, es decir, la posibilidad de que los problemas de una institución perjudiquen a las demás. Sin embargo, muchas de estas propuestas aún no se han completado.**
* **El capítulo examina dos de ellas: un mandato para que los reguladores vigilen explícitamente los riesgos sistémicos y la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico en proporción con su contribución a ese riesgo.**
* **En el capítulo se argumenta que no basta con establecer un mandato para que los reguladores “vigilen” las conexiones sistémicas, sino que se necesitarían también mejores herramientas para luchar contra los riesgos sistémicos. De hecho, sin ellas, los reguladores tenderán a ser más tolerantes con las instituciones sistémicas en problemas que con las demás.**
* **Si bien no avala necesariamente la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico, este capítulo ilustra una metodología práctica para calcularlos, en caso de que se recurriera a esa medida.**
* **El capítulo muestra también la importancia de tener en cuenta las vinculaciones transfronterizas de las instituciones, lo cual requiere la colaboración entre los supervisores de diferentes países para estructurar los recargos.**

**La crisis financiera reciente obligó a reflexionar sobre la supervisión y la regulación de las interconexiones sistémicas; es decir, la idea de que los problemas de una institución financiera afectarán negativamente a las demás. Aunque se desató una ola de propuestas de reforma regulatoria, existe una incertidumbre considerable en torno a su aplicación en la práctica…**

**Arquitectura regulatoria**

El capítulo argumenta que **un ingrediente importante ausente en las reformas que obligan a los reguladores a examinar los riesgos financieros sistémicos es el análisis de los incentivos de los propios reguladores. Esto incluye la “tolerancia regulatoria” -o sea, el incentivo de un regulador para mantener a flote una institución cuando en realidad debería desmantelarla-, que probablemente varíe de acuerdo con la diferente distribución de las funciones regulatorias.**

El capítulo muestra que **añadir un mandato de vigilancia del riesgo sistémico al conjunto de medidas regulatorias, sin brindar las herramientas necesarias, no altera los incentivos básicos del regulador que constituyen el núcleo de algunas de las deficiencias regulatorias observadas recientemente. Los reguladores a menudo tienen un incentivo para mantener una institución a flote, aun cuando es insolvente, ya que experimentan un fuerte rechazo a clausurar las instituciones que vigilan, sobre todo porque algunas podrían llegar a recuperarse si tuvieran suficiente tiempo**. Por lo tanto, ante la falta de métodos concretos para limitar la importancia sistémica de una institución -independientemente de cómo estén distribuidas las funciones Regulatorias-, es posible que los reguladores tiendan a ser más tolerantes con las instituciones sistémicamente importantes que con las demás, ya que su impacto sería más perjudicial.

**Por esa razón, es necesario evaluar métodos más directos para controlar el riesgo sistémico; por ejemplo, aplicando recargos de capital basados en el riesgo sistémico, imponiendo cargos acordes con la contribución de una institución al riesgo sistémico, o incluso quizá limitando el tamaño de ciertas actividades comerciales.**

**Recargos basados en el riesgo sistémico**

Si bien no se recomienda necesariamente la introducción de recargos de capital basados en el riesgo sistémico, el capítulo presenta una metodología para calcularlos. La metodología parte de la idea de que **estos recargos deben ser proporcionales a la interconexión sistémica de las instituciones financieras**. El capítulo presenta dos enfoques para implementarla:

* **Enfoque estandarizado. Los reguladores asignan una calificación por riesgo sistémico a cada institución, basada en su importancia sistémica relativa, y luego calculan el recargo de capital según la calificación.**
* **Enfoque de presupuestación del riesgo. Este método está inspirado en los principios del control del riesgo crediticio y determina los recargos de capital en relación con la contribución adicional de una institución al riesgo sistémico y las probabilidades que tiene de verse en problemas**…

Nota de prensa del capítulo 3: ***Cómo hacer más seguros los derivados extrabursátiles: La función de las entidades centrales de contrapartida***

(Preparada por John Kiff, Randall Dodd, Alessandro Gullo, Elias Kazarian, Isaac Lustgarten, Christine Sampic y Manmohan Singh)

**Los mercados de derivados extrabursátiles han crecido considerablemente en los últimos años, con un monto teórico total de operaciones activas que supera los US$ 600 billones**. Durante la crisis financiera, el mercado de *swaps* de riesgo de incumplimiento del deudor, un componente del mercado de derivados extrabursátiles, adquirió un papel protagónico a medida que las dificultades en los mercados financieros empezaban a intensificarse y conforme se hacía evidente el riesgo de contrapartida de un mercado en el que primaban las liquidaciones bilaterales. Las autoridades tuvieron que tomar decisiones costosas con respecto a Lehman Brothers y AIG basándose en opiniones incompletas sobre las posibles repercusiones indirectas de las quiebras de las empresas.

Las entidades centrales de contrapartida (ECC) están siendo propuestas como estrategia para lograr que los mercados de derivados extrabursátiles sean más seguros, sólidos y transparentes, y para ayudar a mitigar el riesgo sistémico. En este capítulo se presenta una guía de este tema, y en él se demuestra que las ECC bien gestionadas y reguladas reducirán el riesgo de contrapartida

*Observaciones fundamentales*

* **Las entidades centrales de contrapartida (ECC) de derivados extrabursátiles que estén bien gestionadas y reguladas atenuarán el riesgo de contrapartida entre los operadores y reducirán a un mínimo el riesgo sistémico relacionado con las quiebras en cadena de entidades de contrapartida.**
* **Sin embargo, los costos que supondría para los operadores de derivados extrabursátiles trasladar los contratos a ECC probablemente serían altos, ya que el monto de la garantía necesaria es grande, y por eso la transición debería ser gradual.**
* **Dado el carácter mundial de los mercados de derivados extrabursátiles, es necesaria una estrecha coordinación transfronteriza de los marcos regulatorios y de supervisión para evitar el arbitraje regulatorio y para mitigar el riesgo sistémico y los efectos negativos de contagio a otros países.**
* **Todas las transacciones de derivados extrabursátiles deben registrarse conservarse en depósitos regulados y supervisados, y los datos detallados de cada entidad de contrapartida deben estar a disposición de todos los reguladores y supervisores pertinentes. entre los operadores del mercado y el riesgo sistémico relacionado con las quiebras en cadena de las entidades de contrapartida. Las ECC también pueden ofrecer una oportunidad para mejorar la transparencia, gracias a la información que tienen recopilada sobre todos los contratos liquidados.**

Sin embargo, dado que en ellas se concentra el riesgo de crédito y operativo relacionado con su propia quiebra, **las ECC deberían tener una sólida situación financiera y deberían estar sujetas a procedimientos de gestión prudente de los riesgos y a una regulación y supervisión eficaces. Además, en vista del carácter mundial de los mercados de derivados extrabursátiles, es necesaria una estrecha coordinación transfronteriza de los marcos regulatorios y de supervisión. Esto ayudaría a evitar el arbitraje regulatorio y a mitigar el riesgo sistémico y los efectos negativos de contagio a otros países.**

Por otro lado, **las ventajas de la liquidación centralizada -tanto a nivel de cada entidad de contrapartida como a nivel sistémico- solo pueden lograrse si una masa crítica de contratos se traslada a las ECC**. En este sentido, persisten algunos desafíos potenciales, como la necesidad de mejorar el grado de estandarización de los productos y la liquidez, y la posibilidad de que se deban asumir fuertes costos iniciales de capital y de garantía relacionados con los requisitos iniciales de las cuentas de márgenes.

**Si los operadores necesitan incentivos adicionales para trasladar los contratos a ECC, en este capítulo se plantea la idea de un cargo que dependa de los riesgos que las carteras de derivados de los operadores imponen sobre sus contrapartes**. La centralización obligatoria de todos los contratos estandarizados es una solución menos conveniente, ya que el depósito de montos potencialmente importantes en las cuentas de márgenes crearía problemas si ocurre al mismo tiempo. Por otro lado, hay costos significativos de infraestructura, como el desarrollo de sistemas informáticos y la formulación de reglas y procedimientos nuevos. **No obstante, si otros incentivos no propician un traslado suficiente de los contratos, es posible que se necesite una orden para que los participantes no teman ser los primeros en tomar una decisión.** Aparentemente los operadores de derivados sí están trasladando a ECC los contratos que pueden liquidarse por ese medio, pero si las autoridades estiman que es necesario un mandato, este debería implementarse de manera gradual.

***Propuestas de política:***

Varias propuestas de política surgen del capítulo; muchas de ellas ya están incluidas en listas de proyectos legislativos y regulatorios. Las principales propuestas son las siguientes:

* **Un marco mundial de supervisión de las ECC establecería condiciones igualitarias mínimas en un nivel alto y desalentaría el arbitraje regulatorio. Las autoridades deberían contar con planes para contingencias y tener facultades adecuadas para hacer frente a quiebras de ECC de manera coordinada a escala mundial.**
* **Las autoridades regulatorias deberían garantizar que las ECC cuenten con procedimientos y mecanismos adecuados de mitigación y gestión de riesgos para proteger la integridad de todos los mercados relacionados y los intereses de sus participantes, y que cumplan las normas para entidades de centrales de contrapartida que emitan el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y la Organización Internacional de Comisiones de Valores.**
* **Para cada jurisdicción debería establecerse una base jurídica clara que determine la autoridad principal encargada de regular las ECC, con el fin de garantizar una regulación y supervisión eficaces. En el caso de ECC de importancia sistémica, el regulador principal debería ser un regulador de riesgo sistémico.**
* **Los bancos centrales deberían estar en condiciones de suministrar liquidez de emergencia a las ECC de importancia sistémica en casos de escasez extrema de liquidez.**

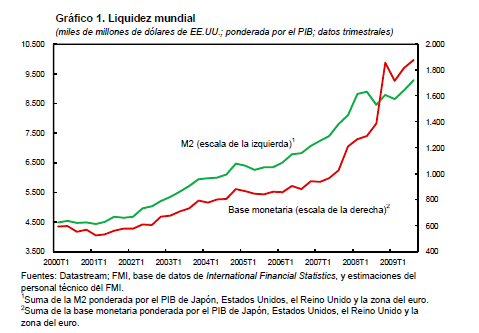
Nota de prensa del capítulo 4: ***Expansión de la liquidez mundial: Efectos en las economías “receptoras” y opciones de respuesta de política económica***

(Preparada por Effie Psalida, Annamaria Kokenyne, Sylwia Nowak y Tao Sun)

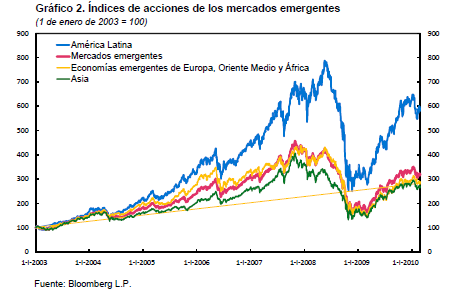
*Observaciones fundamentales*

* **La transmisión de la abundante liquidez mundial a las economías con mayores tasas de interés y un crecimiento más vigoroso puede plantear desafíos de política económica. Aunque los beneficios de las entradas de capital son múltiples, un aumento repentino de estas entradas puede generar inflación y burbujas de precios de los activos.**
* **El análisis presentado en este capítulo muestra que la liquidez mundial impulsa al alza los precios de las acciones locales y reduce las tasas de interés reales en los países receptores, normalmente en mayor medida que la liquidez interna, y que la adopción de unos tipos de cambio más flexibles puede atenuar estos efectos.**
* **Las economías receptoras de liquidez pueden utilizar varias políticas para hacer frente a aumentos de las entradas de capital. Estas políticas consisten principalmente en una combinación adecuada de políticas macro-económicas, como por ejemplo aplicar un tipo de cambio más flexible cuando las condiciones lo permitan y reforzar la regulación prudencial.**
* **Si estas medidas de política no son suficientes y si es probable que los aumentos de las entradas de capital sean temporales, los controles de capital pueden complementar la batería de instrumentos de política económica. Si bien los datos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital no son concluyentes, estos controles pueden prolongar el vencimiento de algunos tipos de entradas.**
* **Aunque los controles de capital puedan resultar útiles en algunos países para hacer frente a aumentos de las entradas de capital, estos controles pueden tener efectos multilaterales adversos y alentar la aplicación de controles en otros países.**

En este capítulo se examinan la transmisión de la abundante liquidez mundial y el consiguiente aumento de los flujos de capitales hacia las economías con tasas de interés comparativamente más elevadas y perspectivas de crecimiento más sólidas. Se observa que, además de la liquidez interna, **las condiciones monetarias expansivas en el G-4 (Japón, Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro) pueden plantear desafíos de política económica a los países receptores de liquidez causando presiones a la apreciación del tipo de cambio y un aumento de las valoraciones de los activos** (gráfico 1).



En el capítulo se analizan y **se observan fuertes vínculos entre la expansión de la liquidez mundial y los precios de los activos, como los rendimientos de las acciones, en las economías receptoras de liquidez, así como una acumulación de reservas oficiales y entradas de flujos de cartera en las economías receptoras de liquidez** (gráfico 2).



Las autoridades económicas de las economías receptoras pueden utilizar varias **opciones de política económica para hacer frente a aumentos de la liquidez mundial y de las entradas de capital**. El menú de respuestas de política económica para mitigar los riesgos relacionados con aumentos de las entradas de capital incluye las siguientes:

* **Una política cambiaria más flexible, en particular cuando el tipo de cambio esté subvaluado. El análisis muestra que un tipo de cambio flotante puede utilizarse para protegerse ante aumentos de la liquidez mundial y las consiguientes presiones de valoración sobre los activos internos.**
* **Una acumulación de reservas (utilizando una intervención esterilizada o no esterilizada, según corresponda).**
* **Reducir las tasas de interés si las perspectivas de la inflación lo permiten.**
* **Una política fiscal más restrictiva cuando la orientación general de la política macroeconómica sea expansiva.**
* **Reforzar la regulación prudencial en el sistema financiero.**

**Si las condiciones lo permiten, la liberalización de los controles de las salidas de capital también puede resultar útil. La combinación adecuada de políticas dependerá de las circunstancias específicas de cada país.**

**Si estas medidas de política no son suficientes y si es probable que los aumentos de las entradas de capital sean temporales, los controles de capital pueden ser útiles para complementar la batería de instrumentos de política monetaria**… **La aplicación de políticas macroeconómicas bien formuladas a lo largo de un ciclo económico puede ayudar a atenuar los efectos de los aumentos y las retiradas abruptas de los flujos de capital.**

**Los datos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital no son concluyentes. Existen indicios de que estos controles pueden prolongar el vencimiento de algunos tipos de entradas -aunque no reducir su volumen- y generar mayor margen para el uso de la independencia de política monetaria**…

**Aunque los controles de capital resulten ser útiles para hacer frente a un aumento de las entradas de capital en un país determinado, estos controles pueden tener efectos multilaterales adversos. La adopción de controles de capital en un país, si resultan eficaces, puede desviar los flujos de capitales hacia otros países, alentando la introducción de controles de capital en aquellos países. Una dependencia generalizada de los controles de capital puede retrasar la aplicación de los ajustes macroeconómicos necesarios en los distintos países y, en el entorno actual, evitar el reequilibrio de la demanda y, por ende, frenar la recuperación y el crecimiento mundiales.**

**Fondo Monetario Internacional**

**Informe sobre la estabilidad financiera mundial (Informe *GFSR*). Julio 2010**

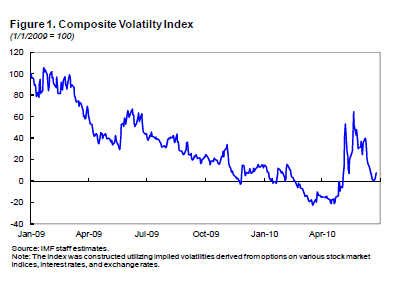
(Partes más destacadas del Informe)

**La estabilidad financiera retrocede al materializarse los riesgos soberanos**

**El avance hacia la estabilidad financiera mundial ha sufrido un retroceso recientemente pese a una mejora general de las condiciones económicas y un largo período de saneamiento tras la quiebra de Lehman Brothers. Los riesgos soberanos en algunas partes de la zona del euro se han materializado y se han extendido al sector financiero de la región, con la amenaza de propagarse a otras regiones y de reactivar una interacción negativa con la economía. Se necesitan nuevas acciones contundentes para dar seguimiento a las importantes medidas de política que se han tomado a escala nacional y supranacional para apuntalar la confianza en el sistema financiero y garantizar la continuidad de la recuperación económica.**

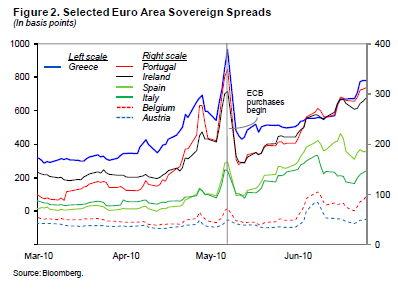
**Aunque la recuperación económica mundial permanece intacta, el avance hacia la estabilidad financiera experimentó un retroceso a finales de abril y comienzos de mayo. Los efectos de contagio entre las entidades soberanas y el sistema bancario agudizaron los riesgos de mercado y de liquidez. Una vez más, los bancos se muestran menos dispuestos a conceder préstamos a otros bancos, salvo con vencimientos mínimos, y menos aún a bancos de países de la zona del euro que parecen estar enfrentando mayores dificultades de política económica. Además, ha aumentado la volatilidad de los precios de los activos financieros y ha disminuido el apetito de riesgo de los inversionistas. Estos riesgos financieros han hecho más probable la reaparición de una interacción negativa con la economía, aunque hasta la fecha hay pocos indicios de que eso esté ocurriendo.**

Las tensiones más agudas en los mercados se han disipado en cierta medida en el último mes aproximadamente, pero **la confianza del mercado sigue siendo frágil**. **Los activos tradicionales de refugio** -como las letras del Tesoro de Estados Unidos, los bonos alemanes (*bunds*) y el oro- **se han revalorizado**. **Los activos de mayor riesgo**, como los precios de acciones de los mercados maduros y emergentes, **revirtieron gran parte de los avances obtenidos a comienzos del año,** y recientemente solo han logrado una recuperación vacilante. **Los precios de las materias primas volvieron a descender** a los niveles observados en el tercer trimestre del año pasado. Y si bien la volatilidad ha disminuido algo últimamente, aún es mayor que en el período previo a la contracción (gráfico 1).



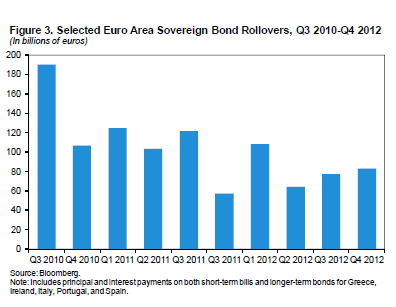
**Los riesgos soberanos se intensifican**

**La dinámica del mercado obedece a la persistencia de intensas presiones sobre algunos mercados de deuda soberana** (gráfico 2). Estas presiones se deben en parte a la actual reevaluación del riesgo de crédito soberano en la zona del euro. **Al crearse el euro desapareció el riesgo cambiario dentro de la zona y surgió una expectativa de convergencia fiscal y macroeconómica entre los países integrantes de la zona. Esto se vio reflejado en una reducción significativa de los diferenciales soberanos regionales hasta hace muy poco tiempo. A raíz de las dificultades fiscales de Grecia, los inversionistas ahora están recalculando el precio de estos riesgos en toda la región. Esto destaca la necesidad de que las autoridades sigan llevando a cabo planes creíbles de consolidación fiscal y fortaleciendo la gestión de la economía en la zona del euro.**



**El anuncio de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera y del programa del Banco Central Europeo (BCE) para comprar valores ayudó a aliviar algunas de las presiones más intensas en el mercado de bonos de la zona del euro**. Tras el anuncio del programa de compra de valores a comienzos de mayo, los diferenciales de los bonos soberanos de Alemania frente a la deuda de Grecia, Portugal e Irlanda se redujeron. Pero últimamente este efecto ha decaído, y la liquidez del mercado de estos títulos de deuda ha seguido siendo escasa1. En cambio, los diferenciales de los bonos españoles e italianos han seguido aumentando y ahora se encuentran en niveles más altos que a comienzos de año.

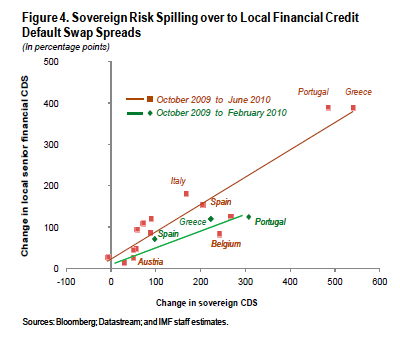
**Últimamente también ha surgido una cierta diferenciación del crédito soberano entre Alemania, que se ha beneficiado de los flujos en busca de refugio, y Bélgica, Austria y Francia. Las presiones en el mercado de bonos públicos se deben en parte a las fuertes necesidades de refinanciamiento**. Los países de la zona del euro en que actualmente se registra un aumento considerable de los diferenciales frente a los bonos alemanes necesitan refinanciar aproximadamente € 300.000 millones de deuda que vence en el tercer y cuarto trimestres de este año (gráfico 3). Al hacerlo, tendrán que competir con las ingentes necesidades de refinanciamiento de Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y otros países de la zona del euro, cuyo total asciende a aproximadamente US$ 4 billones, con vencimientos en el tercer y el cuarto trimestres.



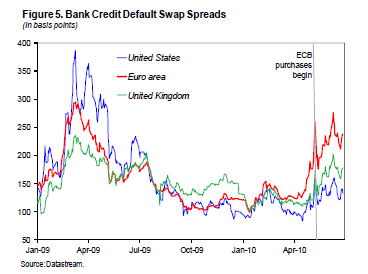
**Efectos de contagio en los bancos**

**El aumento de los riesgos soberanos ha tenido una incidencia importante en la estabilidad financiera, dada la actual exposición de los bancos europeos a la deuda soberana**. Los comovimientos recientes de **los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento del deudor (CDS) de bancos europeos con los diferenciales de los CDS soberanos se han intensificado** desde la publicación de nuestras estimaciones en la edición de abril de 2010 del *GFSR* (gráfico 4).

**Esto se debe a las importantes tenencias de deuda soberana de los bancos, pero también al aumento de los riesgos de interacciones negativas entre los sectores soberano y financiero y las repercusiones potenciales en los balances públicos, en el caso de que los bancos débiles necesiten apoyo.**

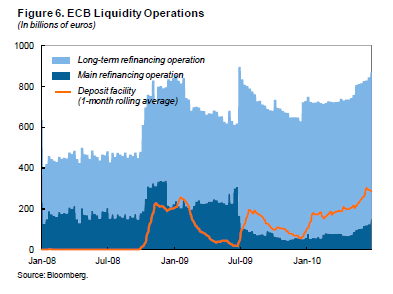


**Ante la mayor incertidumbre acerca de la salud de algunos bancos, los diferenciales medios de los CDS de bancos están aumentando en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro** (gráfico 5). En parte, las presiones sobre los bancos se han visto exacerbadas por las secuelas del saneamiento de los balances de los bancos a lo largo de los últimos tres años, proceso inconcluso que ha avanzado más lentamente en la zona del euro que en Estados Unidos y el Reino Unido, y que ha dejado por lo menos a ciertos tipos de bancos con focos persistentes de vulnerabilidad, capacidad excesiva y baja rentabilidad. Por otro lado, la falta de detalles sobre los tipos de regulaciones o gravámenes que se aplicarán a los bancos y sobre el cronograma de implementación está creando mayor incertidumbre entre los inversionistas.



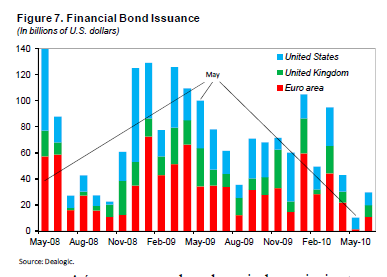
**Las exposiciones transfronterizas de los bancos son el vector de transmisión de los riesgos soberanos a los bancos, desde donde se propagan a los demás sistemas bancarios de la región y a otros lugares. Aunque estos vínculos ofrecen ventajas de diversificación durante las etapas de prosperidad, se convierten en canales de contagio en situaciones de tensión.**

**La incertidumbre en torno a las exposiciones de los bancos a la deuda soberana de países que enfrentan desafíos de política económica ha causado fuertes tensiones de financiamiento interbancario**. Las mayores preocupaciones respecto al riesgo de contraparte han vuelto a ampliar los diferenciales entre las tasas LIBOR a más largo plazo y de *swaps* sobre índices a un día (OIS). **Para aliviar estas tensiones, el BCE y la Reserva Federal de Estados Unidos reintrodujeron cierta flexibilidad en sus operaciones de liquidez.** El BCE suspendió los requisitos de garantía en el caso de la deuda soberana griega y reactivó algunas de sus operaciones a largo plazo, mientras que la Reserva Federal reabrió sus líneas de *swap* de divisas. **A pesar de estos esfuerzos para mejorar el funcionamiento del mercado interbancario, los bancos de la zona del euro todavía están acaparando liquidez y colocando esos fondos en la facilidad de depósito del BCE** (gráfico 6).



**En el mercado interbancario, la demanda de financiamiento a corto plazo en dólares es fuerte**. Por ejemplo, los fondos del mercado monetario en Estados Unidos han estado disminuyendo sus exposiciones financieras en Europa, lo que implica una reducción de las fuentes de financiamiento en dólares para las instituciones europeas. Las líneas de *swap* de divisas del banco central, reabiertas para reforzar el mercado, han ayudado a apuntalar la confianza, si bien se han usado poco.

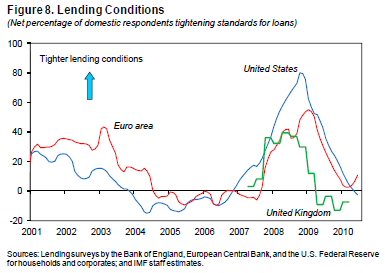
**Los bancos también soportan fuertes presiones de financiamiento derivadas del vencimiento de bonos**. Tal como se destacó en la edición del de abril de 2010 del *GFSR*, los bancos se enfrentan a una serie continua de vencimientos en los próximos años, sobre todo en la zona del euro, y la turbulencia reciente por lo menos ha enfriado temporalmente el mercado primario de emisión de bonos de instituciones financieras (gráfico 7).



**Amenazas a la recuperación**

**La transmisión de riesgos soberanos ha ocurrido en el ámbito financiero principalmente, pero han aumentado las posibilidades de que surjan interacciones negativas con la economía**. Como se señala en la actualización de *Perspectivas de la* *economía mundial* de julio de 2010, los riesgos que pesan sobre la recuperación se han agudizado mucho. Las presiones sobre el financiamiento bancario pueden acelerar el proceso de desapalancamiento que está en curso. Aún no se puede saber si el crecimiento efectivo del crédito bancario empeorará en la zona del euro, después de que se estabilizara recientemente en tasas interanuales, apenas positivas. **Hay indicios de que el relajamiento de las normas de concesión de crédito de los bancos de la zona del euro se ha revertido en cierta medida y que se retorna a una tendencia restrictiva** (gráfico 8).

**Además del posible impacto negativo en el crédito bancario, la reciente turbulencia del mercado y la ampliación de los diferenciales de crédito coincidieron con un colapso de las emisiones de bonos de empresas no financieras en mayo**. Pese a un repunte reciente en junio, las emisiones de empresas europeas fueron particularmente anémicas, y más reducidas que en el período que rodeó a la quiebra de Lehman. De continuar, estas condiciones más restrictivas podrían empezar a tener un efecto significativo en la disponibilidad de crédito para las empresas.



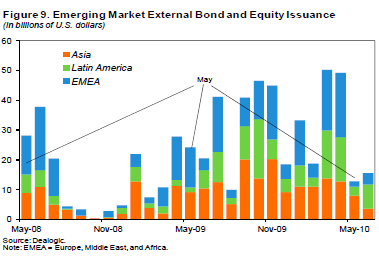
**El repliegue de las políticas extraordinarias se posterga en algunos países**

**Los potenciales riesgos económicos a la baja y las tensiones en los mercados interbancarios y soberanos han complicado el repliegue de las políticas fiscales, monetarias y financieras de carácter extraordinario adoptadas algunos meses atrás. Para los principales bancos centrales, en especial el BCE, los mercados ahora prevén una prolongación del “período ampliado” de aplicación de políticas monetarias muy acomodaticias**. De hecho, el BCE no solo ha reactivado algunas de sus operaciones extraordinarias de suministro de liquidez, sino que además ha anunciado un programa para comprar deuda soberana.

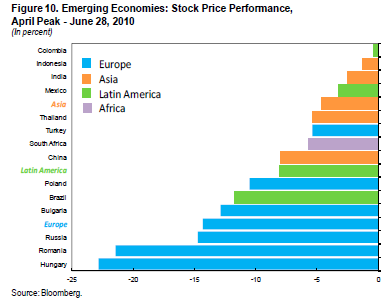
**Las condiciones de financiamiento en los mercados emergentes se endurecen**

**Los mercados emergentes están sintiendo los efectos de la agudización de los riesgos en la zona del euro, reflejada en un menor apetito de riesgo en general, que a su vez da lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiamiento. Los flujos de cartera hacia los mercados emergentes se han revertido parcialmente, tras haber aumentado significativamente durante casi un año entre marzo de 2009 y abril de 2010, y las valoraciones de los activos han disminuido.**

**Además, las emisiones de bonos y acciones de entidades soberanas y empresariales de los mercados emergentes también se estancaron en mayo**, aunque algunas regiones se vieron menos afectadas que otras y es posible que la tendencia sea de carácter temporal en su mayor parte (gráfico 9). Las emisiones en Asia, por ejemplo, no han disminuido drásticamente.

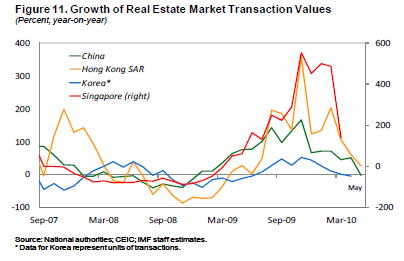


**Como es natural, los efectos de contagio de las economías maduras de Europa se están sintiendo en la mayoría de los países emergentes de Europa, donde los vínculos directos son mayores**. Los mercados de acciones de Rumania y Hungría y los de Europa emergente como región fueron los más afectados en comparación con otros países y regiones de mercados emergentes (gráfico 10).



**Los bancos de las economías maduras de Europa son los más expuestos a los países emergentes de Europa**. Estas exposiciones hacen pensar que ciertos mercados emergentes podrían experimentar una nueva escasez de crédito si las tensiones de financiamiento obligan a los bancos europeos a replegar sus flujos crediticios transfronterizos.

**Las preocupaciones iniciales en torno a los mercados inmobiliarios de Asia están cediendo gracias a que las medidas prudenciales parecen estar surtiendo efecto.** Se ha desacelerado el ritmo de aumento del valor de las transacciones inmobiliarias y la proporción de préstamos inmobiliarios en la cartera de créditos nuevos de los bancos también está a la baja (gráfico 11), pero conviene seguir vigilando los acontecimientos en este ámbito.



**Los riesgos cambiarios están en aumento**

**La depreciación del euro tiene la ventaja de que compensa en parte el impacto negativo de la agudización de los riesgos soberano y bancario en el crecimiento de la zona del euro.**

**Pero la confluencia de los riesgos macroeconómico, de crédito soberano y del sector bancario, también ha incrementado las posibilidades de un ajuste desordenado de los tipos de cambio. El euro soporta una fuerte presión a la baja, y está aproximándose a lo que sería un nivel multilateral adecuado según un análisis de los fundamentos a mediano plazo. Al mismo tiempo, la volatilidad del mercado ha estado en aumento.**

**Prioridades en materia de políticas**

**Se precisan medidas de política en varios frentes para reforzar la confianza y seguir estabilizando los mercados financieros.**

**Hay que atacar la raíz del problema, el riesgo soberano, particularmente en el caso de los países de la zona del euro que soportan una intensa presión del mercado, los cuales tienen que avanzar más y de forma creíble en la reducción de los déficits fiscales y la formulación de mejores estrategias para la gestión de la deuda pública**. Dadas las presiones de financiamiento, estos países ya se vieron obligados a emprender una consolidación fiscal inmediata y han avanzado significativamente en ese sentido. **En términos más generales, el ajuste fiscal debería formar parte de los planes de consolidación a mediano plazo.** Esos planes tienen que ser creíbles para evitar una reacción negativa del mercado debida a la imposición de un ajuste fiscal que sea aún más pesado en el período inicial. **Para los participantes en el mercado, el anuncio de los planes de consolidación es una condición necesaria pero no suficiente para lograr la sostenibilidad de la deuda, ya que aún les preocupa la posibilidad de que los gobiernos tengan dificultades para generar un crecimiento nominal adecuado en un entorno de desinflación**. Por lo tanto, es necesario conjugar el anuncio de planes creíbles de consolidación fiscal con medidas estructurales para apoyar el crecimiento potencial. En varios países de la zona del euro ya se están debatiendo las medidas concretas en este sentido.

En el ámbito financiero, la confianza del mercado mejorará gracias a las decisiones sólidas ya tomadas, pero las siguientes medidas también serían muy beneficiosas:

* **Poner plenamente en funcionamiento la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera de € 440.000 millones, ahora que ya ha concluido la difícil tarea de establecerla.**
* **Seguir proporcionando apoyo de liquidez del BCE a los mercados secundarios de bonos. Los mercados aún no están convencidos del compromiso del banco central de ampliar las compras, si fuera necesario, para impedir que siga deteriorándose el funcionamiento del mercado.**
* **Procurar una mayor transparencia y la aplicación de pruebas de tensión más creíbles en los bancos europeos. Un aspecto crítico en la actualidad es la incertidumbre acerca de las exposiciones de cada banco, como por ejemplo en lo relativo a la deuda soberana, factor que aboga por una mejor la declaración de datos por parte de los bancos europeos. La publicación de los resultados de las pruebas de tensión en curso y la decisión del Comité de Supervisores Bancarios Europeos de extender dichas pruebas a muchos más bancos es un paso muy importante. Al mismo tiempo, la publicación de los resultados de las pruebas de tensión de cada banco a escala nacional tendrá que complementarse con un plan en el que se especifique cómo se gestionarán los casos de las instituciones deficientemente capitalizadas. En general, es necesario mejorar las normas de declaración y divulgación de datos de los bancos, sobre todo en el caso de las instituciones que no cotizan en bolsa y las que no presentan informes trimestrales.**
* **Poner en práctica soluciones creíbles para el problema de los bancos débiles. Estos bancos están exacerbando las tensiones actuales en los mercados de financiamiento, y se necesita un mecanismo más cabal para su resolución, reestructuración o recapitalización. A tales efectos, se deben activar sin demora mecanismos públicos, existentes o nuevos, a escala nacional. Cuando sea necesario, se debe recurrir a acuerdos supranacionales para abordar los problemas de los bancos.**

**Será necesario aplicar firmemente estas medidas de política para apuntalar la confianza del mercado, paliar las inquietudes acerca de la deuda soberana y la salud del sistema bancario y apoyar la recuperación económica de la zona del euro.**

Es igualmente importante que las autoridades eviten errores en la aplicación de las políticas.

**Las medidas no coordinadas y aisladas para suspender las operaciones en ciertos mercados solo sirven para trasladar los riesgos a otros mercados u otras jurisdicciones y para incrementar la incertidumbre sobre los tipos de medidas que se tomarán posteriormente.**

**En muchas de las otras economías avanzadas, la meta principal debería ser afianzar la consolidación fiscal a mediano plazo**… **Estos países también tienen que aplicar simultáneamente políticas estructurales para elevar el crecimiento económico potencial con el fin de aliviar las presiones de consolidación y abordar el problema del gasto en prestaciones sociales relacionadas con el envejecimiento de la población. Asimismo, los mecanismos de apoyo proporcionados por los bancos centrales, como la flexibilización cuantitativa o el apoyo explícito a los mercados de crédito y bonos, seguirán siendo necesarios por el momento.**

**La merma de las entradas de capital hace que los países de mercados emergentes se planteen la duda de si la inestabilidad en la zona del euro lleva a los inversionistas a replegar en general sus actividades en los mercados extranjeros o si los flujos hacia los mercados emergentes se reanudarán a medida que los inversionistas busquen alternativas para evitar la mayor volatilidad de los mercados de los países avanzados.** **Los países receptores se enfrentan a la probabilidad de una mayor volatilidad vinculada a una tendencia ascendente de la afluencia de capital. Por esta razón tienen que reforzar sus políticas macroeconómicas y prudenciales para reducir su vulnerabilidad a un cese repentino de los flujos o a un aumento excesivo del crédito o de los precios de los activos**. Además de las políticas macroeconómicas sólidas y las políticas prudenciales bien definidas, también son importantes las medidas estructurales orientadas a desarrollar los sistemas financieros en los países de mercados emergentes. Las mejoras de la infraestructura financiera pueden ayudar a generar resistencia frente a la volatilidad de los flujos.

**En el ámbito de la reforma regulatoria, los esfuerzos para hacer más seguro el sistema financiero mundial tienen que continuar de manera expedita. Es necesario concretar los elementos básicos de las reformas -relativas a la calidad y cantidad de capital y al aumento de la liquidez- y establecer un calendario apropiado para su implementación.** El actual grado de incertidumbre en torno al conjunto definitivo de reformas está complicando la tarea de los bancos a la hora de tomar decisiones ejecutivas con respecto a sus distintas actividades y está limitando su disposición a otorgar préstamos. Por lo tanto, es necesario aclarar los detalles y el cronograma de las reformas regulatorias programadas…

**La supervisión sólida es un complemento crucial de la reforma regulatoria**. Esto es cierto durante los períodos de estabilidad, pero más aún durante la etapa de transición, en la que pueden registrarse diferencias entre las jurisdicciones en la implementación de las reglas nuevas. La observancia de principios de supervisión estrictos puede ayudar a contener el riesgo de arbitraje regulatorio.

**En resumen, las mejoras recientes en la estabilidad mundial están amenazadas por la confluencia de riesgos soberanos y bancarios en la zona del euro que, si no son objeto de una vigilancia continua y concertada, podrían propagarse a otras regiones. La rápida implementación de las importantes y acertadas decisiones tomadas por las autoridades gubernamentales de la zona del euro será un factor clave para infundir calma en los mercados financieros**. Se necesitan otras medidas creíbles e inmediatas para estabilizar las instituciones financieras. La consolidación de la estabilidad financiera será importante para mantener bien encaminada la recuperación económica.

**Banco de Pagos Internacionales** - **80º Informe Anual**

**1de abril de 2009 - 31 de marzo de 2010**

(Partes más destacadas del Informe)

**Resumen de los capítulos económicos**

**La crisis financiera deja a las autoridades un legado abrumador, especialmente en los países industriales. Al instaurar nuevas políticas, deberán adoptar un enfoque a medio y largo plazo, lidiando al mismo tiempo con una recuperación aún frágil y desigual. Los hogares apenas comienzan a reducir su endeudamiento, por lo que siguen moderando su consumo. Las extraordinarias medidas de apoyo contribuyeron a contener el contagio entre mercados, evitando así lo peor, pero algunas de ellas han retrasado los necesarios ajustes en la economía real y en el sector financiero, donde la reducción del apalancamiento y la recomposición de los balances distan de haberse completado. Todo ello continúa minando la confianza. Existe el riesgo de que las vulnerabilidades que aún persisten en el sector financiero, unidas a los efectos secundarios de unos “cuidados intensivos” prolongados, provoquen una recaída y arruinen los esfuerzos de reforma.**

**Las medidas de apoyo macroeconómico tienen sus límites. Las recientes reacciones del mercado revelan que en algunos países los estímulos fiscales han llegado a su límite.** Diversas economías industriales requieren de inmediato una consolidación fiscal contundente, que deberá ir acompañada de reformas estructurales que faciliten el crecimiento y aseguren la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En materia de política monetaria, pese a la frágil coyuntura macroeconómica y a la baja inflación subyacente en las principales economías avanzadas, **conviene no olvidar que si las tasas de interés se mantienen próximas a cero demasiado tiempo en un entorno de abundante liquidez, se crean distorsiones que amenazan la estabilidad financiera y monetaria.**

**Es necesario acometer una reforma fundamental del sistema financiero para asentarlo sobre bases más estables que puedan garantizar altos niveles de crecimiento sostenible en el futuro**. Sobre todo, la reforma deberá proporcionar políticas más eficaces de regulación y supervisión que se inserten dentro un marco integrado. **Este nuevo marco global para la estabilidad financiera combinaría elementos de las políticas macroeconómica, reguladora y supervisora**. Además, con el respaldo de firmes mecanismos de buen gobierno y de la cooperación internacional, dicho marco promoverá no sólo la estabilidad financiera sino también la macroeconómica.

**Mientras algunas economías de mercado emergentes corren el riesgo de sufrir un recalentamiento, el PIB de la mayoría de las economías avanzadas aún se sitúa muy por debajo de su nivel previo a la crisis, pese a los intensos estímulos monetarios y fiscales aplicados. En cuanto a los niveles de deuda pública, su rápido crecimiento plantea cuestiones urgentes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.**

**Aunque los bancos han reforzado sus reservas de capital y sus beneficios han crecido gracias a diversos factores transitorios, siguen expuestos a nuevas pérdidas por impago.** Como han demostrado las recientes perturbaciones en los mercados de financiación, **las entidades bancarias pueden sufrir importantes tensiones a la hora de refinanciarse si la percepción del mercado se torna en su contra**. Aunque los bancos de los países en crisis han avanzado en la recomposición de sus balances, el proceso dista mucho de haber concluido. **No deben cejar los esfuerzos por reestructurar y reforzar el sistema financiero.**

Los bancos centrales redujeron con determinación las tasas de interés oficiales durante la crisis con el propósito de estabilizar el sistema financiero y la economía real. Estos recortes esenciales, reforzados con medidas no convencionales orientadas a corregir disfunciones del mercado financiero, contribuyeron a evitar el colapso económico. Ahora bien, **no cabe prolongar indefinidamente una política monetaria de carácter expansivo. Si las tasas de interés son bajas, pueden distorsionar las decisiones de inversión, y cuando son extremadamente reducidas durante mucho tiempo, pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera que deben sopesarse cuidadosamente, ya que podrían incitar a los prestatarios a acortar los plazos de su deuda, facilitar el apalancamiento en posiciones de riesgo y retrasar la necesaria corrección de los balances financieros**. Si bien las autoridades pueden y deben abordar estos riesgos con otras herramientas, es posible que tengan que endurecer la política monetaria antes de lo que sugerirían por sí solas las perspectivas macroeconómicas.

**Las economías de mercado emergentes se están recuperando con vigor y están viendo repuntar las presiones inflacionistas. Dadas las bajas tasas de interés oficiales en los principales centros financieros, muchas de ellas temen que sus buenas perspectivas de crecimiento puedan atraer flujos de capitales desestabilizadores que presionen al alza sus monedas. Algunas de estas economías mantienen bajas sus tasas de interés oficiales y combaten dicha apreciación con intervenciones masivas en los mercados de divisas.**

**Estas medidas tienden a ir asociadas a una marcada expansión de los balances bancarios, un intenso crecimiento del crédito y auges excesivos en el precio de los activos. Con todo ello, el riesgo de recalentamiento no hace sino aumentar. Para propiciar un crecimiento nacional y mundial más equilibrado, algunas economías de mercado emergentes podrían recurrir en mayor medida a la flexibilidad cambiaria y al endurecimiento de la política monetaria. Además, las herramientas prudenciales son importantes para mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero ante perturbaciones financieras externas e internas, mientras que los controles de capital pueden desempeñar un papel limitado y transitorio, siendo discutible su eficacia a medio plazo.**

**Los niveles de deuda pública que arrastran numerosos países industriales han tomado una senda insostenible. Los déficits presupuestarios actuales, en parte cíclicos pero también inflados por las políticas de respuesta a la crisis, son elevados en proporción al PIB**. Al mismo tiempo, el aumento del gasto vinculado al envejecimiento de la población se prevé considerable en las próximas décadas. **Lo ocurrido recientemente en Grecia y en otras naciones de Europa meridional ha mostrado lo rápido que pueden propagarse a otros países las dudas de los inversionistas sobre la solidez de las cuentas públicas de una economía.** Además, **los altos niveles de deuda pública pueden lastrar el crecimiento económico a largo plazo y, en último término, constituir una amenaza para la estabilidad monetaria.**

**Estos riesgos subrayan la urgente necesidad de arbitrar medidas creíbles que reduzcan los déficits fiscales en numerosos países industriales. Abordar los desequilibrios fiscales a largo plazo exige reformas estructurales que fomenten el crecimiento del producto potencial y contengan el incremento futuro de los gastos asociados a la distribución por edades de la población.** Dichas medidas pueden tener efectos adversos sobre el crecimiento económico a corto plazo, pero peor sería tener que afrontar la súbita pérdida de la confianza del mercado. **Un programa de consolidación fiscal, que recortase los déficits en varios puntos porcentuales del PIB durante algunos años, aportaría importantes ventajas, como tasas de interés a largo plazo bajas y estables, un sistema financiero menos frágil y, en definitiva, mejores perspectivas para la inversión y un crecimiento sostenido a largo plazo.**

**La crisis puso de manifiesto las deficiencias en algunos modelos de negocio del sector financiero. Durante mucho tiempo, las empresas financieras obtuvieron una rentabilidad económica comparativamente baja, pero recurrieron a un elevado apalancamiento para cumplir objetivos de rentabilidad sobre recursos propios. Además, supieron aprovechar al máximo la financiación a corto plazo barata. Esta estrategia elevó la volatilidad de sus beneficios, especialmente en periodos de tensión en los mercados**. Desde la crisis, los inversionistas han sido más selectivos a la hora de elegir entidades financieras, favoreciendo a aquéllas con modelos de negocio más prudentes y mayor capacidad de reacción. **En estos momentos, la prioridad de los responsables de las políticas es incorporar en el marco regulador esta mayor severidad que impone el mercado. Un capital de mejor calidad, un menor apalancamiento y una financiación más estable deberían reforzar la futura capacidad de reacción del sector.** Esto no tiene por qué minar la rentabilidad a medio plazo, en especial si la reestructuración prosigue y se elimina progresivamente el exceso de capacidad. Además, unos modelos de negocio más robustos requerirían menores costes de financiación, contribuyendo de ese modo a que la rentabilidad del sector sea alta, estable y sostenida.

**La estabilidad del sistema financiero se ve socavada por la presencia de incentivos distorsionados y efectos de refuerzo procíclicos**. La política macroprudencial, que amplía la perspectiva de la política prudencial tradicional, puede reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero ante la prociclicidad adaptando las herramientas prudenciales convencionales. Por ejemplo, **podrían acumularse reservas de capital anticíclicas en los periodos de auge, cuando el crecimiento del crédito superase la tendencia, para luego liberarlas durante la desaceleración**. Otras medidas, como los **límites máximos a la relación préstamo/valor (LTV) en el crédito hipotecario**, actuarían como un estabilizador automático, al ejercer un mayor efecto restrictivo durante los periodos de expansión, precisamente cuando los bancos tienden a conceder más crédito aceptando relaciones préstamo/valor más altas. **Dichas medidas podrían contribuir a contener los excesos en el crédito y en el precio de los activos, atenuando con ello la acumulación de vulnerabilidades financieras de carácter sistémico.**

**Abordar la prociclicidad es una tarea que está estrechamente ligada a la política de estabilización macroeconómica tradicional. Un sistema financiero con mayor capacidad de reacción complementa las políticas fiscales y monetarias anticíclicas para responder a las amenazas que pesan sobre la estabilidad financiera en épocas de desaceleración.** Ahora bien, **la política monetaria tiene que oponerse más a la acumulación de vulnerabilidades financieras sistémicas durante las épocas de expansión**, lo que puede hacer ampliando su horizonte temporal, fomentando así de manera más eficaz la estabilidad de precios a largo plazo.

I. **Más allá del rescate: salir de cuidados intensivos y concluir las reformas**

**Tres años después del estallido de la crisis, las expectativas de recuperación y de reformas económicas son elevadas, pero la paciencia es limitada. Las autoridades se enfrentan a un legado abrumador: los efectos secundarios de las continuas medidas de apoyo macroeconómico y financiero, junto con las vulnerabilidades no resueltas del sector financiero, amenazan con obstaculizar la recuperación. Además falta por completar el paquete de reformas necesarias para mejorar la capacidad de resistencia del sistema financiero.**

**Cuando estalló la crisis financiera transatlántica hace ya casi tres años, la respuesta de las autoridades consistió en aplicar un tratamiento de urgencia y administrar una potente medicación: elevadas dosis de ayuda directa al sistema financiero, bajas tasas de interés, amplia expansión de los balances de los bancos centrales e ingentes estímulos fiscales. Pero unas medidas tan contundentes comportan fuertes efectos secundarios y sus riesgos comienzan a hacerse visibles.**

**A continuación se indican los mayores problemas que pueden surgir del uso continuado de estas medidas extraordinarias. Las ayudas directas tienden a retrasar ajustes posteriores de vital importancia, con el consiguiente riesgo de crear entidades “zombi”, tanto financieras como no financieras**. **Las bajas tasas de interés que prevalecen en la economía mundial están desalentando la necesaria reducción del apalancamiento, sumándose así a las distorsiones del sistema financiero y causando problemas en otros ámbitos. La expansión sostenida de sus balances hace que los bancos centrales sigan dominando algunos segmentos de los mercados financieros, lo que puede distorsionar la valoración de algunos bonos y préstamos financieros importantes, desalentar la necesaria participación en el mercado de particulares e instituciones privadas y aumentar el riesgo moral al señalar que existe un comprador de último recurso para ciertos instrumentos. Además, los estímulos fiscales están acrecentando cada vez más la deuda pública, que en algunos países ha emprendido una senda claramente insostenible.**

**Ha llegado el momento de preguntarse cuándo y cómo empezar a prescindir de estas contundentes medidas. No podemos ignorar el hecho de que la acumulación de efectos secundarios entraña un riesgo que, como poco, recomendaría la retirada de estas medidas antes de lo que muchos preferirían**. Ahora bien, la retirada de algunas de ellas se ve dificultada por el estado del sector financiero y por las perspectivas macroeconómicas, que son frágiles en muchos países industriales y hacen arriesgado el endurecimiento de las políticas actuales.

**En cuanto a las reformas, se está trabajando a buen ritmo. Existen propuestas detalladas y de amplio alcance cuyo objetivo es atajar las diversas causas de la crisis y los efectos de posibles amenazas futuras. Estas reformas harán menos probable una próxima crisis y, en caso de se produzca, ayudarán a que sea menos severa**. Sin embargo, tal y como mencionamos hace un año, el éxito exige la contribución de todos. **Los reguladores tienen que revisar su forma de enfocar la seguridad de los tres elementos esenciales del sistema financiero: instrumentos, mercados e instituciones. Deben establecer un marco macroprudencial para promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, más allá de la solidez de cada uno de sus componentes. Las autoridades fiscales han de esforzarse por mantener la sostenibilidad a largo plazo, asegurándose de que sus políticas absorben las perturbaciones (en vez de potenciarlas), acumulando para ello reservas en los buenos momentos con las que poder afrontar los malos. En cuanto a los bancos centrales, deben oponerse a los auges del crédito y del precio de los activos, reconociendo la amenaza que constituyen para la estabilidad de precios y para el crecimiento. El programa de reformas en todos estos frentes (regulador, fiscal y monetario) debe definirse y aplicarse hasta el final.**

La primera parte de este capítulo introductorio esboza brevemente las medidas extraordinarias adoptadas durante la crisis y los riesgos derivados de su prolongada aplicación, que principalmente actuó sobre los síntomas. En las secciones posteriores, examinamos las causas subyacentes de la crisis, analizamos el trabajo que se está desarrollando para reformar el sistema financiero y evaluamos lo que todavía queda por hacer.

**Servicio de urgencias: respuesta inicial a la crisis**

**Al acentuarse la crisis con la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades aplicaron una serie de medidas de emergencia de intensidad creciente con el objetivo de sostener los sistemas financieros y la economía real.** Se trataba en definitiva de medidas típicas de una unidad de urgencias, que obligaron a dejar para más tarde la consideración de cualquier efecto secundario.

**Las medidas aplicadas por las autoridades variaron en función de la estructura de sus economías y sistemas financieros: avales sobre activos y pasivos bancarios para evitar la retirada masiva de depósitos; préstamos directos concedidos por autoridades fiscales y bancos centrales, así como organismos financieros internacionales, para permitir refinanciar y evitar así los impagos; inyecciones de capital para evitar insolvencias; nacionalizaciones para que las instituciones en quiebra pudieran seguir dando servicio a sus clientes; eliminación de préstamos de baja calidad de los balances del sector privado y soporte al precio de activos cuyos mercados se habían tornado ilíquidos, con la consiguiente expansión de los balances de los bancos centrales; y certificación pública por los supervisores de la suficiencia del capital de grandes bancos**. Si hubiera que enumerar todas las medidas adoptadas, se llenarían páginas con programas específicos en prácticamente todas las economías avanzadas y en numerosas economías de mercado emergentes.

**Al amplio abanico de acciones directas para apuntalar el sistema financiero se unieron políticas macroeconómicas sin precedentes. Así, se adoptaron políticas monetarias y fiscales extremadamente acomodaticias para hacer frente a las consecuencias de la crisis. En Estados Unidos, Europa y Japón, el déficit público supera ya el 5% del PIB y las tasas de interés oficiales se sitúan en torno a cero. Al agotarse la vía convencional de relajación monetaria, los bancos centrales de importantes países desplazaron su foco de atención desde los precios hacia los volúmenes. En los últimos dos años, el volumen de activos de esos bancos centrales casi se ha duplicado y sigue siendo excesivo**.

**Cuidados intensivos: el problema de los efectos secundarios**

**Las políticas de emergencia fueron cruciales en su momento y por lo general lograron sus objetivos a corto plazo, pero en la actualidad, tres años después del estallido de la crisis, muchas de ellas siguen aplicándose. Dicho sin rodeos: la conjunción de las vulnerabilidades persistentes en el sistema financiero con los efectos secundarios de un periodo tan prolongado de cuidados intensivos podría inducir la recaída del paciente.**

**La crisis ha dejado la coyuntura macroeconómica mundial en un estado más deteriorado que hace tres años. En Europa y Estados Unidos, el desempleo es alto y las perspectivas de la demanda débiles. Los programas de apoyo a mercados e instituciones han generado una dependencia de la que el sistema financiero podría tener dificultades para librarse a menos que continúe la actual política monetaria muy relajada. Además, algunos bancos y sistemas bancarios siguen manteniendo altos niveles de apalancamiento y aún parecen necesitar ayuda constante.**

La crisis de la deuda soberana griega ilustra precisamente las fragilidades que perduran en el sistema financiero. A mediados de mayo, las crecientes dificultades asociadas a la solvencia de Grecia desembocaron en problemas de financiación para una serie de bancos, especialmente en Europa, que empezaban a parecerse a los surgidos tras la quiebra de Lehman. Estas dificultades de financiación no sólo reflejaron el nuevo problema de la deuda soberana, sino también las persistentes dudas sobre la calidad de los balances de la banca comercial. Ante esta situación, el BCE se adentró en nuevo territorio anunciando la compra de deuda pública y, al igual que ocurrió en la etapa anterior de la crisis, los bancos centrales abrieron líneas swap de emergencia para resolver algunos problemas de financiación.

**El apalancamiento continúa elevado en los sectores no financieros de muchos de los países que sufrieron de lleno la crisis**. Según se argumenta en el Capítulo II, **los hogares de estas economías han comenzado a reducir su endeudamiento, pero su significativo aumento por parte del sector público ha incrementado sustancialmente los niveles de deuda del sector no financiero desde 2007, y para finales de 2010 se prevé que hayan crecido en un 20-40% del PIB en Alemania, España, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido. El alto apalancamiento sostenido no sólo implica la fragilidad de los balances de los sectores público y privado, que llevará años solucionar, sino que también limita seriamente el margen de intervención de la política fiscal si se hiciera necesario otro rescate público o privado.**

Ciertamente, lo acontecido en el caso de Grecia subraya la **posibilidad de que gobiernos altamente endeudados no puedan actuar como compradores de último recurso para salvar a bancos en crisis.** Es decir, **a finales de 2008 y principios de 2009, fueron los gobiernos quienes prestaron apoyo a la banca cuando ésta tuvo problemas, pero si la deuda del propio gobierno acabase no hallando comprador, cualquier futuro rescate del sistema bancario tendría que provenir del exterior.**

La crisis de la deuda soberana griega puede haber retrasado la introducción de medidas monetarias restrictivas, pero **cuanto más tiempo permanezcan bajas las tasas de interés en las principales economías avanzadas, mayores serán las distorsiones que generen, tanto a nivel nacional como internacional**. Como explica el Capítulo III, **un periodo prolongado de tasas de interés reales excepcionalmente bajas puede llegar a alterar las decisiones de inversión, posponer el reconocimiento de pérdidas, aumentar la asunción de riesgo con la consiguiente búsqueda de rentabilidad y fomentar elevados niveles de endeudamiento**. **La experiencia reciente, con exactamente esas consecuencias hace apenas cinco años, debiera llevar a extremar la cautela en esta ocasión.** Es cierto que las circunstancias actuales son muy distintas a las de la primera mitad de la década pasada, pero **la crisis de 2007-09 sugiere que los excesos financieros propiciados por las tasas oficiales bajas (auges en el crédito y en el precio de los activos, infravaloración del riesgo, etc.) acaban acarreando efectos devastadores.**

**Para aquellas economías que crecen con fuerza y precisan tasas oficiales más altas, los bajos niveles que predominan en el sistema financiero mundial no ayudan mucho, por no decir nada**. Es más, **los diferenciales entre tasas de interés provocan movimientos de capital.** Como señalan los Capítulos III y IV**, esos flujos presionan sobre los tipos de cambio, favorecen auges del crédito y burbujas en el precio de los activos y desestabilizan la economía cuando los diferenciales entre tasas de interés se normalizan induciendo la reversión de estos flujos.**

**Los grandes desembolsos fiscales destinados a respaldar la demanda agregada tras el estallido de la crisis de 2007-09, junto con los compromisos anteriores por prestaciones de asistencia sanitaria, pensiones y seguridad social, han hecho que la deuda pública se dispare de forma insostenible en muchos países industriales**. Según se examina en el Capítulo V, el envejecimiento de la población empieza a lastrar con fuerza las finanzas públicas de las economías más avanzadas. **Los acontecimientos de la primera mitad de este año muestran que, para algunos países, podría ser ya demasiado tarde para proteger o restablecer con rapidez su posición en los mercados de deuda por sí solos.** Pero, en cualquier caso, se imponen con urgencia esfuerzos considerables de consolidación fiscal, tanto en **algunos países industriales como de forma general, en dos frentes: recortes para contener los déficits actuales y adopción de medidas convincentes para que éstos no se dispararen en el futuro.**

**La consolidación fiscal es más urgente si cabe en aquellos países a los que la crisis sorprendió con altos niveles de deuda como resultado tanto del gasto excesivo como de un bajo potencial de crecimiento debido a su falta de competitividad internacional. Los ajustes fiscales son de aplicación directa, aunque suelen resultar dolorosos. Sin embargo, los países que conforman una unión monetaria con sus principales socios comerciales no tienen la opción de recurrir a la devaluación de su moneda, por lo que la mejora de su competitividad sólo puede proceder de una mayor productividad o de menores salarios nominales.** **Como revela la larga trayectoria de crisis de deuda soberana, cuando los inversionistas pierden la confianza en la capacidad de un país para afrontar el pago de su deuda y se muestran reticentes a seguir invirtiendo en ella, la única opción que queda son los paquetes de ayuda, los rescates e incluso la reestructuración de la deuda.**

**Diagnóstico: identificar las causas de la crisis**

La máxima de todo buen médico debe ser tratar los síntomas de la enfermedad sin olvidar nunca sus causas. Lo que vale para dolencias médicas es igualmente válido para las crisis económicas y financieras, donde las autoridades deben ocuparse de los síntomas y al mismo tiempo seguir adelante con las reformas dirigidas a las causas, para reducir así el riesgo financiero sistémico lo antes posible. Así pues, para valorar mejor cuánto se ha avanzado en estas reformas, primero se resumirán brevemente las causas de la crisis. Todas ellas están sin duda interrelacionadas, pero para facilitar la exposición se dividirán en dos grandes categorías: microeconómicas y macroeconómicas.

*Causas microeconómicas*

**Las causas microeconómicas pueden subdividirse en tres bloques: incentivos distorsionados, errores en la cuantificación y gestión del riesgo, y deficiencias en materia de regulación y supervisión. La combinación de estos fallos permitió a todo el sector financiero contabilizar beneficios demasiado pronto, con demasiada facilidad y sin los adecuados ajustes en función del riesgo.**

**La crisis puso de manifiesto la distorsión de los incentivos para consumidores, inversionistas, empleados del sector financiero y agencias de calificación por igual. Consumidores e inversionistas no supieron tener suficiente cuidado, endeudándose considerablemente e invirtiendo en productos demasiado opacos y complejos. Los directivos de las entidades financieras, alentados por esquemas retributivos centrados en rendimientos a corto plazo y volúmenes de negocio, elevaron el apalancamiento y acumularon enormes riesgos. Las agencias de calificación, abrumadas por la avalancha de productos estructurados de gran complejidad pero incapaces de decir no a los beneficios que les reportaría su evaluación, no supieron valorar correctamente su probabilidad de impago.**

Para cuantificar, valorar y gestionar el riesgo se requieren herramientas estadísticas modernas basadas en gran medida en la experiencia a largo plazo. Incluso para series de datos con abundante información histórica, **la creencia de que el mundo evoluciona de forma lenta pero inexorable llevó a infravalorar la importancia del pasado más lejano y sus convulsiones**. De este modo, **el largo periodo reciente de relativa estabilidad llevó a creer que el riesgo había disminuido de forma permanente, de manera que se compraba y vendía muy barato.** Sin embargo, **como hemos aprendido a expensas de un gran coste social, esos métodos estadísticos tan generalizados fallan sobre todo al valorar acontecimientos infrecuentes y a gran escala**. Cuando más los necesitamos, peor funcionan.

**La inadecuada gobernanza de la gestión del riesgo creó problemas adicionales. Los gestores de riesgos tienen la impopular tarea de recomendar a los operadores del mercado que dejen de ganar dinero. La falta de apoyo por parte de la alta dirección relegó a un segundo plano a estos gestores.**

Por último, **el sistema regulador fue demasiado indulgente y, en el caso de algunas actividades, demasiado fácil de burlar. El exceso de confianza de reguladores y supervisores en la disciplina del mercado (incluida la que supuestamente imponían las agencias de calificación crediticia) les llevó a mantener lo que podría definirse como una presencia extremadamente liviana en algunos países clave del sistema financiero mundial**. **Y cuando incluso esta leve presencia acabó antojándose excesiva, las instituciones financieras no tuvieron grandes problemas para sacar del perímetro regulador determinadas actividades. Así pues, al librar las batallas equivocadas o no pelear en absoluto, los reguladores y supervisores permitieron la acumulación de un riesgo enorme.**

*Causas macroeconómicas*

Las causas macroeconómicas comprenden dos amplias categorías: problemas asociados con la acumulación de desequilibrios en las posiciones internacionales, y dificultades derivadas de un largo periodo de bajas tasas de interés reales.

**Durante la mayor parte de la década anterior a la crisis, los amplios y persistentes superávits y déficits por cuenta corriente generaron flujos netos de capitales desde economías de mercado emergentes donde el capital escaseaba hacia economías industriales donde abundaba**. Lo importante no son tanto las diversas opiniones sobre el origen de estos flujos y la consiguiente acumulación de activos internacionales (exceso de demanda interna en algunas de las principales economías avanzadas, superabundancia de ahorro, escasez de oportunidades de inversión, demanda de activos internacionales de bajo riesgo con fines de diversificación o incluso el acopio de “botines de guerra” por economías de mercado emergentes). **La clave reside más bien en que la relación simbiótica entre el crecimiento impulsado por las exportaciones en un conjunto de países y el crecimiento basado en el apalancamiento en otros generó grandes flujos brutos y enormes posiciones acreedoras por parte de residentes en países exportadores frente a aquellos en países importadores. Esos flujos y esas posiciones internacionales contribuyeron a la valoración errónea de los activos y a la propagación mundial de la crisis.**

**El segundo conjunto de causas macroeconómicas tiene su origen en el dilatado periodo de bajas tasas de interés oficiales y a largo plazo, ambas en términos reales, que se inició en 2001 y que tuvo importantes efectos. Uno de ellos fue el auge del crédito concedido a los hogares en numerosas economías avanzadas, que en algunos casos alentó alzas insostenibles en los precios de la vivienda. Otro fue la búsqueda de rentabilidad, que llevó a inversionistas institucionales a correr riesgos adicionales aun cuando el beneficio marginal fuese modesto.**

*Solucionar las causas de la crisis*

Para reforzar los cimientos sobre los que se asienta el sistema financiero, las reformas que se apliquen deben diseñarse tomando como guía las causas que provocaron la reciente crisis financiera mundial**. Sólo extrayendo las conclusiones correctas a partir de dichas causas, podrán recetarse soluciones acertadas**. **De la crisis podría inferirse que actividades como la titulización o la negociación extrabursátil (OTC), o instrumentos financieros como los bonos de titulización de deuda garantizados (CDO) o los swaps de incumplimiento crediticio (CDS), deberían prohibirse para evitar otro colapso.** **Aunque así fuera, librar la última batalla no garantiza que se gane la siguiente. Por eso, en su lugar se impone un enfoque flexible y orientado al futuro para solucionar las externalidades que permitieron que determinadas actividades infligieran un daño sistémico. En vez de pretender lo imposible tratando de evitar crisis futuras, debería intentarse reducir tanto la probabilidad de que ocurran como su gravedad.**

Como analizó el Informe Anual del año pasado, **para construir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción, deben encararse los riesgos que plantean dos de sus externalidades: por un lado las quiebras en cadena ocasionadas por exposiciones comunes (instituciones que se enfrentan al mismo tipo de riesgo) y por vínculos (instituciones ligadas entre sí), y por el otro la prociclicidad.** Los dos apartados siguientes resumen las principales reformas necesarias para resolver estas externalidades y ofrecen una perspectiva general de su engranaje.

**Tratamiento: reducir el riesgo de las exposiciones comunes y de los vínculos**

Las nuevas normas para reducir el riesgo sistémico que surge de las exposiciones comunes y los vínculos operan en dos frentes: reducir el riesgo de quiebra de cada entidad por separado y la probabilidad de un fallo sistémico.

*Reducir el riesgo de quiebras individuales*

La probabilidad de que una entidad financiera quiebre puede reducirse con un conjunto de herramientas que: (i) afecten al tamaño, la composición y el nivel de riesgo del balance de la entidad, (ii) mejoren su buen gobierno y el sistema de incentivos de sus directivos y (iii) potencien la disciplina de mercado. Si se utilizan y combinan de forma correcta, estas herramientas deberían reducir la asunción de riesgo, aumentar la capacidad de las entidades de absorber pérdidas y disminuir su probabilidad de quiebra.

**Con el primer conjunto de objetivos en mente, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha recomendado cuatro tipos de medidas referidas a los balances que deberían llevar a las entidades bancarias a mantener niveles de capital y liquidez más acordes con su exposición al riesgo.**

La primera propuesta del Comité en este sentido **mejora la cantidad y calidad del capital de los bancos** para que puedan soportar mejor depreciaciones inesperadas de sus activos.

La segunda **protege contra la falta de liquidez**, al limitar tanto el alcance de la transformación de vencimientos por los bancos (tomar prestado a corto para prestar a largo) como su dependencia de la financiación mayorista. Por obvio que parezca, no está de más recordar que cuanto más se dedique un banco a transformar vencimientos, menos liquidez tendrá. Como ha demostrado la reciente crisis, en épocas de tensión la liquidez tiene al menos tanta importancia como el capital, especialmente para aquellas entidades que se financian en los mercados internacionales o que operan en múltiples jurisdicciones.

La tercera propuesta **mejora la cobertura para las exposiciones al riesgo de crédito de contraparte en productos derivados, operaciones con pacto de recompra, préstamo de valores y titulizaciones complejas.**

La cuarta **añade a los requerimientos de capital complejos y ponderados por riesgo una protección adicional: un límite al coeficiente de apalancamiento**. Dado que el apalancamiento amplifica tanto las pérdidas como las ganancias, en épocas difíciles incrementa el riesgo de quiebra.

Algunas jurisdicciones, como Suiza y más recientemente Irlanda, han comenzado a imponer a sus entidades bancarias requerimientos de capital y coeficientes de apalancamiento más estrictos. Las autoridades británicas y estadounidenses han hecho un tanto de lo mismo a través de sus procedimientos para pruebas de tensión (stress testing). En esta misma línea, muchas instituciones financieras se han anticipado a las exigencias de los poderes públicos y los inversionistas realizando significativos ajustes en su base de capital.

**El segundo conjunto de herramientas para reducir el riesgo de quiebra de una entidad individual concierne al buen gobierno y a los incentivos de su directiva**. Los organismos nacionales de supervisión han reforzado en numerosos países la vigilancia sobre las entidades financieras para asegurar una mejor gestión del riesgo. En muchos casos, **se han establecido procedimientos especiales de resolución bancaria (incluida la utilización de “testamentos vitales”). Uno de los efectos que se persiguen con estas medidas es que la alta dirección tome mayor conciencia de los riesgos que soportan sus entidades**. Otras medidas relacionadas, que buscan alinear mejor las estructuras remunerativas con la prudencia al asumir riesgos, reducirán los incentivos distorsionados que incitan a los directivos a incrementar los beneficios a corto plazo sin tener presentes los riesgos a largo plazo a los que exponen a su entidad y al sistema en su conjunto.

**Asimismo, el BCBS está preparando una serie de marcos destinados a mejorar las normas de supervisión, los métodos de valoración, los mecanismos de liquidez y las pruebas de tensión.** Ya se ha dado el primer paso con el refuerzo de la adhesión a las normas internacionales de supervisión y regulación. En enero de 2010, el FSB publicó un marco sobre dicho asunto que ya se está aplicando y que contiene tres elementos principales: predicar con el ejemplo, revisiones inter pares del FSB y fomento de la adhesión global a las normas financieras internacionales.

**El tercer conjunto de herramientas se propone aumentar la transparencia para potenciar la disciplina de mercado**. Por ejemplo, las mejoras del marco regulador de Basilea II, publicadas por el BCBS en julio de 2009, buscan **corregir deficiencias en la divulgación por los bancos de información relativa a su exposición a activos procedentes de operaciones de titulización.** Otras medidas incluyen las avanzadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB) para **profundizar en la armonización internacional de normas contables**; la implementación de la normativa propuesta por la Asociación Internacional de Comisiones de Valores (OICV) ante la **necesidad de imponer normas más estrictas y someter a mayor vigilancia a las agencias de calificación crediticia; y las iniciativas dirigidas a mejorar la divulgación de informes en general.**

**Reducir la probabilidad de un fallo sistémico**

**El objetivo es erradicar toda inestabilidad innecesaria de la estructura de las distintas instituciones aplicando las fórmulas descritas, sin eliminar por ello la posibilidad de quiebras individuales. Lo que se quiere evitar es un sistema que permita la quiebra simultánea de numerosas instituciones, bien por estar expuestas a un riesgo común, bien porque una de ellas fuese tan grande o estuviese tan interconectada que su desplome paralizase todo el sistema y generase una cascada de insolvencias.**

**El problema planteado por las exposiciones comunes está relativamente claro: un sector financiero compuesto por múltiples instituciones pequeñas pero idénticas es tan propenso al colapso como un sistema con un número reducido de colosos financieros. Para evitar ambas situaciones, los reguladores y supervisores simplemente tendrían que asegurarse de que no todos los intermediarios están expuestos en igual medida a las mismas tensiones.**

**Pero el verdadero reto consiste en evitar que una sola institución financiera genere una cascada de quiebras, lo que implica tres cosas: (i) reducir la importancia sistémica de las instituciones financieras, (ii) minimizar la propagación de una quiebra individual haciendo que el coste de ésta recaiga en los tenedores de sus obligaciones no garantizadas e (iii) incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica**. En los tres ámbitos se aprecian progresos, tanto a través de la regulación y supervisión de instituciones individuales -lo que en muchos casos supone un avance hacia la adopción de un marco macroprudencial- como a través de la reforma de las estructuras del mercado.

**Reducir la importancia sistémica**. La primera tarea -evitar que una institución financiera adquiera una dimensión o un grado de interconexión tales que haga intolerable su quiebra- implica hacer frente a los riesgos sistémicos que dicha quiebra, en su caso, plantearía. El riesgo sistémico puede abordarse como el problema de la contaminación: igual que se emplean diversos medios para persuadir a los ciudadanos para no contaminar el aire o el agua, disponemos de diversos instrumentos que podrían disuadir a las instituciones de contribuir al riesgo sistémico, entre ellos las restricciones de actuación y las políticas de precios.

Por lo que respecta a las primeras, **las autoridades estudian normas para limitar el alcance de las actividades de los intermediarios financieros o simplemente el tamaño de su activo.** Un ejemplo de estas restricciones es la propuesta Volcker, que prohibiría realizar operaciones por cuenta propia a las entidades de depósito bancarias de Estados Unidos.

En cuanto a las políticas de precios, **los bancos y otras instituciones podrían verse obligados a pagar por el privilegio de generar riesgo sistémico**. Entre las distintas opciones posibles, **la mejor parece ser el denominado requerimiento de capital sistémico, en forma de suplementos de capital o liquidez, que obligaría a las instituciones de importancia sistémica a mantener volúmenes relativamente mayores de ambos, reduciendo así las probabilidades de quiebra**. En teoría, un sistema impositivo podría lograr idénticos objetivos con la misma incidencia que un requerimiento de capital sistémico, pero la complejidad inherente de esta solución no la hace atractiva.

**Contener los costes de resolución y el contagio**. Limitar la importancia sistémica de las instituciones ayudará a lograr el segundo objetivo: **contener el contagio haciendo que el coste total de la quiebra recaiga en los tenedores de obligaciones de la entidad afectada**. Para ello, antes de que se produzca la quiebra, hemos de ser capaces de localizar dónde se concentra el riesgo en el sistema y contar con procesos de resolución sólidos y transparentes. Esta tarea tiene repercusiones internacionales evidentes, al tiempo que la cuestión de la transparencia afecta a la estructura de los mercados financieros.

Como ha demostrado la reciente crisis, **los procesos de resolución deben incluir la gestión y la resolución transfronterizas de las crisis a fin de contener la propagación de la quiebra de una gran institución financiera internacional**. Las medidas encaminadas a coordinar la supervisión de dichas instituciones para garantizar la congruencia entre las distintas autoridades nacionales permitirán a los reguladores anticiparse a las crisis…

En cuanto a las implicaciones para los mercados, **las asimetrías informativas son el combustible que alimenta los pánicos financieros**. **En la crisis de 2007-09, el contagio se desencadenó por la incertidumbre sobre las exposiciones de las entidades de contrapartida, al ignorarse quién soportaría las eventuales pérdidas. La transparencia y la información son claves en cualquier solución, también para los mercados. Una de las principales iniciativas para reformar la infraestructura de mercado es conceptualmente simple pero técnicamente complicada, y consiste en establecer entidades de contrapartida central (CCP) y exigir llevar más operaciones a los mercados oficiales. Cambiar el sistema de negociación extrabursátil, fundamentalmente bilateral, por otro dominado por las CCP aporta claras ventajas: mejora la gestión del riesgo de contraparte al desempeñar la CCP esta función para ambas partes de la transacción, simplifica la compensación multilateral de posiciones y pagos y aumenta la transparencia poniendo a disposición de los reguladores y del público en general información sobre los precios y los volúmenes en las actividades y posiciones de los mercados**…

**Establecer un amplio perímetro regulador**. La tercera tarea -**incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica**- nace de las lecciones extraídas de la crisis financiera…

**Tratamiento: reducir la prociclicidad**

Como se mencionó antes, prescribir soluciones para **lograr un sistema financiero con mayor capacidad de reacción implica gestionar los riesgos derivados de dos tipos de externalidades presentes en el sistema financiero**. Ya se explicó el primer tipo: **las quiebras en cadena ocasionadas por las exposiciones comunes y los vínculos**. El segundo tipo, **la prociclicidad, se refiere al refuerzo mutuo que se produce entre el sistema financiero y la economía real**. **El problema que plantea la prociclicidad es fácil de entender. Cuando la economía se expande, el crédito tiende a simplificarse y abaratarse, ya que los bancos tienen abundancia de fondos para prestar y de capital, los prestatarios gozan de mayor solvencia y los activos que sirven de garantía se revalorizan. En cambio, en épocas de desaceleración sucede lo contrario: los bancos se ven obligados a absorber pérdidas imprevistas, lo que erosiona su capitalización y les fuerza a racionar el crédito; la solvencia de los prestatarios mengua y las garantías se deprecian**. **Las autoridades monetarias y prudenciales están desarrollando estabilizadores automáticos que complementen las políticas monetarias discrecionales con el fin de reducir los efectos de amplificación naturales que actúan sobre el sistema financiero**. Como se detalla en el Capítulo VII, **estos estabilizadores, que son clave para el marco de política macroprudencial, incluyen: reservas de capital anticíclicas, que se calibran para niveles agregados de crédito en función del crecimiento de la actividad económica, de modo que aumenten en épocas de expansión y disminuyan en las de desaceleración; dotación de provisiones through the cycle, y constitución de garantías y aplicación de descuentos a los prestamistas más estables durante el ciclo económico**…

**Reformas: principales áreas pendientes de reforma**

Las autoridades monetarias han avanzado significativamente para afianzar los cimientos del sistema financiero. Las reformas en curso deben promulgarse y entrar en vigor, pero no serán suficientes. En el ámbito regulador, a medida que se sigue trabajando en las instituciones, habrá que prestar más atención a los instrumentos y a los mercados. También habrá que redoblar los esfuerzos para garantizar que el perímetro regulador mantenga su vigor ante los inevitables intentos por erosionarlo. Asimismo, hay que reconocer que la mejora de la regulación no bastará por sí sola: las políticas macroeconómicas desempeñan un papel esencial, por lo que debe ampliarse el marco en el que se encuadran para conseguir el sistema más estable que necesitamos.

Tal y como afirmamos el año pasado, **el éxito a la hora de construir un sistema financiero más seguro pasa por identificar y mitigar el riesgo sistémico en sus tres componentes clave: mercados, instrumentos e instituciones**. **Debe reforzarse su seguridad y su transparencia sin que ello dificulte la innovación que mejora la productividad, ni impida su función fundamental de promover la eficiencia de la economía en la asignación de recursos. En cuanto a los mercados, las iniciativas para implantar la compensación y liquidación centralizadas de los derivados OTC suponen una gran mejora de la infraestructura y un primer paso para llevar su contratación a los mercados organizados.**

En lo referente a los instrumentos, como ya se analizó en el Informe Anual del pasado año, **una manera de equilibrar la innovación con la seguridad es el registro de los productos financieros para limitar el acceso de los inversionistas según su grado de seguridad**. Los avances en esta dirección incluyen iniciativas para **mejorar la normalización y documentación de los instrumentos** (incluidas propuestas para facilitar el uso de entidades de contrapartida central) y los esfuerzos por **informar mejor al consumidor reforzando la divulgación de información sobre los productos de inversión.** Todos estos avances deberían ser sólo el preludio de reformas de mayor calado.

En una economía de mercado dinámica en la que el principal incentivo es aumentar la rentabilidad, debemos suponer que, siempre que puedan, las instituciones financieras tratarán de poner a prueba los límites de la regulación para escapar a su perímetro o sacar de él algunas de sus actividades. **Los reguladores no deben frenar la innovación, pero tienen que asegurarse de que se somete a normas básicas. En otras palabras, hay que impedir que las instituciones financieras de importancia sistémica -independientemente de su tamaño o forma jurídica- puedan esquivar a las autoridades reguladoras y supervisoras. Esto afecta sobre todo a la supervisión macroprudencial, pues la crisis ha demostrado que siempre debe estar alerta ante cualquier amenaza para la estabilidad procedente de algún recoveco del sistema financiero.**

Ahora bien, **la reforma regulatoria por sí sola no basta para proporcionar estabilidad financiera. Las políticas monetarias y fiscales también tienen su papel, pero para poder desempeñarlo es necesario que sus marcos sean más amplios y miren más hacia el futuro.** Como subrayamos en el Capítulo VII, la política monetaria y la política prudencial anticíclica se complementan para conseguir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. No obstante, **la mayor concienciación acerca de los efectos que tienen las tasas de interés sobre los precios de los activos y la deuda no debe producirse a expensas de los objetivos tradicionales de los bancos centrales. Bien al contrario, ambas políticas (monetaria y prudencial) son fundamentales a la hora de conseguir un crecimiento elevado y estable.**

**En el frente de la política fiscal, la reforma debe posibilitar que las autoridades compensen los déficits que se producen en las recesiones con los superávits obtenidos en las fases de expansión, conservando cierto margen de maniobra para posibles emergencias.**

**Además, las autoridades nacionales deben ser conscientes de que actúan en un entorno internacional. Para muchas economías de mercado emergentes, esto supone actuar sabiendo que los flujos de capitales pueden tener efectos desestabilizadores, que la acumulación de reservas de divisas no es ninguna panacea y que el crecimiento impulsado por las exportaciones con persistentes desequilibrios por cuenta corriente no puede mantenerse indefinidamente. Y por encima de todo, tal y como concluye el Capítulo IV, para fomentar un ajuste macroeconómico ordenado y un crecimiento mundial equilibrado, no hay sustitutivo posible a una política monetaria más restrictiva y a una mayor flexibilidad cambiaria.**

**Conclusión**

**Las tensiones financieras de la primera mitad de 2010 han puesto de relieve las fragilidades que persisten en el sistema financiero de los países industriales: prácticamente cualquier perturbación corre el riesgo de reproducir en cierta medida los acontecimientos de finales de 2008 y principios de 2009. Sin duda, la crisis de la deuda soberana de Grecia está complicando la tímida recuperación de Europa tras la profunda recesión ocasionada por la crisis anterior.**

**No obstante, a diferencia de entonces, los márgenes de maniobra son ahora menores. Las tasas de interés oficiales ya están en cero en algunos casos y los balances de los bancos centrales se encuentran sobredimensionados. Aunque la deuda del sector privado ha comenzado a disminuir, la deuda pública ha ocupado su lugar, con una serie de países cuyas posiciones fiscales siguen una tendencia insostenible.** **En resumen, la política macroeconómica se encuentra en peor situación que hace tres años, con menos capacidad de volver a afrontar una crisis, por lo que no será fácil encontrar un nuevo tratamiento si vuelve a producirse una emergencia. Por tanto, una prioridad de la política macroeconómica es ayudar a recuperar la capacidad de reacción ante crisis económicas y financieras mediante la implantación de políticas sostenibles.**

**Para la política fiscal, la importante consolidación que con urgencia requieren algunos países industriales debería adoptar dos formas: reducción de los déficits actuales y medidas que garanticen la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En el caso de la política monetaria, la fragilidad de la macroeconomía podría estar retrasando su endurecimiento. No obstante, las autoridades no deberían perder de vista los riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica que plantea un prolongado periodo de tasas de interés muy bajas. Los efectos secundarios seguirán acumulándose y podrían acabar reforzando precisamente los factores que contribuyeron a la fragilidad del sistema financiero, haciéndolo de este modo más propenso a las crisis.**

**En la actualidad resulta incluso más acuciante concluir las reformas del sistema financiero, especialmente aquellas que aumenten más rápido su capacidad de reacción, ya que pueden proporcionarle la protección más inmediata en caso de una nueva crisis. Además, una actuación inmediata para mejorar la base de capital y la liquidez de los bancos no obstaculizará la recuperación. Todo lo contrario, al dotar de solidez a las instituciones financieras, estas medidas promoverán una recuperación sostenible.**

**Estos esfuerzos nos acercarán al objetivo a largo plazo de hacer que las crisis del futuro sean menos probables y menos virulentas**. Para completar esta labor hay que adoptar sin demora las reformas pendientes, a saber implantar un perímetro regulatorio impermeable para todas las instituciones financieras de importancia sistémica, paliar las deficiencias sistémicas de la infraestructura e instrumentos del mercado, e integrar las cuestiones de estabilidad financiera en los marcos de política macroeconómica.

II. **De la sala de urgencias a la unidad de cuidados intensivos: el año en retrospectiva**

**Los precios de los activos y la actividad económica se han recuperado desde los mínimos alcanzados durante la crisis financiera**. **La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató la caída libre de las cotizaciones en los mercados financieros. El desplome se interrumpió en marzo de 2009, cuando los precios de los activos de riesgo comenzaron a remontar, sustancialmente en algunos casos. La actividad económica mundial se estabilizó a mediados de ese año, para iniciar su expansión poco después. Los desequilibrios financieros latentes en la crisis han empezado a corregirse. Los bancos han iniciado un proceso de recomposición de sus balances y reducción de su apalancamiento, que sin embargo dista de haber finalizado. En algunos de los países más afectados por la crisis, también los hogares han empezado a reducir su endeudamiento, pero en mucha menor medida que tras crisis anteriores.**

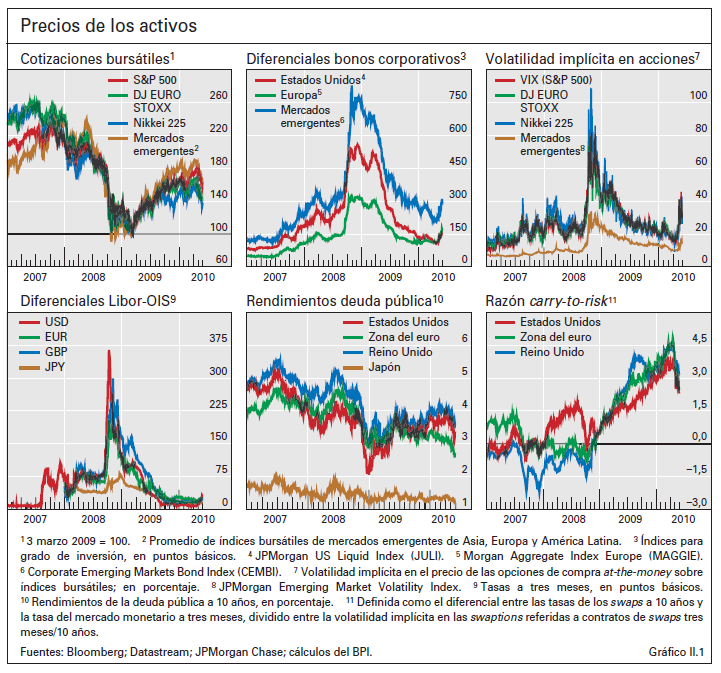
**Así pues, la recuperación está en marcha, pero es frágil.** **Las inéditas políticas adoptadas en los tres últimos años han logrado evitar otra Gran Depresión, pero están llegando a su límite. Los déficits públicos se han disparado hasta el punto de cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas** (véase el Capítulo V). De hecho, el endeudamiento público ocupó el lugar del privado como principal preocupación de los inversionistas, como pusieron de manifiesto las turbulencias de los mercados financieros en el segundo trimestre de 2010. Diversos países han respondido anunciado medidas de consolidación presupuestaria.

**En este entorno, la política monetaria se enfrenta a un dilema. Por una parte, un proceso prematuro de subida de las tasas de interés y de contracción de los sobredimensionados balances de los bancos centrales podría truncar la recuperación. Pero por la otra, un endurecimiento demasiado tardío podría demorar el necesario proceso de ajuste, lo que implicaría un sistema financiero menos estable a medio plazo** (véase el Capítulo III).

**Recuperación incierta**

*Repunte de los mercados*

**La recuperación de los mercados financieros precedió al repunte de la actividad económica en las principales economías avanzadas. Los indicadores económicos clave siguieron en niveles deprimidos en el primer trimestre de 2009, pero los inversionistas centraron su atención en los síntomas incipientes de que las condiciones económicas podrían estabilizarse más pronto que tarde**. **Entre marzo de 2009 y abril de 2010, las bolsas de todo el mundo subieron con fuerza, aunque las cotizaciones se mantuvieron por debajo de sus máximos previos a la crisis** (véase el Gráfico II.1). Los diferenciales de rendimiento se estrecharon hasta valores equiparables a su promedio de largo plazo, sus volatilidades implícitas cayeron hasta sus mínimos de mediados de 2007 y los rendimientos de la deuda pública, en especial la estadounidense, remontaron desde sus mínimos de finales de 2008. Conforme se relajaban las tensiones en los mercados monetarios y los bancos parecían más dispuestos a prestarse entre sí, el diferencial del Libor con la tasa de los swaps sobre índices a un día (OIS) se estrechó desde su máximo de finales de 2008.



**Muchos de los mercados que se habían paralizado durante la crisis, aunque no todos, comenzaron a funcionar de nuevo**. A finales de 2008, los avales públicos fomentaron la emisión de deuda de las instituciones financieras, seguida de emisiones no garantizadas en 2009. Las empresas no financieras colocaron más bonos en el primer semestre de 2009 que en los seis meses previos a la crisis, aunque este aumento podría haberse debido en parte a la escasez de financiación bancaria. De hecho, en las principales economías avanzadas, el crédito bancario al sector privado se estancó o incluso se contrajo, y el mercado de titulizaciones continuó acusando debilidad. En Estados Unidos, por ejemplo, donde el grueso del crédito hipotecario se tituliza, persiste la atonía en la emisión de bonos de titulización hipotecaria (MBS) sin garantía del sector público.

**La recuperación financiera durante gran parte de 2009 y comienzos de 2010 ha sido portentosa, pero se encuentra amenazada. La preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas y por la solvencia bancaria alentó episodios de volatilidad a finales de 2009 y de nuevo a comienzos de 2010**. Sin embargo, su importancia fue escasa en comparación con la del episodio de ventas masivas que tuvo lugar en abril y mayo de 2010, cuando los precios de los activos de riesgo sufrieron fuertes caídas al dudar los inversionistas de la capacidad de Grecia y, en menor medida, de España y Portugal para afrontar el servicio de sus deudas. Las autoridades respondieron con el mayor paquete de rescate de la historia y una nueva serie de medidas de emergencia por parte de los bancos centrales que, si bien lograron evitar el contagio en la zona del euro, fueron incapaces de restablecer la confianza de los inversionistas.

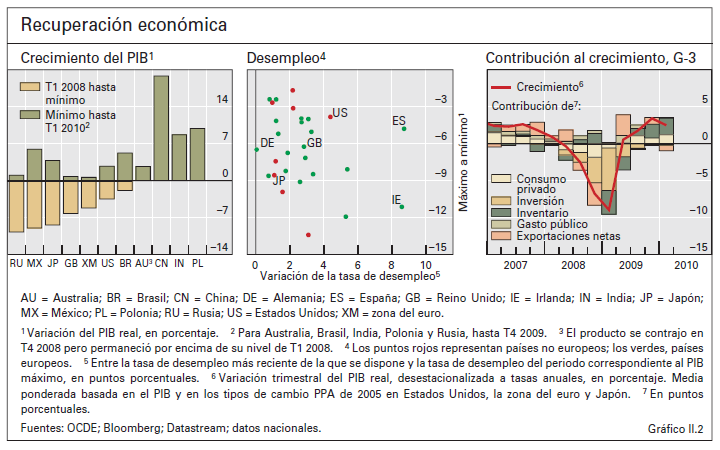
**Recuperación económica desigual**

**La caída de la actividad económica mundial comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre de 2009 y dio paso al crecimiento hacia mediados del año. La magnitud tanto de la contracción como de la expansión varió enormemente entre países** (véase el Gráfico II.2, panel izquierdo)…

**El descenso de la actividad económica ocasionó un pronunciado aumento del desempleo en una serie de países**, especialmente aquéllos que habían conocido auges de la construcción antes de la crisis (Gráfico II.2, panel central)…

**La recuperación está aún lejos de poder sostenerse por sí misma en las grandes economías avanzadas**. En las del G-3, la recomposición de existencias representó la mayor parte del crecimiento anualizado del 2,5% registrado en el primer trimestre de 2010 (Gráfico II.2, panel derecho)…

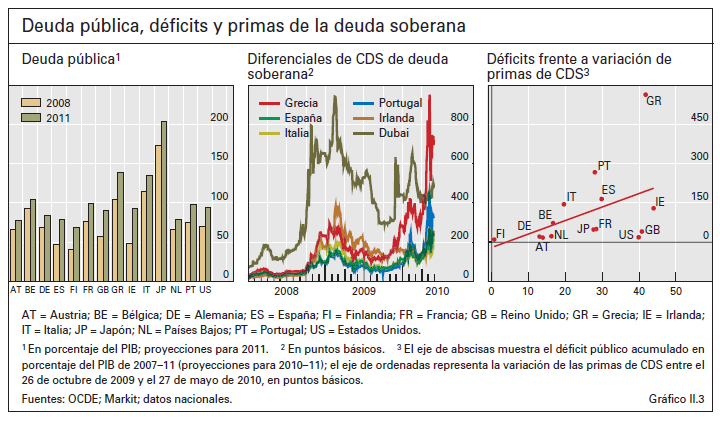
**Un panorama completamente distinto se ha observado en algunas economías de mercado emergentes (EME). Las políticas expansivas internas, sumadas al impacto de políticas monetarias y fiscales relajadas en las grandes economías avanzadas, han dado lugar a síntomas de recalentamiento en algunos casos** (véase el Capítulo IV). La inflación de precios al por mayor en la India rondó el 10% a comienzos de 2010 y están apareciendo tensiones inflacionistas en otras EME.



*El rápido deterioro de los déficits fiscales hace temer por el riesgo soberano*

**La combinación de voluminosos programas de estímulo fiscal, paquetes de rescate financiero y caídas en la recaudación tributaria ha generado déficits históricos en los presupuestos estatales y niveles récord de deuda pública -efectiva y prevista- en la mayoría de los países industriales** (véase el Gráfico II.3, panel izquierdo). Estos problemas surgen en un momento en el que los gobiernos de economías avanzadas se enfrentan ya al rápido crecimiento de pasivos implícitos insuficientemente financiados, derivados del envejecimiento de sus poblaciones. Esa confluencia de factores suscita **serios temores sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales en el mundo industrial** (véase el Capítulo V), **agudizando la preocupación por el riesgo soberano**. En consecuencia, los rendimientos de la deuda y los diferenciales de los swaps de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda pública de varios países se ampliaron de forma significativa en el pasado año (Gráfico II.3, panel central), motivando políticas sin precedentes en diversos frentes.

**La inquietud por el riesgo soberano surgió tras los enormes paquetes de rescate financiero y programas de estímulo fiscal anunciados a finales de 2008 y comienzos de 2009. Durante buena parte de 2009, esta inquietud se mantuvo relativamente contenida enmascarada por el temor que suscitaron la desaceleración de la actividad económica mundial y el consiguiente aumento del desempleo**. El riesgo soberano cobró protagonismo por vez primera en noviembre de 2009, cuando los diferenciales de los CDS soberanos de Dubái se dispararon tras la inesperada solicitud presentada por Dubái World, uno de los tres vehículos de inversión estratégica del país, de una moratoria en el servicio de su deuda.



**A finales de 2009 la atención basculó hacia la zona del euro, donde los abultados déficits presupuestarios de varios países auguraban un intenso deterioro de los cocientes deuda pública/PIB**. La preocupación se centró en la situación fiscal de Grecia, pero se amplió a otros países aquejados por una perjudicial conjunción de elevados déficits fiscales y escasa competitividad, como España y Portugal. Los rendimientos de la deuda soberana griega y los diferenciales de los CDS sobre ésta emprendieron una tendencia al alza en diciembre de 2009, hasta dispararse a finales de abril de 2010, cuando Standard & Poor’s rebajó la calificación de la deuda griega a la categoría de bono “basura”. Esa misma semana, la agencia recortó las calificaciones de España y Portugal, desencadenando fuertes ampliaciones de los diferenciales de los CDS de ambos países.

A comienzos de mayo, los países miembros de la zona del euro y el FMI se comprometieron a apoyar a Grecia con un paquete crediticio de emergencia por importe de 110.000 millones de euros tras el compromiso del Gobierno heleno de aplicar severas medidas de austeridad. Sin embargo, a los pocos días del anuncio, quedó claro que dichas medidas serían insuficientes para calmar los ánimos de los inversionistas. En respuesta a la escalada de los diferenciales de la deuda y de los CDS, la UE y el FMI anunciaron un paquete de estabilización fiscal conjunto por valor de 750.000 millones de euros. Tras el anuncio, ambos diferenciales se estrecharon sustancialmente desde los niveles máximos alcanzados la semana anterior.

**Los países que anunciaron preventivamente medidas de consolidación fueron más inmunes a las presiones del mercado. En la zona del euro en general, la magnitud de la variación en los diferenciales de los CDS soberanos mostró una correlación positiva, aunque no perfecta, con los déficits presupuestarios de los respectivos gobiernos** (Gráfico II.3, panel derecho). No obstante, en el caso de Irlanda, los diferenciales de la deuda pública permanecieron relativamente estables durante 2009 y principios de 2010, mientras que su déficit presupuestario para 2007-11 se prevé mayor que los de España y Portugal y próximo al de Grecia. Dicha estabilidad probablemente se explica por las medidas de austeridad creíbles anunciadas con carácter preventivo por el Gobierno irlandés en marzo de 2009 y por sus perspectivas de crecimiento económico más favorables.

**La importancia de haber acometido la consolidación fiscal en el momento oportuno se apreció en mayo, cuando las medidas de austeridad sancionadas por los Gobiernos de España, Grecia y Portugal fueron acogidas con tibieza en los mercados**. Los diferenciales de la deuda y de los CDS se estrecharon tras el anuncio de paquetes de medidas fiscales contractivas, pero menos que en reacción al paquete de estabilización fiscal conjunto de la UE y el FMI por importe de 750.000 millones de euros. **Los inversionistas parecen haber considerado las medidas de austeridad, que incluían recortes salariales en el sector público, subidas de impuestos y retrasos en la edad de jubilación, como meras etapas iniciales de un largo e ineludible proceso de ajuste de las cuentas públicas. Además, siguen albergando serias dudas sobre la capacidad y determinación de los gobiernos a la hora de aplicar estas medidas.**

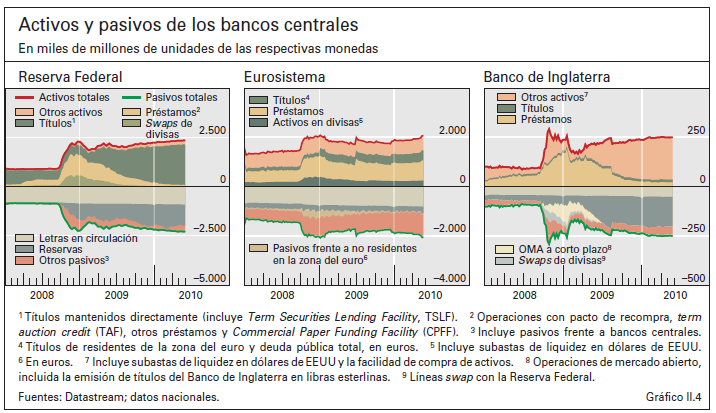
**La preocupación por el riesgo soberano se propagó rápidamente al sector bancario. Como es lógico, sus efectos fueron mayores sobre las cotizaciones bursátiles y los diferenciales de rendimiento de los bancos domiciliados en los países cuya solvencia se percibía más deteriorada (España, Grecia y Portugal).** Con todo, otros bancos de la zona del euro también resultaron muy afectados debido a su mayor exposición relativa a la deuda pública de esos países. Al término de 2009, cinco sistemas bancarios de la zona del euro (los de Alemania, Bélgica, Francia, Italia y los Países Bajos) poseían en torno al 17% de la deuda pública griega en circulación, lo que equivalía al 6,5% del capital de Nivel 1 de todos ellos. Del mismo modo, su exposición conjunta a la deuda pública de España y Portugal representaba el 8,9% y el 4,1% de su capital de Nivel 1, respectivamente.

*Política monetaria aún muy expansiva*

**La política monetaria continúa siendo muy expansiva en casi todo el mundo, aunque los bancos centrales de algunos de los países con mayor crecimiento han comenzado a retirar los estímulos aplicados durante la crisis. Las tasas de interés oficiales en las principales economías avanzadas siguen en mínimos históricos y los balances de los bancos centrales apenas se han contraído desde los abultados niveles alcanzados entonces** (véase el Gráfico II.4). Las tasas de interés a corto plazo cercanas a cero mantienen bajo el coste de la financiación e incrementan el valor actual neto de los pagos futuros. Además, las compras de activos por los bancos centrales han elevado sus precios, directa e indirectamente.

**La disparidad en la recuperación económica dejó su impronta en la política de los bancos centrales. A finales de 2008 y comienzos de 2009, el desafío primordial para la banca central en todo el mundo había consistido en evitar el desmoronamiento del sistema financiero y limitar la contracción de la actividad económica. Conforme la recuperación avanzaba, los retos empezaron a diferir entre las regiones**. **Los bancos centrales de Australia, Brasil, la India, Israel, Malasia y Noruega elevaron las tasas de interés oficiales al remitir la amenaza de una grave contracción y aparecer tensiones inflacionistas**, aunque las tasas permanecen en niveles reducidos con arreglo a patrones históricos. El Banco de la Reserva de la India elevó además los coeficientes de reservas obligatorias de sus bancos. Una medida similar adoptó el Banco Popular de China para contener el rápido crecimiento del crédito.

En cambio, **la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas oficiales en los niveles mínimos registrados durante la crisis**. Las excepcionales medidas de política de los dos últimos años se fueron retirando hasta mayo de 2010, cuando las turbulencias en los mercados de deuda pública de la zona del euro dieron pie a nuevas iniciativas y a la restitución de algunas de las medidas anteriores. Para entonces, **el Banco de Japón y la Reserva Federal ya habían eliminado la mayoría de las facilidades de liquidez creadas durante la crisis**. Las líneas swap concertadas por la Reserva Federal con otros bancos centrales expiraron formalmente en febrero de 2010, aunque algunos de ellos ya habían interrumpido total o parcialmente las subastas de dólares bastante antes. **La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra habían dejado de adquirir valores en el marco de sus programas de compra masiva de activos financieros, pero sin reducir el tamaño de las carteras de activos acumuladas**. Por su parte, **el BCE había suspendido sus operaciones especiales de financiación a tres, seis y 12 meses.**

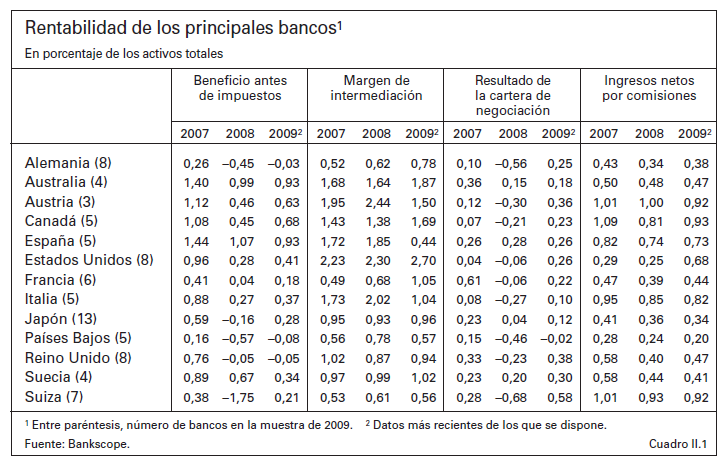


**El deterioro de las condiciones financieras, especialmente en la zona del euro, condujo en abril y mayo de 2010 a otra ronda de medidas de política no convencionales**. **Dentro del ingente paquete de rescate aprobado el 10 de mayo, el BCE anunció que, a fin de proveer liquidez y agilizar el funcionamiento del mercado, compraría valores emitidos por Estados miembros de la zona del euro. También reintrodujo las subastas de liquidez a seis meses. La Reserva Federal restableció las líneas swap concertadas con otros bancos centrales para aplacar la nueva preocupación por las dificultades de los bancos no estadounidenses para obtener financiación en dólares**.

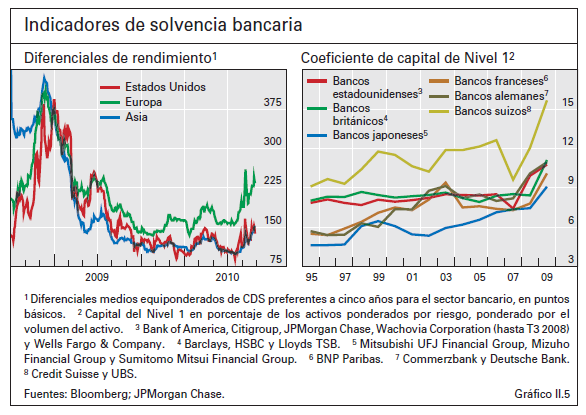
**La orientación, en general muy expansiva, de la política monetaria tendrá que tornarse más restrictiva en algún momento, por una serie de razones. En primer lugar, aunque el producto permanece muy por debajo del potencial en los países más afectados por la crisis, el grado de holgura de la economía podría ser inferior al sugerido por las medidas convencionales de la brecha del producto. La acumulación de desequilibrios económicos en la fase de gestación de la crisis sugiere que el crecimiento del producto potencial podría no haber sido tan alto como entonces se pensaba. Además, las alteraciones financieras causadas por la crisis y la pérdida de aptitudes de los desempleados de larga duración podrían reducir el producto potencial durante algún tiempo. Así pues, las tensiones inflacionistas podrían reaparecer antes de lo previsto. En segundo lugar, las reducidas tasas de interés generan distorsiones que podrían acarrear desagradables efectos secundarios** (véase el Capítulo III). Dicho esto, el ajuste de las finanzas públicas en una serie de países implica un menor estímulo fiscal, que, a su vez, afectará a la política monetaria.

*Fragilidad de los bancos*

**Tras un devastador 2008, muchos de los principales bancos estadounidenses y europeos consiguieron una mejoría en sus balances. Después de que las inyecciones de capital rescataran al sistema bancario del abismo, el alza de precios de los activos y la mayor pendiente de la curva de rendimientos propiciaron el retorno de los bancos a la rentabilidad en 2009** (Cuadro II.1). **A medida que transcurría el año, y conforme remitía el temor de los inversionistas a un inminente colapso, los diferenciales de los CDS y de la deuda bancaria se estrecharon considerablemente** (Gráfico II.5, panel izquierdo).



**En términos agregados, las inyecciones de capital en el sector, en buena parte procedentes de las arcas públicas, prácticamente han cubierto las pérdidas bancarias reconocidas durante la crisis**. **A mediados de abril de 2010, las pérdidas y depreciaciones totales reconocidas superaban los 1,30 billones de dólares, mientras el capital captado rondaba los 1,24 billones. Al término de 2009, este nuevo capital -combinado con el menor crecimiento del crédito y la reorientación hacia títulos públicos y activos líquidos más seguros- contribuyó a elevar los coeficientes de capital de Nivel 1 de los bancos estadounidenses y europeos hasta sus niveles más altos de los últimos 15 años** (Gráfico II.5, panel derecho).



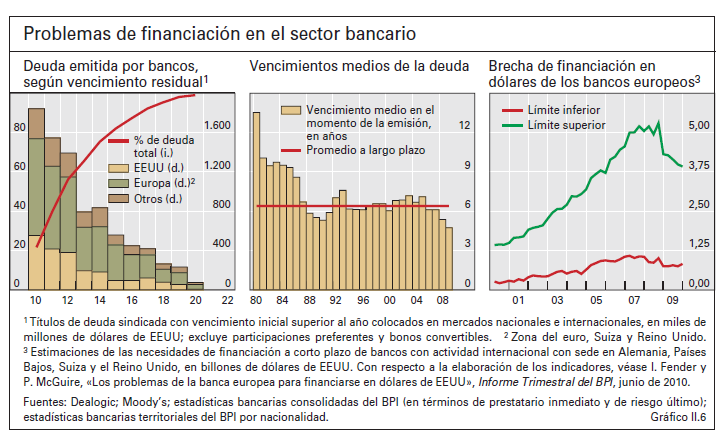
**Pese a la mejora de los balances de los bancos, diversos factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de los beneficios bancarios**. **En primer lugar, los beneficios de muchos bancos de Europa y Estados Unidos en 2009 dependieron en gran medida de los ingresos, normalmente volátiles, obtenidos en los mercados de renta fija y divisas** (Cuadro II.1). Los cocientes préstamos/depósitos de un buen número de grandes bancos internacionales disminuyeron ese año. Además, los datos agregados de Estados Unidos, la zona del euro y Japón muestran que el crédito al sector privado (Gráfico II.7, panel izquierdo) también se contrajo en 2009, tras haberse desacelerado a mediados de 2008 después de que la banca endureciese sus criterios de concesión de crédito.

**En segundo lugar, la reducida volatilidad y la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, en especial para plazos cortos, animaron a los bancos a asumir riesgo de descalce**. La razón carry-to-risk de estas estrategias creció sustancialmente hasta abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior derecho). En un contexto de atonía del crédito a empresas y al sector inmobiliario residencial, los bancos lograron generar beneficios mediante la simple canalización de fondos hacia valores a plazos más largos y libres de riesgo de impago, por lo que un aplanamiento de la curva de rendimientos podría elevar sus costes de financiación u ocasionar pérdidas en el lado del activo valorado a precios de mercado.

**En tercer lugar, no está claro que se hayan reconocido todas las pérdidas relacionadas con la crisis**. Por ejemplo, los requisitos de divulgación de información financiera aplicados a los bancos europeos, al ser menos rigurosos y oportunos, han complicado la estimación de futuras pérdidas contables en esas instituciones. Además, existe evidencia creciente de que cabe esperar nuevas pérdidas derivadas de las exposiciones al sector inmobiliario de uso comercial. En Estados Unidos, los precios de los locales comerciales han caído más de un tercio desde su máximo, al tiempo que la tasa de morosidad en el crédito a ese sector ha superado el 8%, duplicando la tasa registrada a finales de 2008 y cuadruplicando con creces la del cierre de 2006. En numerosos países europeos, la evolución de los mercados inmobiliarios de uso comercial no ha sido mucho mejor. En Irlanda y el Reino Unido, en particular, los precios de los inmuebles comerciales han caído respectivamente un 39% y 46% desde sus máximos, previéndose un creciente afloramiento de pérdidas contables en los balances de los bancos europeos en los próximos años. Los indicios apuntan a que algunos bancos han decidido refinanciar los créditos previos en lugar de ejecutar la hipoteca, posponiendo así el reconocimiento de pérdidas.

**En cuarto lugar, los bancos están muy expuestos al riesgo soberano**, como puso de manifiesto la brusca caída de las cotizaciones bursátiles de los bancos con carteras especialmente abultadas de deuda pública española, griega y portuguesa en el segundo trimestre de 2010. El riesgo de esas exposiciones se conocía desde hacía tiempo en el caso de los bancos en las EME, pero se había ignorado en las economías avanzadas.

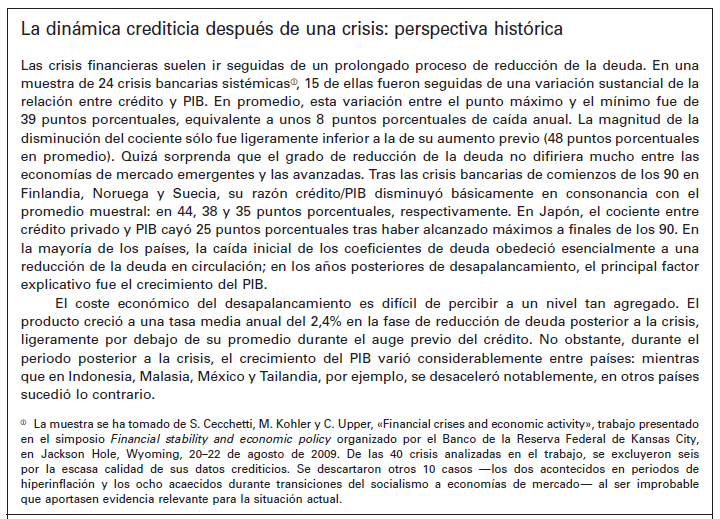
**En quinto lugar, los bancos podrían tener dificultades para refinanciarse dada la demanda prevista de fondos por parte de gobiernos con importantes necesidades de financiación**. Los plazos de vencimiento de la financiación se han reducido hasta su mínimo de los últimos 30 años (Gráfico II.6, panel central), lo que acrecienta las necesidades de financiación. Además, en torno al 60% de los flujos de deuda bancaria a largo plazo vence en los tres próximos años (panel izquierdo). De hecho, la ampliación de los diferenciales Libor-OIS desde abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior izquierdo) es indicativa del encarecimiento de la financiación al por mayor no garantizada. Dicho esto, esos diferenciales son aún minúsculos comparados con los registrados en el apogeo de la crisis, a finales de 2008.

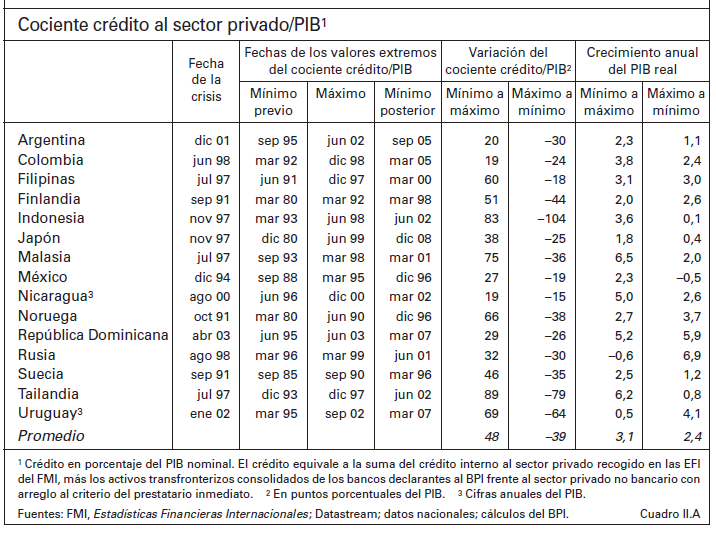


**Por último, numerosos bancos europeos y de otros países siguen dependiendo en gran medida del mercado de swaps de divisas para financiar sus activos en dólares**. En conjunto, **la banca europea aún mantiene en sus balances activos denominados en esa moneda por un importe estimado de 7 billones de dólares, por lo general con plazos de vencimiento largos**. Además, los sistemas bancarios europeos con posiciones largas en dicha moneda al inicio de la crisis (los de Alemania, Países Bajos, Suiza y el Reino Unido) todavía tienen importantes necesidades de financiación. Según estimación conservadora, sus necesidades de financiación a corto plazo en la moneda estadounidense superaban los 500.000 millones de dólares al término de 2009 (Gráfico II.6, panel derecho). Ante la creciente preocupación por el riesgo de crédito en las exposiciones de esos bancos a la deuda soberana griega y de otros países europeos, los proveedores de fondos a corto plazo han vuelto a mostrarse reticentes a prestar en dólares. **El 9 de mayo de 2010, en el marco de un programa integral de medidas para atajar el creciente riesgo de contagio entre emisores soberanos e instituciones financieras de la zona del euro, la Reserva Federal y otros importantes bancos centrales reabrieron sus líneas temporales de swaps de divisas para aplacar las tensiones.**

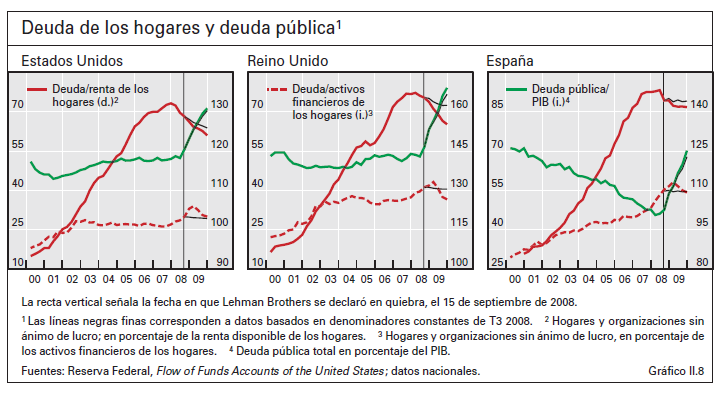
*Niveles de deuda de los hogares*

**Antes de la crisis, la deuda de los hogares había crecido de forma considerable en algunas economías avanzadas. Los datos históricos muestran que las crisis financieras asociadas a expansiones del crédito han ido seguidas por lo general de un largo periodo de reducción del endeudamiento del sector privado, conforme empresas y hogares recomponían sus balances**. De hecho, en la mayoría de las 24 crisis bancarias sistémicas analizadas en el recuadro que acompaña a este capítulo, el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se redujo sustancialmente durante varios años tras la crisis, compensando la mayor parte del aumento registrado en la expansión crediticia previa. Este dato apunta a que los coeficientes de endeudamiento de los hogares, que en numerosos países crecieron rápidamente en el periodo de gestación de la crisis, tendrán que seguir ajustándose.





**El proceso de reducción de la deuda privada ya ha comenzado. En las principales economías avanzadas, excepto Japón, el crédito al sector privado, que había aumentado con fuerza en los años previos a la crisis, se contrajo de forma marcada en 2009 y comienzos de 2010 al endurecer los bancos sus criterios de concesión de crédito** (véase el Gráfico II.7).



**El sector hogares de aquellos países que registraron auges del crédito en relación con el sector inmobiliario ha empezado a reducir su endeudamiento**. A finales de 2009, el cociente entre deuda de los hogares y renta disponible había caído unos 7 puntos porcentuales desde sus respectivos máximos de 2007 y 2008 en Estados Unidos y España, y más de 10 puntos porcentuales en el Reino Unido (Gráfico II.8), aunque parte de esa caída obedeció al aumento de los ingresos familiares. El apalancamiento de los hogares, definido como la relación entre su deuda y sus activos financieros, continuó creciendo durante la crisis al desplomarse el precio de dichos activos. Tras alcanzar máximos a comienzos de 2009 en los tres países citados, actualmente se sitúa en niveles similares o inferiores a los de finales de septiembre de 2008.

**Al margen del indicador utilizado, el endeudamiento de los hogares en España, Estados Unidos y el Reino Unido continúa siendo muy superior al registrado a mediados de la década, e incluso más con respecto a los niveles previos al auge del sector de la vivienda. Así pues, los datos históricos sugieren que los niveles de deuda deben reducirse mucho más.**

**Resumen**

**La recuperación financiera y económica está en marcha, pero es incompleta y frágil, al menos en las principales economías avanzadas. La política monetaria sigue siendo muy expansiva en casi todo el mundo, pese a que algunas economías ya han dado los primeros pasos hacia una orientación más neutral. La política fiscal permanece expansiva y eleva los niveles de deuda pública a ritmos alarmantes. Los bancos han recuperado la rentabilidad y han reducido su apalancamiento, pero varios factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de sus beneficios y su capacidad para obtener financiación. La inversión privada continúa siendo débil y el crecimiento económico todavía depende en gran medida de la recomposición de existencias. Simultáneamente, una serie de economías de mercado emergentes se enfrenta al problema contrario, ya que el impacto directo de la crisis sobre su producto fue menor de lo que se temía y las políticas expansivas adoptadas tanto dentro como fuera de sus fronteras han impulsado su crecimiento del producto hasta el recalentamiento.**

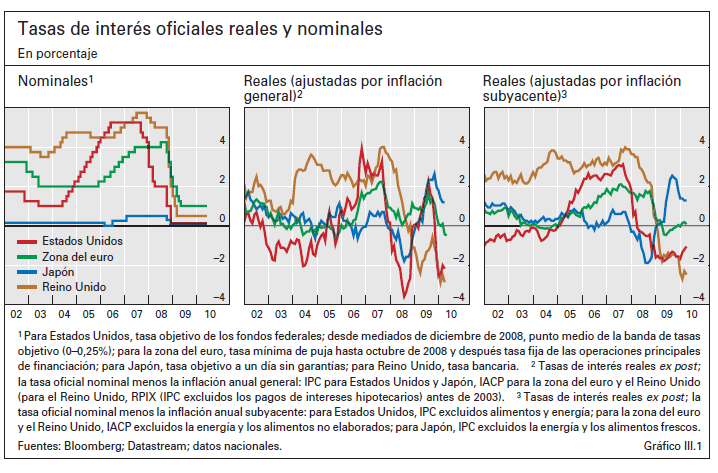
**El endurecimiento de la política fiscal está en ciernes. La revisión de la sostenibilidad de las finanzas públicas por parte de los mercados ha obligado ya a varias economías de la zona del euro a aplicar medidas de austeridad, cuyos efectos serán sin duda mucho más contractivos de los que habría tenido una estrategia de salida en el momento oportuno.**

**Las autoridades monetarias habrán de tener en cuenta los efectos de la consolidación fiscal al decidir cuándo normalizar la orientación de su política. Huelga decir que, además de los riesgos evidentes de endurecer prematuramente la política monetaria, hacerlo demasiado tarde también comporta riesgos. Si bien fue necesario recortar las tasas de interés hasta mínimos históricos para evitar el desplome del sistema financiero y de la economía real, mantenerlas reducidas durante demasiado tiempo también podría retrasar el inexcusable ajuste hacia un modelo económico y financiero más sostenible.**

III. **Tasas de interés bajas: ¿más riesgos que ventajas?**

**La primera reacción de los bancos centrales de todo el mundo ante la desaceleración económica provocada por las turbulencias financieras fue recortar de forma drástica las tasas de interés**. Como consecuencia, **las tasas oficiales en las principales economías avanzadas oscilan en la actualidad entre cero y 1%, por lo que no queda margen, o muy escaso, para realizar recortes adicionales si hubiera que afrontar nuevas perturbaciones negativas** (véase el Gráfico III.1). **En términos reales, las tasas están en niveles cercanos a cero en la zona del euro y son negativas en el Reino Unido y Estados Unidos. En Japón, la leve deflación ha vuelto a situar las tasas reales por encima de cero.**

**Conforme la crisis empeoraba, los bancos centrales adoptaron medidas no convencionales para evitar lo que muchos temían podría convertirse en una segunda Gran Depresión**. **Entre otras medidas, facilitaron abundante liquidez en moneda local, emplearon swaps para proveer de moneda extranjera a instituciones locales e intervinieron en los mercados de renta fija. Dichas medidas inflaron de forma significativa los balances de los bancos centrales y modificaron su composición** (Gráfico II.4). **Los gobiernos complementaron la respuesta de la banca central apoyando a instituciones financieras concretas e introduciendo importantes estímulos fiscales**.



En los primeros meses de 2010, cuando parecía que el peligro de colapso financiero había pasado y que el entorno macroeconómico avanzaba hacia la recuperación, las autoridades de las principales economías avanzadas comenzaron a evaluar las distintas opciones para salir de la situación en la que las había dejado la crisis. Si bien los problemas del mercado de deuda soberana griega y la consiguiente turbulencia de abril y mayo llevaron a algunos bancos centrales a revisar los plazos previstos para estas decisiones, el compromiso con respecto a una futura salida no ha cambiado. Sigue siendo cierto que el momento de abandonar la política monetaria no convencional puede determinarse con independencia del momento en que se decida comenzar a normalizar las tasas de interés, aunque la secuencia exacta de ambas decisiones probablemente variará de una economía a otra, en función de la velocidad de la recuperación relativa en los mercados financieros y en la actividad real.

Al tomar estas decisiones, las autoridades deberán tener en cuenta las distorsiones que provoca un periodo dilatado de relajación monetaria. Después de todo, son muchos quienes han señalado que haber mantenido las tasas de interés bajas durante mucho tiempo fue uno de los factores que contribuyó a la crisis. Al mismo tiempo, deberían prestar especial atención a las distorsiones que causa el uso de herramientas de política monetaria no convencionales, como por ejemplo las distorsiones de precios que pueden crearse en los mercados de bonos al cambiar los bancos centrales sus criterios sobre el colateral admisible en operaciones repo o al comprar activos. Unos precios artificialmente altos de los activos en ciertos mercados podrían retrasar la necesaria reestructuración de los balances del sector privado. También surgen distorsiones en la actividad de los mercados por la mayor intermediación de los bancos centrales durante la crisis. Más aún, las compras de activos han expuesto a los bancos centrales a un riesgo de crédito considerable que, unido al cambio en la composición de los balances, podría exponerlos a presiones políticas.

**La experiencia histórica apenas ofrece orientación sobre la trascendencia económica de los efectos secundarios asociados a políticas monetarias no convencionales. Por el contrario, sí existe evidencia de las distorsiones derivadas de unas bajas tasas de interés.** En este capítulo se examinan estos riesgos en el contexto actual y se argumenta que, de no ser abordados pronto, podrían crear problemas tanto a escala nacional como internacional. Dicha argumentación se basa en conclusiones del periodo previo a la crisis financiera de 2007-09 y en la experiencia de Japón desde mediados de los 90.

**Efectos secundarios nacionales de las bajas tasas de interés**

**Los episodios anteriores de tasas de interés bajas sugieren que una política monetaria laxa puede estar relacionada con auges del crédito, encarecimiento de los activos, estrechamiento de los diferenciales de riesgo y búsqueda de rendimiento. Conjuntamente, todo ello provocó asignaciones de recursos extremadamente inadecuadas durante los años previos a la crisis, como refleja el crecimiento excesivo del sector financiero y de la construcción. Los ajustes estructurales requeridos resultan costosos y exigen tiempo.**

**En el contexto actual, las bajas tasas de interés generan además otras inquietudes, puesto que van acompañadas de tasas a largo plazo bastante más elevadas. Esto podría conllevar una creciente exposición al riesgo de tasa de interés y retrasos en la reestructuración de los balances, tanto del sector privado como del público. La situación se complica aún más al considerar que las bajas tasas de interés podrían haber mermado de forma duradera la actividad en el mercado monetario, lo que haría más delicado el abandono de la política monetaria expansiva.**

*Disminución del riesgo medido y percibido*

**Los modelos económicos al uso predicen que una disminución de las tasas de interés reales, si se prevé sostenida, acelerará el crecimiento del crédito. Esta disminución eleva asimismo los precios de los activos al reducir la tasa de descuento de los flujos de caja futuros. Ceteris paribus, esto conduce a un aumento del valor de las garantías, lo que podría inducir a las instituciones financieras a otorgar más crédito y a aumentar su propio apalancamiento para adquirir activos de mayor riesgo. El aumento de precio de los activos también suele asociarse a una menor volatilidad de precios, lo que se refleja en valores menores para las medidas del riesgo de cartera más habituales, como el valor en riesgo (VaR). Estos factores engrosan a su vez el volumen de capital invertido en activos de riesgo y los precios de los activos, y estrechan aún más los diferenciales de riesgo medido.**

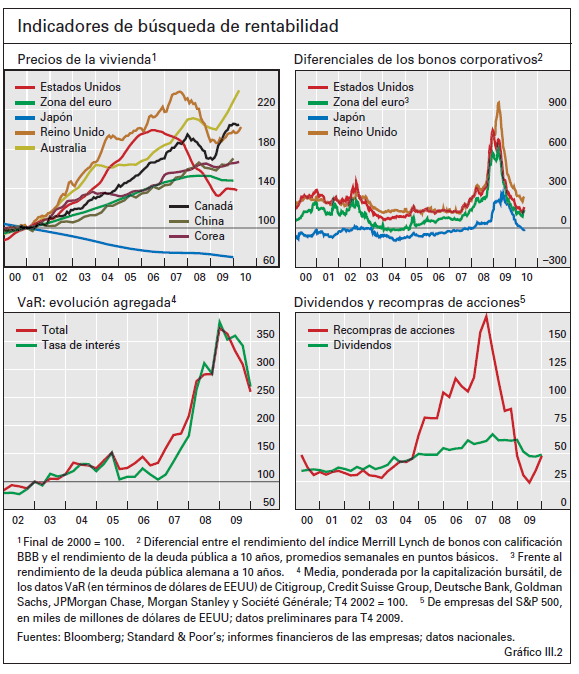
**En general, este mecanismo se considera como uno de los principales impulsores de la revalorización de los activos y del estrechamiento de los diferenciales de riesgo observados en el periodo previo a la crisis financiera de 2007-09. La crisis trajo luego consigo mayores primas por riesgo, un marcado descenso del valor de los activos, incrementos del VaR y pérdidas para los inversionistas, entre ellos algunos muy apalancados que no estaban en condiciones de asumirlas. La reversión de precios obligó a reponer garantías y desató ventas masivas que generaron caídas de precios aún mayores.**

**A partir de la primavera de 2009, la rápida recuperación de las bolsas mundiales y la revalorización de la vivienda en muchas economías (con la excepción de la zona del euro y Japón) estuvieron acompañadas por la reducción de los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos y de otras primas por riesgo** (Gráficos III.1 y III.2, paneles superiores), **aunque desde entonces algunos de los indicadores de riesgo han vuelto a repuntar a raíz de la crisis de la deuda soberana griega**. Los datos disponibles sobre VaR muestran que el riesgo medido por las pérdidas potenciales derivadas de las carteras de negociación de los bancos sigue siendo elevado (Gráfico III.2, panel inferior izquierdo).

**Al mismo tiempo, uno de los objetivos principales de las medidas adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos durante la crisis de 2007-09 fue detener el desplome de los precios de los activos y reducir el riesgo de insolvencia. Siendo así, el alza generalizada de los precios de los activos y la reducción de los diferenciales de riesgo en 2009 y los primeros meses de 2010 podrían reflejar tanto el éxito de estas políticas como una nueva acumulación de riesgos potencialmente excesiva en las inversiones de cartera.**

*Búsqueda de rentabilidad*

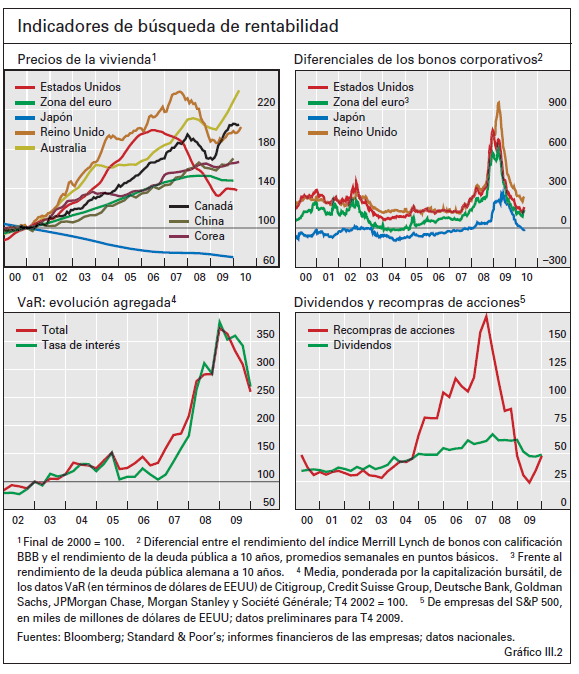
**La acumulación de riesgo en una cartera de inversión también puede ser el resultado de la búsqueda de rentabilidad, cuando unas bajas tasas de interés oficiales en términos nominales llevan a los inversionistas a asumir mayor riesgo en pro de rendimientos nominales más altos. En los años anteriores a la crisis financiera, muchos inversionistas tenían como objetivo una tasa de rentabilidad nominal que les parecía adecuada atendiendo al pasado reciente. Además, los inversionistas institucionales, como aseguradoras y fondos de pensiones, se vieron presionados para cumplir con compromisos implícitos o contractuales que adquirieron con sus clientes cuando el rendimiento nominal era mayor, y se propusieron obtener esos rendimientos en oportunidades de inversión alternativas. El hecho de que numerosos planes de remuneración estuvieran vinculados a rentabilidades nominales también contribuyó a este proceso de búsqueda de rendimiento.**



**Son varios los síntomas que pueden indicar búsqueda de rentabilidad. El primero es un incremento de los precios de los activos unido a la reducción de las primas por riesgo.** Aunque la recuperación de muchos mercados de activos en 2009 y comienzos de 2010 reflejó en parte un cambio de tendencia en la aversión al riesgo atribuible a la crisis, el fenómeno de la búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés oficiales próximas a cero, también podría haber influido en ese sentido hacia finales de dicho periodo.

**El segundo síntoma es una innovación financiera distorsionada. A principios de esta década, y en respuesta al deseo de los inversionistas de obtener mayor rentabilidad, los intermediarios diseñaron productos financieros que aparentemente minimizaban el riesgo asociado. En los años previos a la crisis se comercializó un amplio surtido de estos productos “estructurados”. A primera vista, parecían encarnar el sueño de todo inversionista -riesgo reducido y rendimiento elevado-, pero durante la crisis resultaron ser todo lo contrario**. En consecuencia, el mercado se ha reorientado hacia instrumentos de inversión menos exóticos. **Con todo, es difícil seguir de cerca la innovación financiera, e identificar deficiencias en productos nuevos resulta más sencillo a posteriori.**

**El tercer síntoma de búsqueda de rendimiento puede ser un incremento de los dividendos y de la recompra de acciones propias. Si los inversionistas esperan una rentabilidad nominal elevada pero ésta es difícil de conseguir, las sociedades no financieras pueden verse presionadas para devolver fondos a los inversionistas en vez de acometer inversiones reales arriesgadas pero económicamente rentables en plantas de producción o en investigación y desarrollo.** Las recompras de acciones y los dividendos elevados, bastante habituales antes de la crisis, se han vuelto mucho menos frecuentes ahora, algo normal en fases de desaceleración económica (Gráfico III.2, panel inferior derecho). Tanto dividendos como recompras repuntaron ligeramente en 2009, a medida que las perspectivas económicas iban mejorando, pero se siguen manteniendo por debajo de los niveles previos a la crisis, lo que apunta a que este aspecto de la búsqueda de rentabilidad no se observa en la actualidad.



**El tercer síntoma de búsqueda de rendimiento puede ser un incremento de los dividendos y de la recompra de acciones propias. Si los inversionistas esperan una rentabilidad nominal elevada pero ésta es difícil de conseguir, las sociedades no financieras pueden verse presionadas para devolver fondos a los inversionistas en vez de acometer inversiones reales arriesgadas pero económicamente rentables en plantas de producción o en investigación y desarrollo.** Las recompras de acciones y los dividendos elevados, bastante habituales antes de la crisis, se han vuelto mucho menos frecuentes ahora, algo normal en fases de desaceleración económica (Gráfico III.2, panel inferior derecho). Tanto dividendos como recompras repuntaron ligeramente en 2009, a medida que las perspectivas económicas iban mejorando, pero se siguen manteniendo por debajo de los niveles previos a la crisis, lo que apunta a que este aspecto de la búsqueda de rentabilidad no se observa en la actualidad.

*Riesgo de tasas de interés*

**La conjunción de tasas de interés oficiales bajas y de tasas a largo plazo más elevadas aumenta los beneficios que los bancos pueden obtener de la gestión de los vencimientos, es decir, de pedir préstamos a corto plazo y otorgarlos a largo plazo. De hecho, uno de los motivos por los que los bancos centrales rebajaron sus tasas de interés fue facilitar que las instituciones financieras más afectadas incrementaran dichos beneficios, acumulando con ello capital. El mayor atractivo que ofrece esta transformación de vencimientos desde que estalló la crisis se reflejó en el aumento de la razón carry-to-risk en 2009 y a principios de 2010** (Gráfico II.1, panel inferior derecho). El aumento de las tasas de interés de la deuda pública, provocado por los crecientes déficits y niveles de deuda, así como por la mayor concienciación sobre los riesgos asociados, acentúa aún más la pendiente de la curva de rendimientos y refuerza el atractivo de las estrategias de transformación de vencimientos.

**Sin embargo, las instituciones financieras podrían subestimar el riesgo asociado a esta exposición a los vencimientos e invertir en exceso en activos de largo plazo.** Como ya se ha señalado, la exposición al riesgo de tasa de interés de los bancos medido por indicadores VaR sigue siendo elevada. **Si un incremento inesperado de las tasas de interés oficiales provocara un aumento similar de las rentabilidades de los bonos, la consiguiente caída de los precios de éstos acarrearía pérdidas considerables para los bancos. Como resultado, podrían tener dificultades para refinanciar su deuda a corto plazo**. Estos riesgos podrían haberse incrementado ligeramente tras la crisis de 2007-09, ya que el contexto poco propicio al crédito bancario y la mayor disponibilidad de financiación desde los bancos centrales dejó a muchas entidades de crédito con estructuras de financiación sesgadas hacia vencimientos más cortos. **Una nueva contracción de la financiación disponible para los bancos podría reimpulsar la venta de activos y provocar una caída de los precios aún mayor.**

**Así pues, un endurecimiento inesperado de la política monetaria podría tener graves consecuencias para el sector bancario. Puede ser útil, por tanto, señalizar con tiempo la intención de modificar las tasas de interés de la política monetaria, de forma que tanto mercados como instituciones puedan ajustarse sin problemas al desplazamiento esperado de los precios de los activos y los costos de financiación.**

*Retraso en los ajustes de los balances*

**Uno de los legados de la crisis financiera y de los años que la precedieron es la necesidad de sanear los balances de las instituciones financieras, los hogares y el sector público, este último en una situación fiscal complicada en parte debido a las medidas de rescate adoptadas durante la crisis**. Las bajas tasas de interés oficiales podrían frenar o aun impedir estos ajustes necesarios en los balances. **En el sector financiero, la curva de rendimientos actualmente tan pronunciada ofrece a las instituciones financieras una fuente de ingresos que podría atenuar la sensación de urgencia de reducir el apalancamiento y de vender o amortizar contablemente activos de mala calidad**. **El compromiso de los bancos centrales de mantener bajas las tasas de política monetaria durante periodos largos, aunque útil a la hora de estabilizar las expectativas de los mercados, podría contribuir a esa autocomplacencia.**

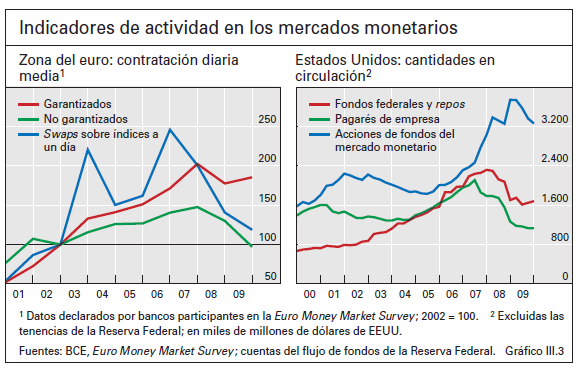
**La experiencia ha demostrado que mantener las tasas de interés oficiales bajas permite renovar continuamente los préstamos inviables hasta hacerlos “perpetuos” o “perennes” (práctica que se conoce en inglés como evergreening) refinanciándolos una y otra vez.** Durante el prolongado periodo de los años 90 en el que las tasas nominales permanecieron bajas en Japón, los bancos del país permitieron a los prestatarios refinanciar préstamos cuyos intereses, casi nulos, podían pagar, pero no así el principal. Así pues, los bancos renovaron indefinidamente el crédito, en vez de cancelarlo, para proteger así su propio capital, ya debilitado por la depreciación previa de los activos. Ello, a su vez, retrasó la reestructuración y reducción que requerían los balances del sector financiero. Más aún, la presencia de empresas inviables (“zombis”) mantenidas gracias a estos préstamos “perennes” probablemente limitó la competencia, redujo la inversión e impidió la entrada de nuevas empresas.

**Aunque no existe una fórmula magistral para determinar empíricamente el alcance de esta refinanciación indefinida, podría sospecharse de su existencia si los datos mostraran que se está otorgando una cantidad desproporcionada de préstamos a sectores en dificultades**, como ocurrió en Japón en la década de los noventa. **Otro indicador sería una relajación de las condiciones que impone la banca comercial para conceder crédito a sus deudores actuales**. La Senior Loan Officer Opinion Survey de la Reserva Federal empezó a informar sobre los cambios en las líneas de crédito para clientes existentes en enero de 2009. La encuesta revela que las líneas de crédito comercial e industrial a estos clientes han ido disminuyendo, aunque a un ritmo cada vez más lento. Cuando empiecen a repuntar nuevamente, en un primer momento reflejarán la normalización de las condiciones de crédito, pero posteriormente podrían estar señalando la existencia de evergreening y por tanto de retraso en el ajuste de los balances financieros y no financieros del sector privado.

**Mantener bajas las tasas de interés también podría retrasar los ajustes necesarios en los balances del sector público** (para más información al respecto. Al reorientar su perfil de deuda hacia una financiación de corto plazo, los gobiernos pueden reducir los pagos de intereses. Si bien esta estrategia les proporciona cierto margen para reencauzar sus niveles de deuda hacia una senda sostenible, también expone su situación fiscal a incrementos de las tasas de interés oficiales si los ajustes presupuestarios necesarios no se introducen en el momento oportuno. Esto puede hacer temer por la independencia de las autoridades responsables de la política monetaria.

*Paralización de los mercados monetarios*

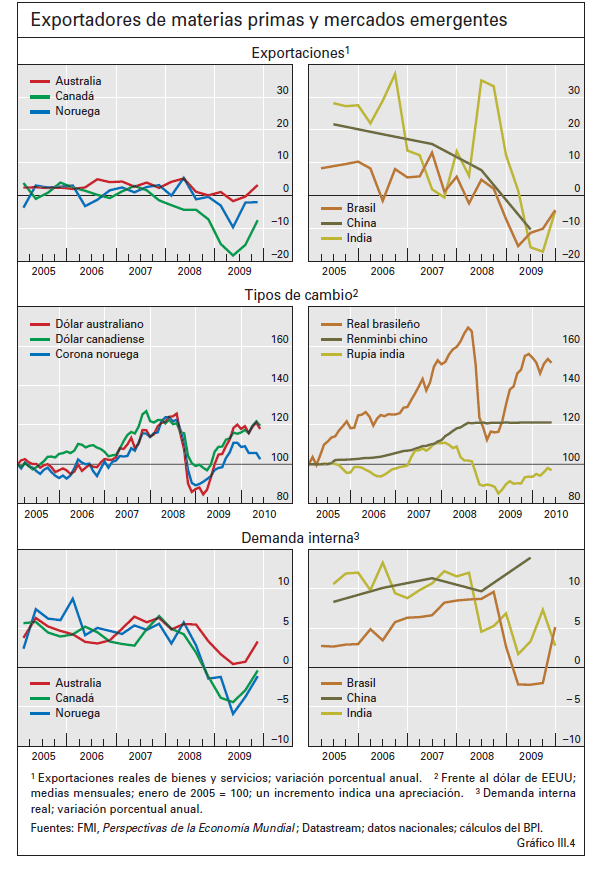
**En cuanto la banca central empiece a elevar las tasas de interés oficiales, es fundamental que los mercados monetarios trasladen esta alza al conjunto de la economía. Sin embargo, las bajas tasas oficiales podrían paralizar los mercados monetarios. Cuando los costes operacionales de ejecutar transacciones en los mercados monetarios superan los intereses obtenidos -que guardan estrecha relación con las tasas oficiales-, la banca comercial podría retirar fondos ahora invertidos en estas operaciones.** Este tipo de atrofia se produjo en los mercados monetarios de Japón, cuando la actividad en los mercados de financiación a un día sin garantías cayó, en promedio, desde más de 12 billones de yenes mensuales en 1995-98 hasta menos de 5 billones en 2002-04. En consecuencia, el endurecimiento de la política monetaria de Japón en 2006 se vio complicado al verse desbordados los empleados de las mesas de negociación de los bancos comerciales. En el contexto actual, una de las razones por las que muchos bancos centrales se han abstenido de reducir las tasas oficiales hasta cero durante la reciente crisis financiera ha sido precisamente evitar tal problema. Las diferencias entre países en cuanto a la mayor o menor proximidad a cero de sus tasas de interés oficiales probablemente están relacionadas con divergencias en la estructura de sus mercados monetarios.



**Los volúmenes negociados en los mercados monetarios de la zona del euro y Estados Unidos han ido disminuyendo desde el comienzo de la crisis y se encuentran cercanos a sus niveles de 2003-04, cuando las tasas de interés oficiales también se situaban en niveles reducidos** (Gráfico III.3). La caída de contratación en los mercados monetarios en 2008 obedeció principalmente a la búsqueda de liquidez, la incertidumbre respecto de las contrapartes y los colaterales, y la mayor inyección de liquidez por parte de los bancos centrales. No obstante, el mantenimiento de estos bajos volúmenes también podría ser reflejo de los reducidos márgenes que ofrece el mercado actual. En 2009, el mercado monetario experimentó, en la zona del euro, un incremento en la negociación de fondos garantizados y, en Estados Unidos hacia finales de año, un ligero aumento de los fondos federales y repos en circulación. Estos avances, observados antes de la crisis de la deuda soberana de Grecia, podrían reflejar una menor incertidumbre respecto de contrapartes y colaterales y una reducción de las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales. **Está por ver si los volúmenes finalmente volverán a sus niveles anteriores o si, por el contrario, las tasas oficiales en niveles bajos realmente redujeron la actividad del mercado monetario, complicando así la ejecución de las estrategias de salida.**

**Efectos secundarios internacionales de las bajas tasas de interés**

**Las bajas tasas de interés en la mayoría de las economías avanzadas tienen efectos secundarios que traspasan sus fronteras, alcanzando tanto a mercados emergentes como a países industriales exportadores de materias primas, cuya evolución fue relativamente buena durante la crisis**.

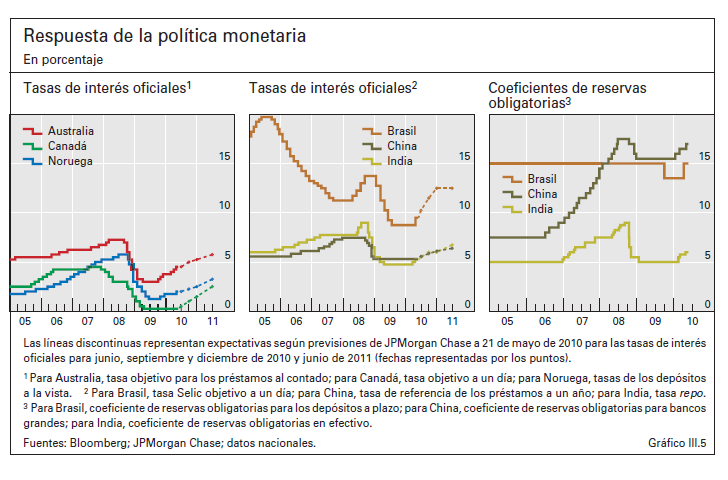


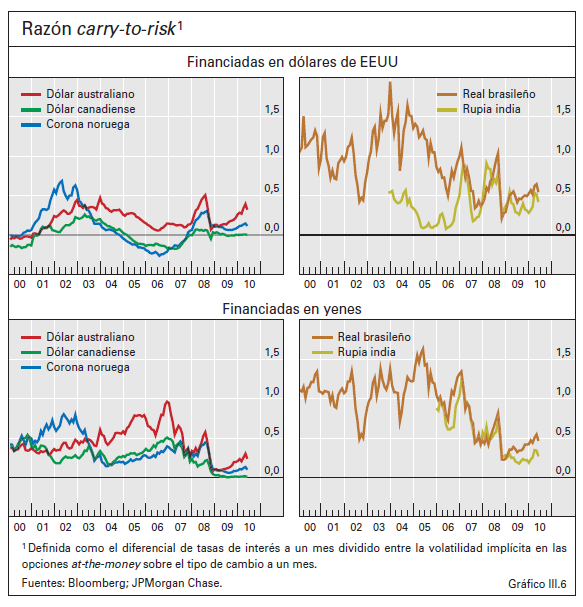
El impacto inicial de la crisis financiera sobre estos países fue, en la mayoría de los casos, una reducción marcada de sus exportaciones (Gráfico III.4, paneles superiores), la retirada de fondos en dólares estadounidenses por parte de bancos extranjeros, la liquidación por los inversionistas de valores de renta fija y renta variable, y una caída de los precios de las acciones. Las principales economías emergentes y las avanzadas exportadoras de materias primas asistieron a una considerable depreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense en otoño de 2008. La excepción fue China, que mantuvo fijo el renminbi (Gráfico III.4, paneles centrales). Se adoptaron políticas monetarias más expansivas, manteniendo tasas de interés más bajas (en China, la India y, después, Brasil) y reduciendo el nivel de reservas obligatorias (Gráfico III.5). Asimismo, numerosos bancos centrales ofrecieron en sus mercados locales financiación en dólares estadounidenses, que algunos de ellos habían obtenido a través de líneas de swap con la Reserva Federal.

En consecuencia, la demanda interna logró compensar algunos de los efectos contractivos de las menores exportaciones (Gráfico III.4, paneles inferiores). Cuando los precios de los activos también se recuperaron, los bancos centrales no pertenecientes a las principales economías avanzadas empezaron a endurecer de nuevo su política monetaria, a pesar de que sus exportaciones seguían débiles…

**El endurecimiento de la política monetaria ha generado diferenciales de tasas de interés significativos, tanto en términos reales como nominales, entre las economías antes citadas y los países más afectados por la crisis. Junto con las mejores perspectivas de crecimiento, estos diferenciales han generado entradas de capitales en países con tasas más elevadas y han renovado el atractivo a las operaciones carry trade** (Gráfico III.6).

**Los flujos de capital permiten una mejor asignación de recursos en la economía, y los flujos de entrada contribuyen en gran medida al crecimiento, especialmente en las economías de mercado emergentes. No obstante, en la situación actual, podrían elevar aún más los precios de los activos y ejercer presiones inflacionistas sobre la macroeconomía**. **Las entradas de capital también han provocado la apreciación de las monedas objetivo con tipo de cambio variable, lo que equivale a un endurecimiento de las condiciones monetarias en esos países**. **Con todo, parece probable que las tasas de interés sigan aumentando y que ello atraiga todavía más inversión extranjera.** **Esta situación expone a las economías que reciben esas entradas al riesgo de fugas de capitales sustanciales y a la reversión de las presiones cambiarias ante un cambio en las condiciones macroeconómicas, monetarias y financieras mundiales, o bien en la percepción que los inversionistas tienen de ellas**. El Capítulo IV analiza las cuestiones relacionadas con los flujos de capital hacia mercados emergentes de forma más detallada.





**Resumen**

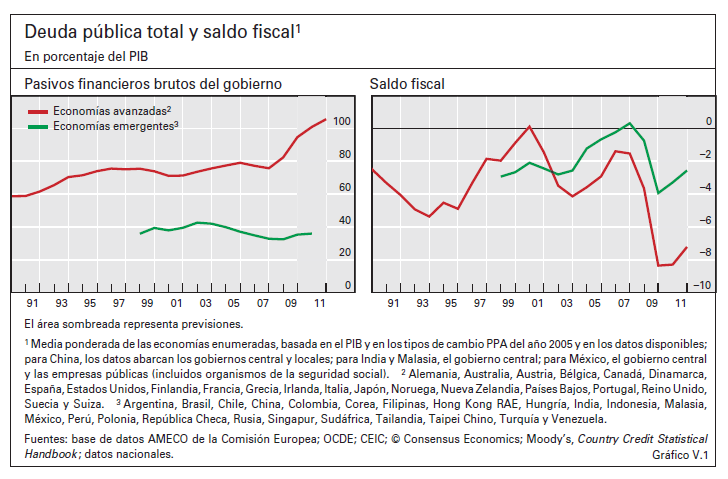
**Las recientes turbulencias en los mercados ante la preocupación por la deuda soberana probablemente han pospuesto el necesario retorno a políticas monetarias más normales en diversas economías avanzadas. El momento exacto en que se endurezcan las condiciones monetarias dependerá de las perspectivas sobre la actividad macroeconómica y la inflación, y de la salud del sistema financiero. Ahora bien, mantener las tasas de interés en niveles muy bajos conlleva un precio, que además aumenta con el tiempo. La experiencia demuestra que el mantenimiento de tasas inusitadamente bajas durante períodos prolongados enturbia la valoración de los riesgos financieros, provoca la búsqueda de rentabilidad y retrasa el ajuste de los balances. Asimismo, los diferenciales de rendimiento resultantes alimentan flujos de capital insostenibles hacia países con tasas de interés altas. Dado que estos efectos secundarios ponen en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera a largo plazo, es necesario tenerlos en cuenta a la hora de determinar el momento y el ritmo de normalización de las tasas de interés oficiales.**

(…)

V. **Sostenibilidad fiscal en los países industriales: riesgos y desafíos**

**Las notables caídas de los ingresos públicos, los cuantiosos programas de rescate financiero y las políticas fiscales expansivas tras la crisis financiera han deteriorado notablemente las posiciones fiscales de las economías industriales** (véase el Gráfico V.1). **Se prevé que la deuda pública agregada de las economías avanzadas en porcentaje del PIB crezca desde el 76% en 2007 hasta más del 100% en 2011, un nivel no alcanzado en las últimas décadas. Además, aún no se conoce el coste total de poner en orden los balances de las instituciones financieras, en particular teniendo en cuenta que siguen siendo muy vulnerables a acontecimientos adversos**. Más allá de 2011, diversos países industriales se enfrentan al elevado y creciente gasto en pensiones y salud asociados al envejecimiento de su población. Si no se abordan a tiempo y con eficacia, estos costes podrían generar niveles de déficit y deuda cada vez mayores.

**Por su parte, las economías de mercado emergentes (EME), que se adentraron en la crisis financiera con una posición fiscal más o menos sólida, salieron de ella relativamente indemnes** (Gráfico V.1). **Así pues, su tasa de deuda pública agregada, situada en torno a 35% del PIB a fines de 2009, se mantiene baja comparada con la de las economías avanzadas y parece poco probable que vaya a dispararse**. Aun así, las posiciones fiscales de las EME difieren notablemente entre sí, y algunas de ellas tienen dificultades para reducir sus déficits presupuestarios hasta niveles sostenibles. Además, numerosas EME afrontan retos fiscales a largo plazo derivados del envejecimiento de su población, que probablemente se agraven a medida que intenten mejorar o ampliar los servicios públicos básicos a un mayor segmento de su población.



**Los elevados y crecientes niveles de deuda pública plantean riesgos sustanciales para la economía mundial. Como demostró la reciente crisis de la deuda europea, el temor a que el sector público incumpla sus pagos puede inducir un aumento marcado de las tasas de interés, lo que podría agravar aún más la fragilidad financiera y poner en peligro la incipiente recuperación económica. La adopción en mayo de medidas de apoyo sin precedentes por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE ayudó a estabilizar los mercados financieros, pero persiste la preocupación por la sostenibilidad fiscal a largo plazo de Grecia y otros países europeos. Existe el riesgo de que esta preocupación se acentúe afectando a otros países, algo que se evitaría si los gobiernos aplicaran medidas enérgicas para solucionar sus problemas fiscales. Además, en el largo plazo, unos niveles de deuda pública persistentemente más elevados podrían aumentar la vulnerabilidad de las economías ante acontecimientos adversos, reducir su potencial de crecimiento a largo plazo y amenazar las perspectivas para la estabilidad monetaria.**

De hecho, el examen cada vez más riguroso de las posiciones fiscales que realizan los inversionistas ya ha llevado a diversas economías avanzadas a adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal o mejorar las existentes, lo cual debería facilitar una reducción de los déficits fiscales más rápida de lo previsto a comienzos de 2010…

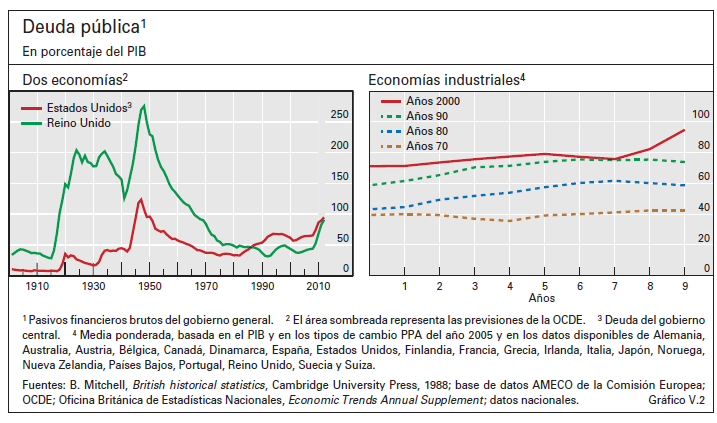
El resto del capítulo analiza los desequilibrios fiscales a corto y largo plazo a los que se enfrentan los países industriales y discute sus posibles implicaciones para la economía mundial.

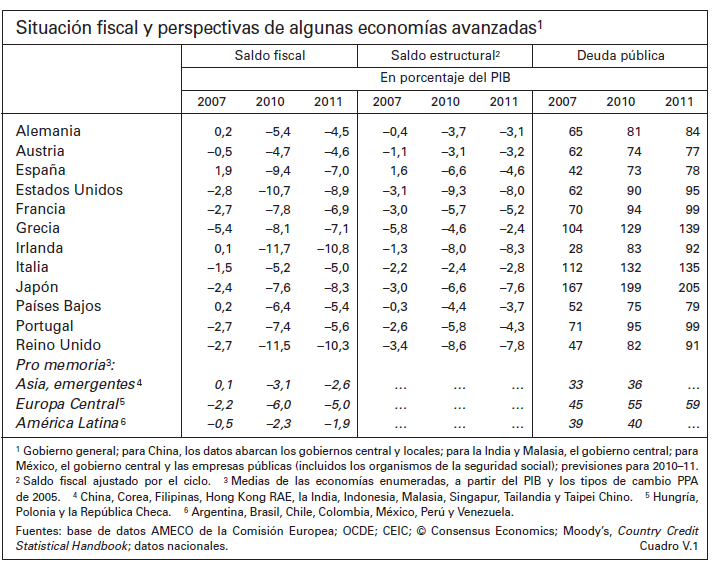
**La evolución de la deuda pública y sus perspectivas a corto plazo**

**Los países industriales ya han conocido altos niveles de deuda pública. Tras la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, se alcanzaron niveles cercanos al 120% del PIB en Estados Unidos y al 275% en el Reino Unido. En ambos países, cuya deuda pública en 2011 se prevé que supere el 90% del PIB, el reciente aumento de ésta sólo es comparable al observado durante las dos guerras mundiales** (véase el Gráfico V.2, panel izquierdo). Aún peor, **el incremento actual del endeudamiento asociado a la crisis ha coincidido en numerosos países con una prolongada erosión de su posición fiscal. De hecho, desde los años 70 hasta 2007, el promedio de deuda pública para el conjunto de los países industriales ha ido creciendo paulatinamente desde el 40% hasta el 76% del PIB** (Gráfico V.2, panel derecho). **El desequilibrio crónico entre los ingresos públicos y los gastos comprometidos (especialmente el gasto relacionado con la edad de la población) indica que, en diversos grados según el país, la posición fiscal ya había tomado una senda insostenible antes de que estallara la reciente crisis financiera.**

**Para fines de 2011, se prevé que el cociente deuda pública/PIB de las economías industriales sea, en promedio, unos 30 puntos porcentuales superior al de 2007, lo que supone un incremento cercano a 2⁄5, que será aún mayor en los países más afectados por la crisis**. Así, durante el periodo comprendido entre fines de 2007 y fines de 2011, se prevé que la deuda en proporción del PIB crezca más de la mitad en Estados Unidos y en 4⁄5 en España, que casi se duplique en el Reino Unido y se triplique en Irlanda (véase el Cuadro V.1).

**No es probable que el reciente repunte de la deuda pública vaya a cesar en el futuro cercano, por diversos motivos. El primero es que los déficits cíclicos provocados por la desaceleración económica (fuertes caídas de los ingresos tributarios acompañadas de un aumento de algunos gastos, principalmente de apoyo a las rentas bajas) probablemente no desaparezcan con rapidez, ya que se prevé que la recuperación económica sea lenta.**



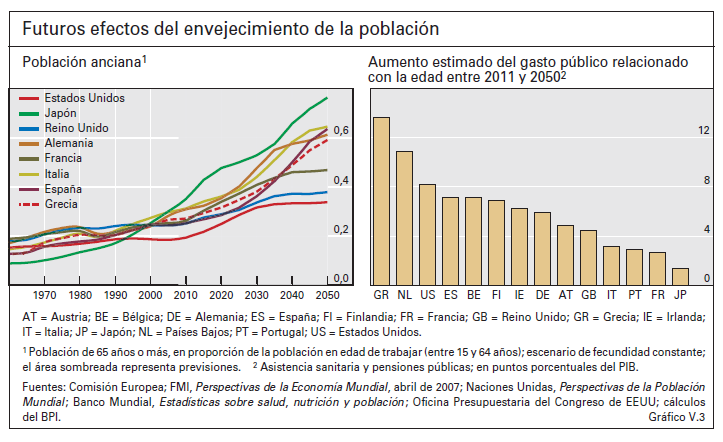


**El segundo motivo es que gran parte del déficit fiscal previsto para 2010 y 2011 probablemente persista pese a la recuperación del producto. Se estima que la crisis financiera ha reducido de forma permanente el PIB potencial futuro en numerosos países -y, por tanto, la base impositiva del sector Público-.** Además, en algunos países (en particular, España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido), parte del fuerte aumento de la recaudación tributaria antes de la crisis estuvo relacionado con un auge insostenible de los sectores de la construcción y financiero. Como es poco probable que estos sectores recuperen pronto sus niveles de actividad previos a la crisis, tampoco lo hará la recaudación tributaria generada por ellos. Asimismo, es previsible que los países deban aumentar durante años su gasto en concepto de prestaciones por desempleo ante el aumento del número de desempleados de larga duración.

**El tercer motivo es la incertidumbre acerca de cuándo y hasta qué punto se revertirán las medidas discrecionales extraordinarias adoptadas en varios países para reactivar la demanda agregada**. La reciente crisis ha obligado a algunos países del sur de Europa a anunciar medidas para reducir sus déficits fiscales estructurales más rápido de lo previsto, pero se desconoce si los principales países industriales también retirarán los estímulos fiscales antes de que el crecimiento y el empleo hayan retornado a niveles más aceptables. La experiencia de los países industriales indica que los déficits primarios estructurales (aquéllos que excluyen los pagos por intereses y se ajustan por los aumentos y caídas cíclicas del gasto y los ingresos, respectivamente) sólo tienden a corregirse lentamente.

**Por último, aún se desconoce el coste final de poner en orden el sistema financiero. En diversos países, los bancos todavía son frágiles y están expuestos a mercados financieros volátiles y al deterioro del mercado inmobiliario no residencial.**

**El tamaño y duración del incremento de los coeficientes entre deuda y PIB dependerán no sólo de futuras decisiones sobre impuestos y gastos primarios (gastos que excluyen los pagos de intereses de la deuda pendiente), sino también del crecimiento real del PIB y de la trayectoria futura de las tasas de interés reales. En este sentido, las perspectivas de crecimiento de numerosos países industriales son, en el mejor de los casos, débiles y es probable que aumenten las tasas de interés reales.**



Lamentablemente, los abultados déficits fiscales previstos a corto plazo no son el único motivo de preocupación. Los gobiernos de aquellas economías avanzadas con una creciente proporción de población anciana con respecto a la población en edad de trabajar (véase el Gráfico V.3, panel izquierdo) se enfrentan a otro reto fiscal: cómo contener y financiar los crecientes costes de salud y pensiones a medio y largo plazo. Algunos de estos países también se enfrentan un menor crecimiento del PIB potencial, lo que dificultará aún más dicha financiación. Los sistemas de salud y de pensiones difieren entre países, y algunos de ellos ya se han reformado para contener hasta cierto punto el aumento de los gastos. Por lo tanto, países donde se prevé que la proporción de población anciana sobre población en edad de trabajar crezca a un ritmo similar no afrontan necesariamente aumentos comparables en sus proyecciones de gasto público por envejecimiento de la población. Por ejemplo, si se siguen las políticas actuales, durante el periodo 2011-50 dicho gasto como porcentaje del PIB aumentaría en varios puntos porcentuales en Alemania, España, Estados Unidos, Grecia y el Reino Unido, y algo menos en Francia, Italia y Japón (Gráfico V.3, panel derecho)…

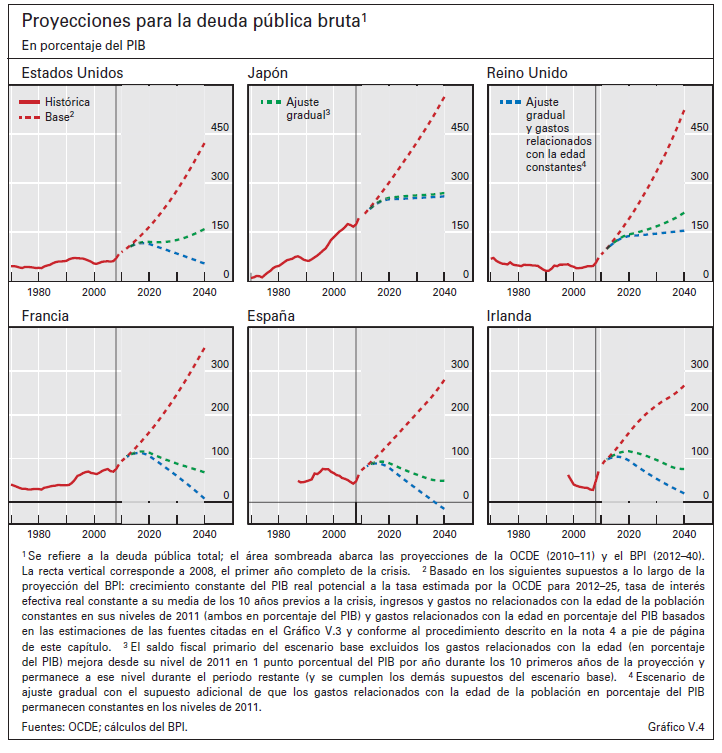
**Proyecciones a largo plazo para la deuda pública**

La gravedad de los problemas fiscales que afrontan los países industriales queda ilustrada en las proyecciones a largo plazo para la razón deuda pública/PIB en el periodo 2010-40 para una muestra de países (véase el Gráfico V.4). Las proyecciones de los dos primeros años -2010 y 2011- corresponden a los datos mostrados en el Cuadro V.1, y desde 2012 se omiten las variaciones a corto plazo del producto y de las tasas de interés, por lo que deben considerarse como tendencias en torno a las cuales fluctuarían las razones efectivas de deuda…

En el primer escenario (denominado “Base” en el Gráfico V.4), tanto los ingresos como el gasto no relacionado con la edad de la población, en porcentaje del PIB, permanecen constantes durante el periodo 2012-40 en los valores proyectados por la OCDE para 2011. Además, la tasa de aumento del gasto relacionado con la edad se fija para que el incremento acumulado hasta el año 2040 coincida con las estimaciones efectuadas por las fuentes citadas en el Gráfico V.34. En este escenario, se prevé que parte del déficit cíclico persista durante algunos años. A medida que avanza el periodo de proyección, el escenario base es cada vez menos realista. Tarde o temprano sucederá algo que impida la explosión de la deuda: los gobiernos aplicarán voluntariamente medidas correctoras o se verán forzados a aplicarlas cuando las primas por riesgo soberano alcancen niveles insostenibles.

El segundo y tercer escenario son simulaciones de dos posibles medidas correctoras. El segundo escenario, denominado “Ajuste gradual”, presupone que el saldo fiscal primario (ingresos menos gasto público exceptuando el pago de intereses de la deuda pendiente), excluido el gasto relacionado con la edad, mejora en 1 punto porcentual del PIB durante 10 años (lo que totaliza 10 puntos porcentuales, un nivel elevado desde una perspectiva histórica).

Luego, durante el resto del periodo de proyección, permanece constante como proporción del PIB en su nuevo nivel. En el tercer escenario (denominado “Ajuste gradual y gastos relacionados con la edad constantes”), además de la mejora de 10 puntos porcentuales, también se asume que los gastos relacionados con la edad de la población se mantienen constantes en proporción del PIB en los niveles previstos por la OCDE para 2011 durante todo el periodo de proyección.



En el segundo escenario, la mejora gradual del saldo fiscal primario consigue, después de aproximadamente una década, llevar el cociente deuda/PIB a una trayectoria paulatinamente decreciente en España, Francia e Irlanda, pero no en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. En Estados Unidos, la mejora del saldo fiscal primario estabiliza la razón deuda/PIB sólo hasta 2025, pero después la presión que ejerce el aumento de los gastos relacionados con la edad comienza a elevar de nuevo la razón. En Japón y el Reino Unido este cociente no se estabiliza, pero aminora su aumento. Así pues, el segundo escenario sugiere que, en realidad, el ajuste del saldo primario podría ser mayor de lo previsto o podría adelantarse en algunos de los países con peor dinámica de la deuda.

Además de mejorar el saldo primario, la congelación del gasto relacionado con la edad de la población en porcentaje del PIB redunda en un descenso más rápido o en un aumento más lento de la razón deuda/PIB. Resulta poco plausible que pueda evitarse que el gasto relacionado con la edad crezca más rápido que el PIB durante todo el horizonte de proyección. Sin embargo, los resultados sugieren que un esfuerzo temprano para reducir este gasto en el futuro o para financiarlo mediante impuestos adicionales u otras medidas, podría mejorar a medio plazo la sostenibilidad fiscal en numerosos países. Más aún, el hecho de que en algunos países la razón deuda/PIB caiga hasta niveles muy bajos hacia el final del periodo de proyección sugiere que el ajuste fiscal en estos países podría ser menor de lo que se asume en este escenario.

**Consecuencias del elevado nivel de deuda**

**Tanto la experiencia histórica como diversos argumentos económicos de peso desaconsejan la acumulación rápida y cuantiosa de deuda pública. Tal derroche de recursos amenaza la solvencia del sector público, reduce el crecimiento potencial y disminuye el nivel de vida, además de menoscabar la capacidad de la autoridad monetaria para controlar la inflación.**

*Riesgos de impago de la deuda soberana*

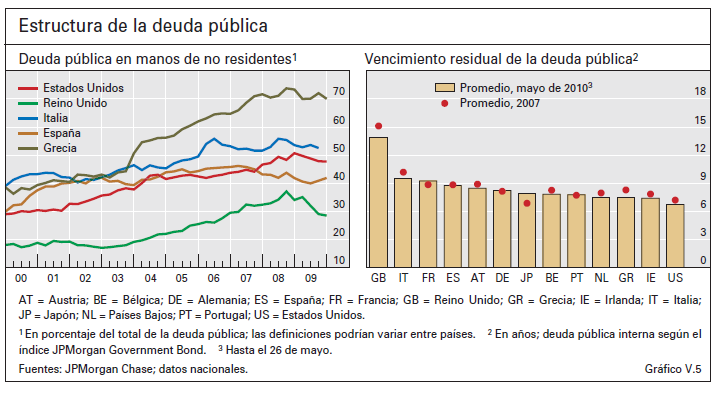
**A excepción de Alemania y Japón tras la Segunda Guerra Mundial, ningún país industrial ha incumplido desde entonces el servicio de su deuda. Sin embargo, una perspectiva histórica más amplia revela que, tras fuertes crecimientos de la deuda pública -consecuencia a menudo de crisis bancarias-, suelen producirse episodios de elevada inflación y aumentos del número de impagos de deuda soberana, incluso entre las economías avanzadas. En general, los países deciden asumir las consecuencias de no pagar o de reestructurar su deuda al percatarse de que las repercusiones financieras y de otro tipo de la inflación son aún peores.**

**Recientemente, el fantasma del impago de deuda soberana ha vuelto a planear sobre los países del sur de Europa**. Grecia, con los rendimientos de sus bonos en una espiral alcista, ha tenido que pedir ayuda financiera externa para seguir refinanciando su deuda. La confianza de los inversionistas en la solvencia del gobierno se fue debilitando por diversos factores: perspectivas de crecimiento muy débil para el país, altas tasas de desempleo, erosión constante de su competitividad internacional y falta de transparencia fiscal. Esta erosión de la confianza se aceleró cuando quedó claro que otros países europeos no conseguían ponerse de acuerdo sobre el alcance y las condiciones de la ayuda financiera. Las primas por riesgo de la deuda griega se dispararon, exponiendo a empresas financieras de varios países a pérdidas de capital potencialmente elevadas y a su sector privado a un endurecimiento de las condiciones crediticias.

Conforme se ultimaba el paquete de rescate de Grecia, la crisis fue a peor al repuntar las tasas de interés de la deuda soberana de otros países, especialmente de España y Portugal. La posición fiscal de ambos países es mejor que la de Grecia, pero al igual que ésta, se enfrentan a perspectivas de crecimiento muy débiles y a abultados déficits comerciales, y no tienen la posibilidad de reaccionar depreciando su moneda o mediante la expansión monetaria. El anuncio en mayo de nuevas medidas de apoyo por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE consiguió calmar los temores de los mercados, al menos temporalmente, concediendo a los gobiernos un respiro para adoptar las medidas necesarias para consolidar las finanzas públicas y mejorar las perspectivas de crecimiento económico.

**La reciente crisis europea también demostró que el riesgo de que la deuda siga una dinámica adversa es mayor en países con una baja tasa de ahorro en relación con la inversión, lo cual les obliga a depender en parte de las entradas de capital extranjero para financiar sus déficits presupuestarios. En la actualidad, la deuda pública de numerosos países industriales está en gran medida en manos de no residentes, como es el caso de Estados Unidos, Grecia e Italia** (véase el Gráfico V.5, panel izquierdo).

**Además, la vulnerabilidad de un país frente a un colapso en la demanda de su deuda es claramente mayor cuando tiene que refinanciar cada año una elevada proporción de ésta.** **Al debilitarse la demanda de bonos a largo plazo, los gobiernos pueden tener que aumentar su deuda a corto plazo, lo que reduciría paulatinamente el vencimiento promedio de la deuda total**. En Italia, por ejemplo, el vencimiento medio de la deuda pública se redujo desde aproximadamente siete años en 1973 hasta alrededor de uno en 1982, haciendo al país más vulnerable a un colapso en la demanda de su deuda en esos años. **En la actualidad, el vencimiento medio de la deuda pública es relativamente largo en la mayoría de los países industriales, pero podría volver a reducirse si los inversionistas consideraran arriesgada la inversión a largo plazo** (Gráfico V.5, panel derecho).



*Consecuencias macroeconómicas*

**Aun cuando pueda evitarse una dinámica adversa de la deuda, el incremento de los niveles de deuda tiene tres consecuencias que, con el tiempo, podrían reducir el crecimiento económico potencial y el nivel de vida. Dichas consecuencias son pagos de intereses más elevados, mayor competencia por la inversión de cartera y dificultades para la política fiscal.**

**En primer lugar, la mayor proporción de recursos fiscales que se necesita para hacer frente a un mayor volumen de deuda pública podría obligar a reducir los gastos productivos (como los de infraestructura, educación y salud) y también a subir los impuestos, creando con ello más distorsiones para la toma de decisiones económicas.** **En segundo lugar, la mayor deuda pública competirá con otras inversiones de cartera privadas, incluyendo los bonos de gobiernos de otros países**. La competencia, junto a las mayores primas por riesgo de impago y de inflación, podría elevar las tasas de interés reales e inducir una caída compensatoria del volumen de capital privado. Aunque los flujos internacionales de capitales podrían limitar estos efectos, los intereses pagados a los residentes extranjeros reducirían los ingresos nacionales. **En tercer lugar, un mayor volumen de deuda podría limitar el alcance y la efectividad de la política fiscal, incluido el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, y la mayor volatilidad macroeconómica resultante probablemente desincentivaría la acumulación de capital**.

**Aunque aún no hay suficientes datos sobre los efectos para el crecimiento derivados de mantener elevados niveles de deuda pública, dichos efectos podrían ser significativos. En los países con una razón deuda/PIB superior al 90%, la tasa de crecimiento mediana del PIB real es 1 punto porcentual menor (y la media es 4 puntos porcentuales menor) que en los países donde esta razón es más baja. Los datos recientes sugieren asimismo que el aumento esperado de la razón deuda/PIB en las economías avanzadas para el periodo 2007-15 podría reducir el crecimiento del producto potencial futuro de forma permanente en más de medio punto porcentual al año.**

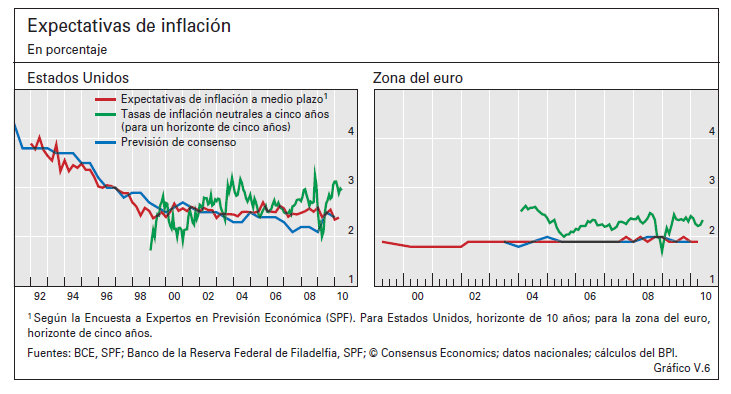
*Retos para los bancos centrales*

**El continuo deterioro de los saldos fiscales también podría complicar la tarea de los bancos centrales de mantener la inflación baja y estable, al menos por dos razones. Una es que la rápida acumulación de deuda pública aumenta la tentación de tolerar un brote inesperado de la inflación para reducir el valor real de la deuda.** **Así ocurre especialmente cuando gran parte de la deuda en moneda local es a largo plazo y una gran proporción está en manos de no residentes**. Esa tentación también será mayor si el presupuesto público se basa principalmente en flujos nominales, ya que en ese caso el repunte inesperado de inflación aumenta el valor real de los ingresos tributarios y reduce el del gasto público. Por todo ello, podría aumentar la presión política ejercida sobre el banco central para permitir una mayor inflación. **Con todo, cualquier beneficio derivado de una inflación inesperada resultaría transitorio, mientras que su coste sería sin duda más alto y duradero, por ejemplo tasas de interés reales permanentemente más altas en el futuro, una mala asignación de recursos y la pérdida de producto que probablemente se necesitaría para devolver la inflación a su nivel de partida.**

**Una segunda razón por la que un nivel de deuda elevado y creciente podría conllevar mayor inflación es que el público, ante el fracaso reiterado del gobierno para cerrar la brecha fiscal, podría negarse eventualmente a invertir en deuda pública. Para evitar un impago soberano en toda regla cuando la deuda en circulación no pueda seguir refinanciándose, el banco central se podría ver forzado a comprar bonos de gobierno y, de ese modo, dejaría que se ampliara la oferta monetaria**. **A diferencia del caso anterior, esto es más probable que ocurra cuando el vencimiento medio de la deuda es a corto plazo**. Además, cuando una elevada proporción de la deuda tiene plazos de vencimiento cortos, los esfuerzos por reducir la inflación elevando las tasas de interés podrían ser en balde: el aumento de las tasas se traduciría rápidamente en mayores pagos por intereses y, por tanto, en un mayor volumen de deuda, adelantando así el momento probable de la monetización.

**Aun cuando estos escenarios de inflación elevada sigan siendo poco probables en el futuro inmediato, cualquier aumento de la probabilidad que se les asigne podría tener rápidamente efectos adversos**. Uno de ellos sería que los agentes del mercado revisaran al alza sus expectativas de inflación y demandaran una mayor compensación por asumir dicho riesgo, con lo que aumentarían las tasas de interés a medio y largo plazo. Otro posible efecto sería que los inversionistas se refugiaran en activos exteriores, causando una marcada depreciación de la moneda y el consiguiente aumento de la inflación. Cualquiera de estos efectos podría reducir el margen de maniobra de los bancos centrales para estabilizar la inflación tanto a corto como a largo plazo.

**¿Es realista pensar que el deterioro fiscal vaya a inducir mayores niveles de inflación? Por ahora, no parece que las expectativas de inflación se hayan desanclado** (véase el Gráfico V.6). **Ahora bien, si los gobiernos no logran avanzar en el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal, podría aumentar el riesgo de que las expectativas de inflación cambien de forma abrupta e inesperada.**

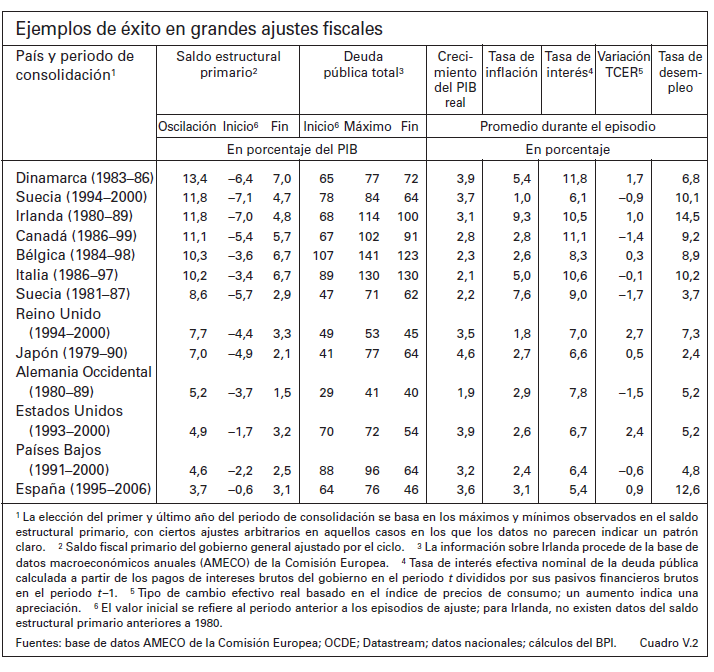


**Afrontar los desequilibrios fiscales**

**Ante la trayectoria insostenible de la deuda pública en numerosos países industriales, resulta inevitable adoptar medidas de restricción fiscal durante un periodo prolongado hasta que el saldo fiscal primario vuelva a registrar un superávit considerable**. A este respecto, **las experiencias de varios países industriales con sus procesos de ajuste en los últimos 30 años ofrecen motivos para el optimismo** (véase el Cuadro V.2). Muchos de estos esfuerzos de consolidación produjeron cambios en el saldo estructural primario (SEP) de casi el 10% del PIB, que se prolongaron durante años. Cada programa de consolidación consiguió estabilizar la razón deuda/PIB o bien la redujo significativamente, en algunos casos incluso años después de finalizar el periodo de consolidación.

Por ejemplo, tras un gran aumento de la deuda pública a principios de la década de los 80, Dinamarca consiguió elevar su SEP desde un déficit del 6,4% del PIB en 1982 hasta un superávit del 7,0% en 1986 (es decir, más de 13 puntos porcentuales en cuatro años). Suecia, en plena recesión tras una crisis bancaria a comienzos de la década de los 90, lanzó un plan de consolidación que elevó su SEP desde un déficit del 7,1% del PIB en 1993 hasta un superávit del 4,7% en el año 2000 (casi 12 puntos porcentuales de diferencia). Irlanda, a pesar de un primer intento fallido y un cambio de gobierno, consiguió pasar de un déficit del 7% del PIB en 1980 a un superávit cercano al 5% en 1989 (casi 12 puntos porcentuales). Canadá, tras un examen integral de su patrón de gasto, ajustó su SEP gradualmente desde un déficit del 5,4% en 1985 hasta un superávit del 5,7% en 1999. Sus superávits se mantuvieron hasta 2008 y su razón deuda/PIB se redujo desde un máximo del 102% en 1996 hasta el 65% en 2007.

Analizando la pertinencia de estos casos de profundo ajuste fiscal para las necesidades actuales, se observa que, por un lado, dichos países superaron situaciones bastante difíciles en términos de empleo (véase el Cuadro V.2). En particular, Canadá, Irlanda e Italia registraron tasas de desempleo crecientes al inicio o durante algún momento del periodo de consolidación. Por otro lado, los países que realizaron estos ajustes disfrutaron, durante este periodo, de un crecimiento del PIB real comparable al de varios países industriales en los años previos a la reciente crisis. En algunos casos, las favorables condiciones de demanda externa podrían incluso haber facilitado el ajuste.



Otro aspecto destacable de esos grandes esfuerzos de consolidación es que tuvieron lugar en contextos muy diversos de tipos de cambio y tasas de interés en términos reales. En concreto, la depreciación de la moneda y la política monetaria acomodaticia podrían haber facilitado el ajuste fiscal en algunos países, pero no en todos. Por desgracia, la investigación empírica que trata de descifrar la influencia de diversos factores por ahora no ha alcanzado un consenso sobre la importancia de las condiciones externas y monetarias para el éxito de las consolidaciones fiscales.

**Sin embargo, estos mismos estudios revelan de forma inequívoca la importancia de la “calidad” del ajuste fiscal. La mayoría de las consolidaciones que lograron su objetivo dieron prioridad al recorte de gastos -concretamente, reducciones del consumo público, incluyendo los salarios-, mientras que las menos eficaces prefirieron los recortes de la inversión pública productiva**. **En los países que partían con una carga impositiva baja, el aumento de los ingresos tributarios también resultó útil, con una mayor efectividad de los impuestos al consumo y de las medidas para ampliar la base impositiva. Asimismo, la consolidación a menudo vino acompañada de reformas estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado laboral y reducir los impuestos sobre el trabajo y el capital.**

**Una conclusión importante que se extrae del estudio de estos episodios anteriores es que es posible realizar los esfuerzos de consolidación que se necesitan actualmente, por mucho que la situación en términos de crecimiento y empleo pueda ser más difícil ahora que antes**. **Países con niveles de deuda pública altos y crecientes, cuya solvencia ha sido cuestionada, no tienen más remedio que aplicar un ajuste fiscal inmediatamente, ya que cualquier retraso es, en sí mismo, una amenaza para el sistema financiero y la recuperación económica. De hecho, si aplican ahora dicho ajuste, el consiguiente aumento de la confianza y descenso de las primas por riesgo podrían compensar con creces su coste a corto plazo en términos de producto**. En el momento de escribirse este informe, los gobiernos de España, Grecia y Portugal habían anunciado medidas de austeridad fiscal que incluyen recortes de los salarios de los funcionarios y subidas de impuestos. Si estas medidas se implementan en su totalidad, deberían lograr una reducción considerable de los déficits fiscales a corto y medio plazo. Aun así, estos países seguirían enfrentándose a importantes retos a la hora de realizar los ajustes necesarios para reestablecer la confianza de los inversionistas en la sostenibilidad de sus cuentas públicas.

**Otros países que siguen gozando de la confianza de los inversionistas cuentan con mayor credibilidad fiscal y por tanto pueden tener cierta flexibilidad a la hora de elegir el momento y el ritmo de su consolidación fiscal**. Ahora bien, para preservar esa flexibilidad -evitando cualquier aumento de las primas por riesgo de impago y de inflación-, deberían anunciar planes claros y factibles que reduzcan sus déficits públicos actuales y aborden los desequilibrios fiscales a largo plazo.

**Los países disponen en general de al menos dos opciones para garantizar la viabilidad a largo plazo de sus finanzas públicas. La primera consiste en promover el aumento de la productividad general y del crecimiento del producto potencial, a través de medidas como compromisos para reducir gastos improductivos, cambios en la estructura del sistema tributario y reformas de los mercados laborales y de bienes y servicios**. La rápida adopción de estas medidas contribuiría a reforzar la confianza de los mercados y a mantener bajas las tasas de interés, facilitando así la reducción de los actuales déficits fiscales.

**La segunda opción consiste en ampliar el tamaño de la población activa con relación al de la población anciana. Para ello, una posibilidad sería favorecer la inmigración hacia países con un rápido crecimiento del segmento de la tercera edad. Otra consistiría en elevar la tasa de participación en el mercado laboral, especialmente la femenina (que se situaba en el 64% en los países de la OCDE en 2008, muy por debajo de la tasa masculina del 84%) y la de los trabajadores de más edad**. A este respecto, una solución eficaz y duradera consiste en **favorecer la prolongación de la vida laboral** combinando un aumento de la edad legal de jubilación con mayores incentivos para postergar ese momento. El **aumento de la edad de jubilación** esperada podría atenuar en parte la necesidad de reducir las prestaciones sociales, ya que el anuncio de estos recortes podría generar mayores tasas de ahorro en detrimento de la demanda agregada. Del mismo modo, postergar la edad de jubilación podría reducir la necesidad de subir los impuestos hasta niveles elevados, algo que distorsionaría sustancialmente las decisiones en el mercado laboral y perjudicaría principalmente a los jóvenes y a las generaciones futuras.

**Resumen**

**El deterioro de las finanzas públicas en los países industriales plantea riesgos macroeconómicos importantes para la economía mundial. La presencia de niveles de deuda pública elevados y crecientes no sólo puede amenazar las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, sino también menoscabar la credibilidad de la política monetaria en su objetivo de mantener una inflación baja. Además, los enormes desequilibrios fiscales a largo plazo de los países industriales se esconden bajo cifras oficiales de deuda pública muy inferiores a las reales, un problema que indudablemente sugiere la necesidad de una mayor transparencia en la divulgación de datos. Igualmente importante es la necesidad de basar las proyecciones presupuestarias en supuestos prudentes. En este sentido, podría ser beneficiosa la creación de agencias independientes para inspeccionar las cuentas públicas y sus proyecciones.**

**El ajuste que actualmente requieren las economías avanzadas es sin duda considerable, pero no inédito. Un compromiso creíble de los gobiernos para reducir o eliminar sus déficits actuales y futuros se verá recompensado a largo plazo. Cualquier posible coste inicial de la restricción fiscal en términos de menor crecimiento del producto a corto plazo se verá compensado con creces por los beneficios duraderos que aportan menores tasas de interés reales, mayor estabilidad del sistema financiero y mejores perspectivas de crecimiento económico.**

VI. **El futuro del sector financiero**

**En la coyuntura actual, el sector financiero se enfrenta a numerosos desafíos. A corto plazo, estos surgen directamente de la propia crisis, y a más largo plazo, guardan relación con los esfuerzos de los agentes de mercado y los reguladores por erigir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. La forma que adopte el nuevo sistema dependerá de los ajustes tanto en el tamaño de las instituciones como en sus ámbitos de actuación, métodos de financiación, prácticas de gestión del riesgo, fuentes de ingresos y operativa internacional.**

**La crisis ha puesto de manifiesto deficiencias estructurales en el modelo de negocio del sector. Durante décadas, las instituciones financieras han recurrido a un alto grado de apalancamiento para impulsar su rentabilidad a corto plazo, pero a costa de una marcada volatilidad en sus resultados. La debilidad del capital, la iliquidez de los activos y la dependencia de la financiación a corto plazo crearon vulnerabilidades que, en los últimos años, han generado fuertes pérdidas y tensiones sistémicas.**

**Un nuevo modelo de negocio, basado en mayores reservas de capital y liquidez, podría fortalecer las instituciones financieras, estabilizando así el flujo de crédito hacia la economía. El éxito de la convergencia hacia dicho modelo dependerá de diversos actores. Por un lado, los reguladores deberán premiar las conductas prudentes de las instituciones financieras y crear incentivos para que los mercados hagan lo propio. Por su parte, las instituciones deberán reducir sus gastos de operación y reestructurar su financiación, incluida la de sus actividades internacionales…**

**El sector financiero en el contexto de la economía en su conjunto**

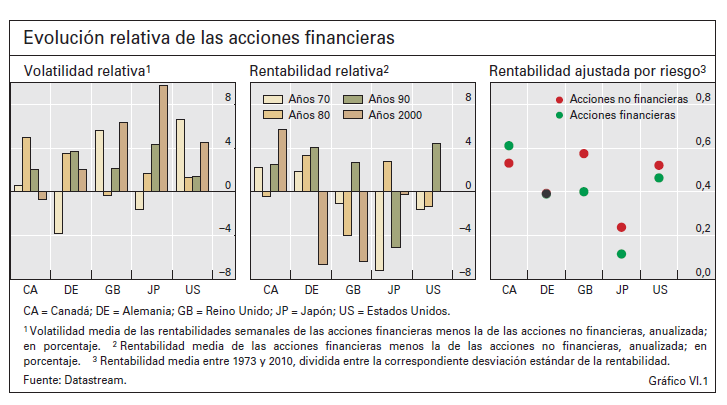
**Al comparar los diferentes sectores de la economía, algunas de las características del modelo de negocio financiero no salen bien paradas. En el largo plazo, este modelo ha generado un perfil de riesgo-rentabilidad mediocre y ha decepcionado a los inversionistas en periodos de tensión en toda la economía. La importancia de una mayor estabilidad en el sector financiero se acentúa por el mayor peso que éste tiene en la actividad económica agregada y por su creciente dimensión internacional.**

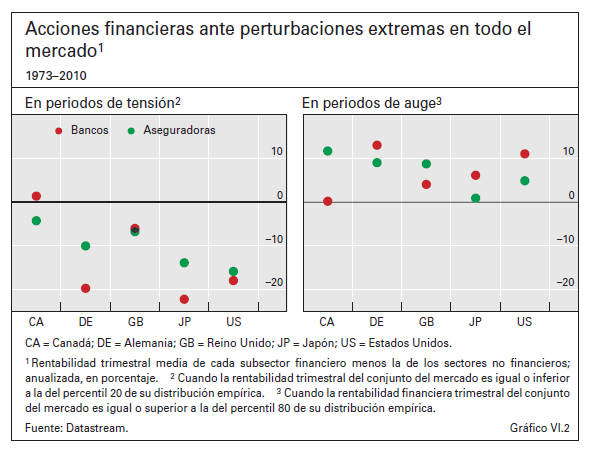
*Rentabilidad relativa*

**El negocio financiero consiste en gestionar el riesgo y el apalancamiento. De hecho, la actividad de las instituciones financieras se ha cimentado en un grado de apalancamiento unas cinco veces superior al de las empresas de otros sectores** (véase el Cuadro VI.1). **Este alto apalancamiento les ha permitido ofrecer rentabilidades sobre recursos propios competitivas -que es lo que importa a los accionistas-, pero a costa de una baja rentabilidad sobre activos.**

**La rentabilidad sobre recursos propios de las instituciones financieras ha sido equiparable a la de empresas de otros sectores, pero en cambio su evolución ha sido menos estable**. Dado que el apalancamiento hace que esta rentabilidad sea más sensible a las condiciones económicas, **las acciones financieras han sido sistemáticamente más volátiles que las no financieras** (véase el Gráfico VI.1, panel izquierdo). Además, **en muchos países las entidades financieras han logrado rentabilidades sobre recursos propios inferiores al resto del mercado durante periodos prolongados** (panel central). **En algunos casos, la diferencia fue del 4% anual o más a lo largo de un decenio. Así pues, a pesar de que las acciones financieras registraron rendimientos mayores durante décadas, en los últimos 40 años su rendimiento ajustado por riesgo ha sido similar o inferior al de las acciones no financieras** (panel derecho).

**El alto grado de apalancamiento de las entidades financieras, unido a su dependencia de la financiación a corto plazo y a la opacidad e iliquidez de sus exposiciones al riesgo, ha hecho que el sector sea más sensible a las contracciones económicas**. Como resultado, **las acciones financieras han registrado rentabilidades particularmente débiles en periodos de tensiones generalizadas en los mercados**. Cuando la rentabilidad del conjunto del mercado ha sido extremadamente baja (concretamente, cuando se ha situado en el 20% inferior de su rango histórico), la rentabilidad anual de las acciones financieras ha solido ser inferior en 10 puntos porcentuales o más a la de las acciones de las instituciones no financieras (Gráfico VI.2, panel izquierdo). **En cambio, durante los periodos de auge** (panel derecho) **su rentabilidad ha superado a la del resto del mercado sólo por un ligero margen**. **En general estas ganancias no han logrado compensar las pérdidas de los periodos de tensión generalizada, reflejando el efecto asimétrico de la iliquidez de los balances y del elevado apalancamiento sobre la valoración de las acciones.**

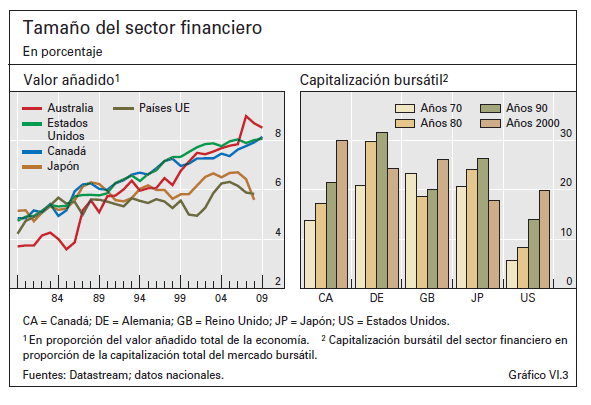




*Tamaño relativo*

**La importancia de la estabilidad del sector financiero para la economía ha crecido con el peso de este sector en la actividad agregada. Gracias a los avances en las comunicaciones, la informática y el conocimiento financiero, el tamaño del sector financiero y su participación en el valor añadido han aumentado con el tiempo**. **En Estados Unidos, Canadá y Australia, esta participación prácticamente se ha duplicado desde 1980, alcanzando el 8% en 2009. En Europa y Japón, el crecimiento del sector ha sido algo más moderado, con participaciones en torno a 6% en la actualidad** (Gráfico VI.3, panel izquierdo).

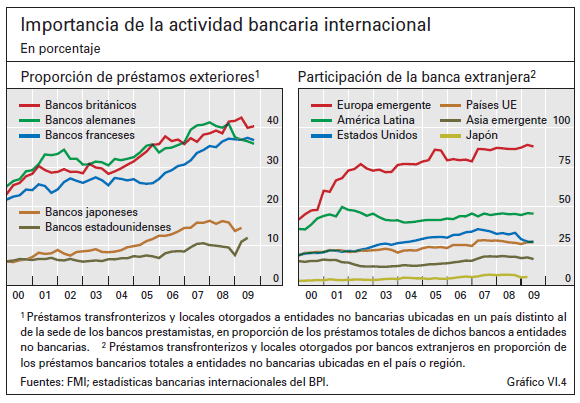
**Las entidades financieras también han tenido una participación elevada, y a menudo creciente, en la inversión mundial. Su crecimiento orgánico y las sucesivas oleadas de consolidación han incrementado en general el tamaño relativo de las entidades financieras más grandes, tal y como indica su peso en la capitalización agregada de los principales índices bursátiles de varios países** (Gráfico VI.3, panel derecho). Sin embargo, este patrón ha mostrado diferencias entre países, con **un incremento de la participación más pronunciado y estable en Norteamérica que en Europa, mientras que en Japón se ha desplomado desde su crisis financiera a comienzos de los años 90.**



*Crecimiento de la banca internacional*

**La creciente dimensión internacional de las finanzas también aumenta la importancia de la estabilidad del sector financiero. La expansión del negocio internacional de las entidades financieras ha contribuido a la integración económica mundial, pero también a la transmisión de tensiones de unos países a otros**. **Los préstamos internacionales -concedidos ya sea por la matriz, por filiales locales en países extranjeros o a través de centros internacionales- han evolucionado al alza en proporción al crédito bancario total (es decir, nacional e internacional) otorgado a entidades no bancarias** (Gráfico VI.4, panel izquierdo). **En el caso de los bancos europeos, esta proporción ha crecido notablemente en los últimos cinco años, situándose actualmente por encima de un tercio. Por su parte, los bancos estadounidenses y japoneses, debido en parte al mayor tamaño de sus economías, canalizan al exterior menos del 15% de su préstamo.**

**La dependencia que los acreedores no bancarios tienen de la banca extranjera ha variado dependiendo de las economías, pero, por lo general, ha sido sustancial** (Gráfico VI.4, panel derecho). **En un extremo se sitúan los países de Europa emergente, que obtienen más del 80% de su crédito bancario de entidades con sede en el extranjero. En el extremo opuesto está Japón, donde los acreedores sólo dependen en un 5% de la financiación externa. En una situación intermedia se encuentran Estados Unidos y los países de la UE, donde los bancos extranjeros otorgan cerca de un cuarto del crédito bancario total. En cambio, contrario a la creencia habitual de que en las economías emergentes los bancos extranjeros tienen más peso, en Asia emergente su participación no supera el 20%.**

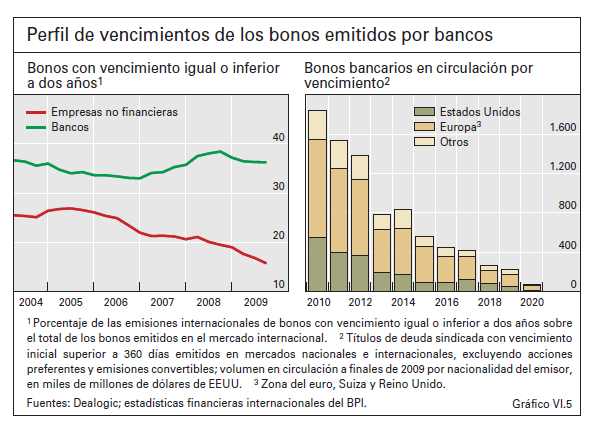


**El sector financiero en el futuro cercano**

**A corto plazo, la evolución del sector estará muy vinculada a las repercusiones de la crisis y a las respuestas de política relacionadas con ella. En la actualidad, las entidades financieras deben hacer frente a la incertidumbre respecto del entorno económico tras la crisis y a los cambios que se prevén en las normas prudenciales. Además, el proceso de recuperación se ha visto frenado por los recientes aumentos de la tasa de financiación efectiva, como resultado de la incertidumbre en los mercados sobre la sostenibilidad del reciente aumento de los beneficios bancarios y las consecuencias de las exposiciones financieras a emisores soberanos con problemas**. **Más adelante, las instituciones deberán afrontar tres retos importantes: refinanciar gran parte de sus pasivos, dejar de depender de las medidas de emergencia adoptadas por el sector público, y corregir las deficiencias de sus balances, reduciendo además sus gastos de operación.**

**El perfil de vencimientos de la financiación bancaria mediante bonos se acortó a lo largo de la crisis**. Durante algún tiempo, las restricciones de oferta impidieron a las instituciones financieras (aunque no a los acreedores de otros sectores) emitir deuda con vencimientos más allá del corto plazo (Gráfico VI.5, panel izquierdo). **Esto conllevará necesidades de financiación particularmente elevadas en el curso de los dos próximos años, periodo en el que vence un volumen de deuda que totaliza 3 billones de dólares** (panel derecho).

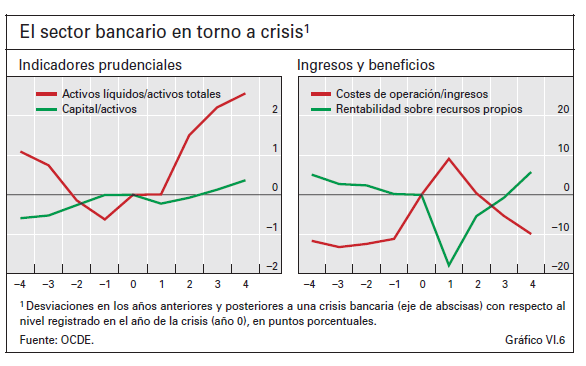
**Cabe destacar que la refinanciación tendrá lugar en un entorno muy distinto al del periodo en que las entidades ampliaron sus balances y podían recurrir fácilmente a la titulización**. **Recientemente, los diferenciales de rendimiento de los bonos bancarios han sido notablemente superiores a sus niveles antes de la crisis. Para vencimientos a medio plazo, han oscilado entre 50 y 200 puntos básicos, es decir se han multiplicado por diez los niveles previos a 2007.** **Los bancos competirán por la financiación en el mercado de bonos en medio de un aumento del endeudamiento público y de una eventual reducción de las tenencias de deuda pública por los bancos centrales. A largo plazo, los bancos que tengan dificultades para encontrar nuevas fuentes de financiación tendrán que reducir su tamaño.**



**El segundo reto de importancia para el sector financiero proviene de la eventual retirada de las medidas de apoyo del sector público. Las medidas extraordinarias que se adoptaron en respuesta a la crisis ayudaron a aplacar la incertidumbre y a prestar el apoyo necesario a mercados e instituciones. Ahora bien, la situación no se normalizará hasta que estas medidas se retiren por completo**. Actualmente, sólo algunas de ellas se han atenuado; por ejemplo, menor demanda de repos a largo plazo con el BCE entre los bancos de la zona del euro y menor uso de la Commercial Paper Funding Facility de la Reserva Federal en Estados Unidos.

Además, hay muestras de que el resto de las medidas sigue influyendo en los costes de financiación para los bancos. **Medido en términos de la mejora incremental en las calificaciones de los bancos, el impacto del apoyo público en realidad podría ser mayor ahora que antes de la crisis**. **Para Moody’s, en 2009 las ayudas públicas se tradujeron, en promedio, en una mejora de tres grados en la clasificación de los 50 bancos más grandes (de A3 a Aa3), frente a la mejora de dos grados que se produjo en 2006 (de A1 a Aa2)**. **Además, en fechas tan recientes como diciembre de 2009, cerca de un cuarto de los bonos emitidos por bancos con diferenciales de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) por encima del promedio incluía algún tipo de garantía pública.** **Del mismo modo, el grado de participación del capital público -el resultado de las inyecciones de capital en bancos con problemas- continúa siendo sustancial en algunas instituciones importantes y sólo se prevé que descienda gradualmente en la medida que mejore su situación. Asimismo, los bancos centrales aún poseen grandes carteras de activos que adquirieron con el fin de estimular ciertos mercados, como el de hipotecas titulizadas**.

**El tercer reto al que se enfrenta el sector financiero surge de la necesidad de sanear sus balances y fortalecer su rentabilidad**. **Tras periodos de tensión, el sector bancario suele actuar con rapidez para recuperar su salud. En concreto, en los cuatro años que siguen a una crisis, se observa una reconstitución de sus reservas de liquidez y un recorte de sus gastos de operación** (Gráfico VI.6). Por ejemplo, tras las crisis de la década de los años 90 en los países nórdicos, sus bancos redujeron gastos mediante procesos de consolidación, cierres de oficinas y recortes de personal. En general, estas medidas pretendían en gran medida captar la atención de los inversionistas mediante la obtención de un nivel competitivo de rentabilidad sobre recursos propios (Gráfico VI.6, panel derecho). Un aspecto destacable es que la experiencia del pasado también parece indicar que la recuperación tras una crisis es más fácil cuando las instituciones financieras transmiten a las autoridades prudenciales información realista sobre su solvencia y convencen a los mercados de que realmente están logrando resolver el problema del exceso de capacidad del sector.



(…)

**Resumen**

**La crisis puso de manifiesto deficiencias del modelo de negocio del sector financiero que han estado vigentes durante décadas. Dado que las instituciones financieras han generado rentabilidades sobre recursos propios competitivas gracias a su alto grado de apalancamiento y a la opacidad e iliquidez de sus balances, sus resultados han sido volátiles en todo momento y mediocres en periodos de tensión generalizada. La importancia de mejorar su capacidad de reacción ha crecido a medida que lo ha hecho su peso en la actividad económica agregada y la importancia de la banca internacional en la intermediación financiera. Elevando las reservas prudenciales y reduciendo el apalancamiento se contribuirá a garantizar la capacidad estructural del sector financiero para hacer frente a las circunstancias. Los avances continuos de los bancos en pro de la reestructuración de su estructura de costes, la estabilización de sus balances y la corrección del exceso de capacidad cimentarán la tendencia hacia una rentabilidad sostenible.**

VII. **Política macroprudencial y prociclicidad**

**El establecimiento de marcos macroprudenciales resulta esencial para dotar de unos cimientos más sólidos al sistema financiero. La crisis financiera ha acelerado los esfuerzos para desarrollar estos marcos y las autoridades están adquiriendo experiencia en la utilización de instrumentos prudenciales para alcanzar objetivos sistémicos. Así pues, no debe desperdiciarse la oportunidad actual de implantar marcos macroprudenciales creíbles.**

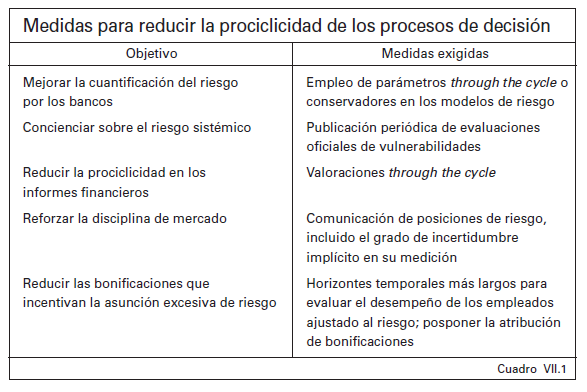
**El objetivo general de la política macroprudencial es limitar el riesgo sistémico: el riesgo de que las turbulencias en el sistema financiero puedan desestabilizar la macroeconomía. Para implantar la política macroprudencial, los instrumentos habitualmente empleados en la regulación y supervisión prudencial de las instituciones financieras individuales se adaptan con el fin de limitar los riesgos en el sistema financiero en su conjunto** (véase el recuadro).

**La política macroprudencial limita el riesgo sistémico encarando las dos principales externalidades del sistema financiero. La primera es la quiebra en cadena de entidades provocada por sus vínculos y exposiciones comunes…**

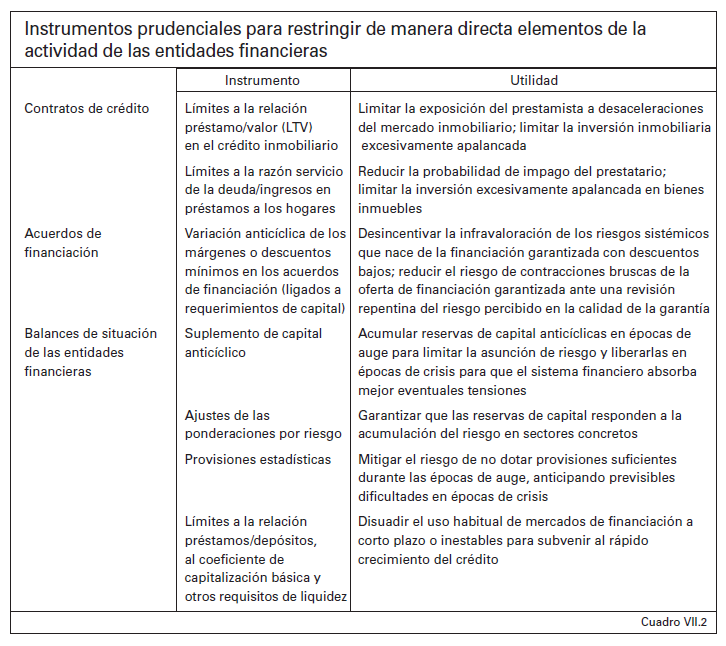
**Elementos esenciales de un marco macroprudencial**

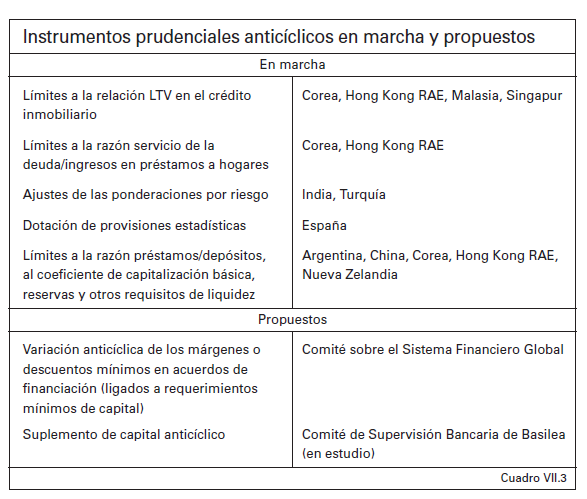
**Los elementos esenciales de un marco macroprudencial son: un objetivo realista y bien definido; una estrategia operativa; las decisiones sobre especificidad sectorial; los mecanismos de gobernanza; la sensibilidad a circunstancias específicas de las economías, y la coordinación internacional…**

Se están aplicando ya numerosas herramientas que siguen esta lógica y otras están en desarrollo. **Algunas medidas tratan de disminuir el cortoplacismo y otras características procíclicas inherentes a la toma de decisiones en las instituciones financieras**. Su imposición no tiene por qué depender de la coyuntura financiera o económica (véase el Cuadro VII.1).



**Otras herramientas condicionan directamente la estructura del balance de situación (como las normas que rigen el capital, la liquidez o la dotación de provisiones), los términos de los contratos de préstamo (por ejemplo, el importe máximo del préstamo en proporción al valor del activo) u otros tipos de exposición al riesgo (por ejemplo, límites a los descalces de monedas).** Estas medidas pueden imponerse de forma permanente o variar según evolucione la evaluación del riesgo sistémico (Cuadros VII.2 y VII.3).





(…)

**Resumen**

**Para preservar la estabilidad financiera y macroeconómica a largo plazo es necesario implementar marcos macroprudenciales cuidadosamente diseñados y ajustar los marcos de política monetaria vigentes. El consenso actual en materia de política brinda una oportunidad única para acometer esas tareas.**

**El reto para la política macroprudencial reside en establecer un marco que sea eficaz y que goce del apoyo continuo de la sociedad. Obviamente, esta política no es la panacea económica ni debería presentarse como tal, pues seguirán produciéndose recesiones incluso en circunstancias de estabilidad financiera. Es preciso que las expectativas de la sociedad sobre los marcos macroprudenciales se correspondan con lo que éstos pueden ofrecer.**

**Habida cuenta de la evidencia disponible sobre las metas que pueden alcanzarse, el objetivo de la política macroprudencial en este momento debería hacer hincapié en reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero. Lograr este objetivo también ayudaría a evitar el exceso de crecimiento del crédito y una dinámica insostenible de los precios de los activos. Con el tiempo, según se amplíe nuestro conocimiento, podrá ampliarse el marco en la misma medida para conceder más importancia a la moderación de los ciclos del crédito y del precio de los activos.**

**La capacidad de reacción del sistema financiero puede reforzarse aplicando sencillas herramientas macroprudenciales. Pueden implantarse con relativa facilidad límites fijos, estabilizadores automáticos y ajustes generales de los parámetros de los instrumentos; es decir, ajustes que se correspondan con la fiabilidad de los indicadores disponibles de riesgo sistémico. La atención puede centrarse en sectores concretos, como el inmobiliario, cuando esté claro que constituyen un foco habitual de problemas que afectan a todo el sistema. Sin embargo, en general, la política macroprudencial debería cuidarse de centrarse demasiado en sectores económicos específicos, ya que esa actuación puede confundirse con políticas de asignación de crédito y además debe consolidarse firmemente el carácter sistémico de la política macroprudencial.**

**Quienes tengan competencias en materia de política macroprudencial han de diseñar los mecanismos de gobernanza necesarios para garantizar que su aplicación descansa en cimientos firmes. Es esencial que estas políticas cuenten con cierto grado de independencia operativa, pero más allá de estas consideraciones generales, los mecanismos de gobernanza habrán de reflejar las circunstancias particulares de cada país.**

**Una política macroprudencial eficaz respaldará a la política monetaria. No obstante, la articulación de la política monetaria deberá adaptarse al desarrollo y aplicación de los marcos macroprudenciales. Además, con el fin de potenciar al máximo su aportación a la estabilidad tanto financiera como macroeconómica, la política monetaria tendrá que ampliar sus miras más allá de la inflación a corto plazo, para que así las autoridades monetarias tengan más en cuenta la estabilidad financiera. De este modo, promoverían de hecho la estabilidad de precios de una forma más eficaz a más largo plazo.**

En las próximas páginas se presenta como **Anexo (La “colusión” de los mercados y la política)**, una serie de artículos periodísticos, con el relato de los acontecimientos efectuado por sus testigos principales: los ex secretarios del Tesoro, Henry Paulson y Timothy Geithner, la Comisión Investigadora de la Crisis Financiera formada por el Congreso de EEUU, el Panel del Congreso para la supervisión del Programa TARP (Troubled Asset Relief Program, también conocido como Plan Paulson), y un extracto del informe final de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC, por sus siglas en inglés) que presidió Phil Angelides.

Un material de primer nivel, cuya atenta lectura recomiendo muy especialmente, para entender, evaluar y juzgar, la mayor Depresión global desde el fin de la Segunda Guerra Mundial (todavía no resuelta). La victoria del capital sobre el trabajo, de la economía financiera sobre la real (con vocación de permanencia).

Además de facilitar el juicio histórico del período 2007 - 2010 (tratado en la Parte I), ayudará a “comprender” (espero, que no a perdonar) las siguientes “actuaciones”, de los gobiernos, bancos centrales y autoridades de control, a lo largo del período 2011 - 2014 (tratadas en la Parte II).

Para que nunca se olviden de quienes les han robado el pasado -pensiones-, el presente -empleo y sanidad- y el futuro -educación-. Es una historia que aún no ha terminado y que lamentablemente se está transformando en una tragedia.

**Anexo: La “colusión” de los mercados y la política**

Del Ensayo: **El “factor” Bernanke: otro “Maestro” que se cae del tabernáculo (Hagiografía -no autorizada- del heterodoxo “socializador” de las pérdidas del sistema financiero),** publicado enOctubre 2014

**- La “memoria” de Henry (las mejores aventuras de Paulson de la Mancha y Geithner Panza: entre el insomnio y el miedo)**

**- Henry “Hank” Paulson en el “diván” (entre la náusea y la oración)**

- Los dos días que estremecieron a Wall Street (The Wall Street Journal - **2/2/10**)

En un pasaje de su nuevo libro, el ex secretario del Tesoro de EEUU Henry Paulson detalla las tensas horas previas a la bancarrota de Lehman Brothers

(Por Henry M. Paulson Jr.)

Sábado 13 de septiembre, 2008

A primera hora del sábado, dejé el hotel Waldorf-Astoria en el centro de Manhattan y me subí a un auto que partió raudo por la desierta Park Avenue para llegar al edificio de la Reserva Federal de Nueva York poco después de las siete de la mañana.

Tomamos el ascensor hasta el piso 13, donde Tim Geithner me había conseguido una oficina... Llamé a Ken Lewis (el presidente ejecutivo de Bank of America), quien me informó que después de revisar de cerca las finanzas, su equipo creía que los activos de Lehman estaban en peor estado de lo que habían estimado la tarde anterior. Era cada vez más obvio que, en realidad, no quería comprar Lehman.

Fui a la oficina de Tim para participar en una conferencia telefónica con Barclays a las ocho de la mañana. El presidente de la junta del banco, Marcus Agius, y el presidente ejecutivo, John Varley, estaban en Londres. Mientras, (el director general) Bob Diamond estaba en las oficinas de Barclays en Manhattan. Varley manifestó que estaban trabajando arduamente para alcanzar un posible acuerdo, pero que había grandes preocupaciones acerca de algunos de los activos de Lehman e indicó que Barclays tendría que desprenderse de unos US$ 52.000 millones en activos.

Le dije a Varley que se concentrara en los problemas mayores, los activos que en su opinión eran más problemáticos, y nos dijera qué era lo que necesitaba para resolver el problema. Si Barclays nos presentaba su mejor oferta ese día, pensamos que podíamos hacer que un consorcio del sector privado financiara cualquier brecha. Mientras hablábamos, los líderes de prácticamente toda la industria financiera se estaban reuniendo en los pisos de abajo de la Fed.

Habíamos programado una reunión con los presidentes ejecutivos de Wall Street para las nueve de la mañana. Justo antes, me llamó Dick Fuld (el presidente de Lehman Brothers). Le informé sobre mi poco prometedora conversación con Lewis y le dije que era más importante que nunca trabajar con Barclays. Estaba muy decepcionado, rayando la incredulidad, acerca de los hallazgos de BofA.

Al hablarles a los presidentes ejecutivos, traté de ser totalmente transparente. “Estamos trabajando intensamente en una transacción, y tenemos que saber cuál es su postura”, señalé. “Si hay un agujero de capital, el gobierno no lo puede llenar. ¿Cómo lo solucionamos?”.

Sólo puedo imaginar lo que estaba pasando por sus mentes. Me encontraba ante empresarios inteligentes y realistas en una posición difícil. Les estábamos pidiendo que rescataran a un competidor al ayudar a financiar su venta a otro rival.

John Mack (el presidente ejecutivo de Morgan Stanley) quería saber por qué el gobierno no podía orquestar otra transacción asistida, como el rescate de Bear Stearns. Tim descartó la posibilidad. “No es una opción viable”, afirmó. Dejó en claro que la Fed no iba a prestar contra los cuestionados activos de Lehman.

Al caer la tarde, los presidentes ejecutivos ya habían acordado apoyar, en principio, una propuesta que permitiría a Barclays dejar atrás un montón de deudas incobrables relacionadas con préstamos de bienes raíces e inversiones de capital privado, y que dejaría sin un centavo a los titulares de acciones comunes y preferentes de Lehman. Para cerrar el negocio, Barclays pretendía que el consorcio de firmas de Wall Street prestara hasta un máximo de US$ 37.000 millones a un vehículo de propósito especial que conservaría los activos.

Dejé el edificio de la Fed a las nueve de la noche. En ese momento era optimista acerca de las posibilidades de un acuerdo. Anticipé otra noche de desvelo y llegué al hotel exhausto. Me dirigí al baño de mi habitación y saqué un frasco con pastillas para dormir que me habían dado en Washington. Como devoto de la Ciencia Cristiana, no tomo medicinas, pero esa noche necesitaba descansar con desesperación. Me quedé parado bajo la luz del baño, observando la pequeña pastilla en la palma de mi mano. Luego, boté el frasco entero por el inodoro. Decidí que iba a depender de la oración y confiar en un Poder Más Alto.

Domingo 14 de septiembre, 2008

Cuando me quedé dormido albergaba un optimismo moderado acerca de las probabilidades de salvar a Lehman. La oferta de Barclays seguía su curso y Diamond había fijado una reunión de la junta directiva para primera hora de esa mañana en Londres.

Tim habló con Diamond tras la reunión de la junta de Barclays, a las 7:15 de la mañana, hora de Nueva York. Bob le advirtió que Barclays tenía problemas con sus reguladores. Aproximadamente 45 minutos después acudí a la oficina de Tim para dialogar con Diamond y Varley, quien nos informó que la Autoridad de Servicios Financieros de Gran Bretaña (FSA por sus siglas en inglés) se había negado a aprobar el pacto. Pude percibir la frustración en la voz de Diamond.

No lo podíamos entender. Era la primera vez que nos decían que era posible que la FSA no aprobara el acuerdo. Barclays nos había asegurado que mantenía a los reguladores al corriente de las negociaciones. Ahora decían que no entendían la postura de la FSA. A las 10 de la mañana, nos volvimos a reunir con los líderes de la banca y les dijimos que Barclays se había topado con algunos obstáculos regulatorios, pero tenía la firme determinación de superarlos. Los presidentes ejecutivos nos presentaron una hoja con las condiciones de un acuerdo. Acordarían aportar más de US$ 30.000 millones para salvar a su rival. Si Barclays se comprometía a llegar a un acuerdo, podríamos contar con el financiamiento del sector.

A las 11 de la mañana, volví a mi oficina y me comuniqué por teléfono con Alistair Darling (el ministro de Hacienda británico), que quería que lo pusiera al tanto de lo que pasaba con Lehman. Le conté que nos habíamos quedado atónitos al enterarnos de que el gobierno británico se negaba a aprobar la transacción de Barclays.

Me dejó en claro, sin el rastro de una disculpa en su voz, que no había forma de que Barclays comprara Lehman. No brindó detalles, salvo puntualizar que le estábamos pidiendo al gobierno británico que asumiera un riesgo demasiado alto y que él no estaba dispuesto a que le traspasáramos nuestros problemas a los contribuyentes británicos.

Poco después de la una de la tarde, Tim, Chris Cox (presidente de la Comisión de Bolsa y Valores) y yo volvimos a dirigirnos a los presidentes ejecutivos. Barclays había desistido y no había comprador para Lehman.

“Los británicos nos jodieron”, señalé, más presa de la frustración que de la rabia. No me cabe duda de que la FSA tenía muy buenas razones para justificar su postura y habría sido más apropiado y responsable expresar mi sorpresa y desilusión al conocer la decisión del ente regulador británico, pero me traicionó la emoción del momento.

De regreso en mi oficina temporal del piso 13, me invadió súbitamente el miedo mientras pensaba en lo que se avecinaba. Lehman ya había pasado a mejor vida y los problemas de AIG estaban fuera de control. EEUU estaba inmerso en una recesión y la quiebra de una institución financiera importante repercutiría en todo el país y mucho más allá de nuestras fronteras. Salir de un desastre de estas proporciones demoraría años.

Durante todo el fin de semana me había puesto mi armadura de crisis, pero ahora sentí que bajaba la guardia. Sabía que tenía que llamar a mi esposa... Caminé a un rincón cerca de unas ventanas. Wendy acababa de regresar de la iglesia. Le dije que la quiebra de Lehman era inevitable y que AIG estaba en aprietos. “¿Qué pasa si el sistema colapsa?” le pregunté. “Todos me están mirando y no tengo la respuesta. Tengo mucho miedo”.

Le pedí que rezara por mí y por el país, y que me ayudara a confrontar el temor que me invadía. De inmediato, recurrió a una cita del Segundo Libro de Timoteo, versículo 1:7: “Dios no nos ha dado espíritu de cobardía, sino de poder, de amor y de dominio propio”.

(Adaptado del libro “On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System” (algo así como “Al borde: Al interior de la carrera por detener el colapso del sistema financiero”) de Henry M. Paulson Jr. De momento, no hay planes para que el libro se publique en español)

- Miedo, insomnio y arcadas en el epicentro de la crisis: memorias de Henry Paulson (El Economista - **22/2/10**)

Henry “Hank” Paulson regresa a la actualidad más de un año después de abandonar su cargo de secretario del Tesoro, y lo hace con un libro autobiográfico en el que relata los infernales pormenores de la parte más dura de la crisis financiera. On the Brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system (Al borde del abismo: dentro de la carrera para detener el colapso del sistema financiero global) promete convertirse en uno de los clásicos imprescindibles para entender nuestro agitado tiempo.

Paulson es humano. El que fuera CEO del todopoderoso Goldman Sachs antes de unirse a la Administración Bush en 2006 relata de modo natural que en otoño de 2008 era una persona consumida por el insomnio y la arcada fácil, ya que el colapso financiero se le había agarrado al estómago.

“No tuvimos otra alternativa que dejar caer a Lehman Brothers”, asegura Paulson. Esta fue, sin duda, una de las decisiones más difíciles y polémicas que se hayan tomado durante la crisis, ya que no falta quien asegura que la caída de este icono de Wall Street aceleró y empeoró la situación. “Para alguien como yo, que trabajé en Wall Street, ver a una firma quebrar de esa forma es algo terrible”, explicaba Paulson en una reciente entrevista con Bloomberg.

“Los ingleses nos han jodido”

Este gigantón con porte de jugador de fútbol americano, curtido en mil batallas en Wall Street, vio como el suelo se abría bajo sus pies tras conocer que el desesperado plan de rescate de Lehman Brothers se iba al traste, ya que las autoridades británicas no permitieron que Barclays cargara con un muerto cuyos activos tóxicos estaban sobrevalorados en unos 37.000 millones de dólares. Aquella fue la sentencia de muerte de un banco con 158 años de historia y el comienzo de una pesadilla sin parangón.

Paulson dice en su libro que quería salvar a Lehman, pero que resultó imposible porque la operación de rescate no se podía realizar del mismo modo que con Bear Stearns, que tuvo a JP Morgan como salvador en marzo de 2008 gracias a un respaldo de 29.000 millones de dólares de la Reserva Federal (Fed). Lehman también necesitaba un comprador al que poder prestarle dinero, pero tras la retirada de Barclays no lo había y la Fed no tenía poder para prestar directamente. Además, como recuerda Paulson, “la calidad de los activos tóxicos de Lehman le habría asegurado pérdidas a la Fed”.

Al fin y al cabo, los rescates y las ayudas del Gobierno partían de la premisa de que el dinero se recuperaría con intereses. Y por lo visto la salvación de Lehman no se ajustaba a ese criterio porque sus cuentas eran un insondable agujero negro. No había fórmulas legales ni morales que justificaran el rescate. Ahora bien, el tiempo dirá si el contribuyente ha recuperado, como dijo el presidente Barack Obama, hasta el último centavo prestado a los bancos.

Así las cosas, y tras recibir las noticias de Barclays, no sorprende que Paulson les espetara a sus colaboradores un coloquial “los ingleses nos han jodido”. El secretario del Tesoro sabía positivamente que las placas de la tectónica financiera habían chocado, que el terremoto iba a ser devastador y que sus consecuencias eran impredecibles.

La confesión: “Estoy muy asustado”

Paulson evoca en On the Brink que acto seguido pidió disculpas a los congregados en la sede de la Fed de Nueva York, antiguo hogar el actual secretario del Tesoro, Tim Geithner, y que se dirigió al lavabo para llamar a su esposa Wendy. Era domingo, llevaba todo el fin de semana encerrado con su gabinete de crisis y el mundo estaba en vilo a la espera de noticias.

“¿Y si el sistema se derrumba? Le pregunté. Todo el mundo está pendiente de mí, y yo no tengo la respuesta. Estoy muy asustado”. De nuevo, el Paulson más humano, un tipo con fuertes convicciones religiosas que no encontraba respuestas y que le pedía tierno consuelo y oraciones a su mujer. “No debes tener miedo, dijo Wendy. Tu trabajo es el reflejo de Dios, de su mente infinita, y puedes confiar en él”.

No es de extrañar, sabiendo que lo de Lehman sólo fue el comienzo de la pesadilla, porque luego vendría la lucha con el Congreso para la aprobación del plan de estímulo y los nuevos rescates de la aseguradora AIG y las hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae, que Paulson diga a estas alturas que “ahora me siento yo mismo por primera vez en mucho tiempo”.

¿Más confesiones? Paulson concede en su libro sin pudor alguno que en medio de esa carrera por evitar el colapso financiero buscaba la paz y la tranquilidad que no tenía en el aseo, donde intentaba relajarse ojeando la revista Sports Illustrated.

El gran paquete: peligro de infarto

Efectivamente, la siguiente parada del viacrucis fue el paquete de rescate financiero que el Tesoro orquestó con la ayuda de la Reserva Federal y su presidente, Ben Bernanke, para el que Paulson sólo tiene palabras de elogio.

“Bernanke es realmente brillante. Es un gran economista y un gran historiador económico que fue capaz de hacer lo que se tenía que hacer en el momento adecuado. Creativo y fuerte. Como estadounidense estoy muy orgulloso de que haya sido reelegido. Duermo más tranquilo cada noche sabiendo que él está al frente de la Fed”, comentaba Paulson en la entrevista con Bloomberg.

Paulson cuenta como ambos convocaron a los líderes del Congreso en el Capitolio para explicarles que el Gobierno debía comprar una gran cantidad de activos tóxicos para sacarlos de los balances bancarios. Fue entonces cuando se les preguntó cómo de grande era esa cantidad, a lo que Paulson respondió que “cientos de miles de millones de dólares”. “Sabía que era mejor así que pronunciar la palabra billón. Les habría causado un paro cardiaco”, recuerda.

“Necesitamos anunciarlo esta noche para calmar a los mercados y la legislación para semana que viene”, continuó Paulson, que aulló un “que Dios nos ayude a todos” ante los asombrados y reacios congresistas, que no parecían dispuestos a autorizar con tanta celeridad y sin más detalles un rescate histórico con las elecciones presidenciales a la vuelta de la esquina.

La colisión de los mercados y la política

El sufrimiento por la batalla que se desencadenó en el Congreso mientras los mercados se desangraban no había hecho más que empezar. ¿Qué congresistas apoyarían un plan impopular antes de unas elecciones? El ala republicana quedó retratada al echar abajo el plan de rescate el 26 de septiembre de 2008, un plan liderado por su secretario del Tesoro y respaldado por el presidente George W. Bush.

Ni el mismo Paulson, cada vez más agotado, nauseabundo y aterrado por los acontecimientos, se lo podía creer. Es más, tuvo que arrodillarse ante la presidenta de la Cámara de Representantes, la demócrata Nancy Pelosi, para pedirle su ayuda a la vista de que los republicanos le estaban fallando.

No en vano, Paulson afirma que On the Brink es un libro que trata sobre la colisión de los mercados y la política, ya que lo peor de la crisis llegó seis semanas antes de las elecciones y hubo todo tipo de interpretaciones sobre la finalidad del rescate.

Harina de otro costal fue la lucha contra las posiciones cortas que día a día machacaban el mercado de valores y especialmente a los bancos e instituciones financieras. Y es que los pasillos de la SEC también fueron el escenario de otra de las encarnizadas batallas de Paulson, un hombre que se lo debía todo a Wall Street y que se vio en la tesitura de pedir la prohibición de las ventas a corto para estabilizar las bolsas de manera urgente. Chris Cox, presidente del regulador, se mostraba reticente, por lo que Paulson, tal y como rememora en su libro, tuvo que presionarle diciendo que "si esperamos más no habrá un mercado que regular".

“Odio lo que tuvimos que hacer”

El ex secretario del Tesoro, desaparecido de la vida pública desde enero de 2009, cuando la Administración Obama tomó el poder, ha roto su silencio con motivo de la publicación de su libro y sigue defendiendo a capa y espada que el paquete de ayuda de 700.000 millones de dólares era necesario.

“Entiendo las críticas. A nadie en este país le gustan los rescates, ni a los republicanos ni a los demócratas. Odio lo que tuvimos que hacer. Pero era la mejor alternativa”, afirmó Paulson en la citada entrevista con Peter Crook para Bloomberg. “A todos aquellos que dicen que no debimos hacerlo, les digo que no había otra alternativa”, reitera.

¿Y qué piensa de las críticas hacia él y hacia Tim Geithner, actual secretario del Tesoro y estrecho colaborador en aquellos días como responsable de la Fed de Nueva York? “Tim fue un gran gestor durante las crisis. Calmado y frío. Siento un gran agradecimiento hacia él porque fue clave para estabilizar el sistema financiero. Es difícil para quienes lideraron el país durante la crisis recibir este trato por prevenir una calamidad que nadie ve. Lo que la gente ve es el 10% de desempleo, pero nuevamente les digo: ese nivel de desempleo es después de un esfuerzo masivo, ¿qué hubiera pasado si no se hubiera hecho?”.

La mayoría de las decisiones tomadas en el otoño de 2008, según Paulson, fueron las más apropiadas en aquel momento, porque si los mercados se hubieran colapsado totalmente las empresas se habrían quedado sin acceso a ningún dinero, y no habrían podido pagarle ni a sus proveedores ni a sus empleados. “Hubiera sido horrible. Millones de empleos perdidos, millones de hogares perdidos, miles de millones de dólares en ahorros perdidos”.

Una cuestión humillante: mirando al futuro

A pesar de que llevaba tiempo barruntando una crisis, Paulson no esconde en su libro que fue incapaz de predecir las dimensiones y las causas del tsunami financiero. En agosto de 2006 charló con el presidente George W. Bush sobre economía en Camp David, y le dijo que el aumento de las reservas de capital no reguladas y el crecimiento exponencial de algunos mercados de derivados auguraban problemas, ya que todo eso había permitido que ingentes cantidades de deuda y riesgo anegaran el sistema financiero.

Fue entonces cuando Bush preguntó con la inocencia de un niño que cómo había sucedido todo eso y cuando Paulson se dio cuenta de que, en parte, él mismo había sido culpable. “Era una pregunta humillante para cualquier persona del sistema financiero. Después de todo, somos los únicos responsables”, escribe el que fuera CEO de Goldman Sachs.

¿Y a partir de ahora, qué? El pasado 18 de febrero, en un coloquio celebrado en Nueva York con motivo de la presentación de sus memorias, Hank Paulson explicó que “fuimos los primeros en responder a un incendio forestal... y no teníamos las herramientas adecuadas. Yo estaba allí con un hacha y tratando de sacar una manguera”.

Por eso, Paulson dice que se necesita una estructura reguladora que resista el paso del tiempo. “Me gustaría ver un regulador de riesgo sistémico, con amplias facultades. Cualquier tipo de institución que vigile las amenazas que intenten echar abajo el sistema. En este momento nos enfocados en los árboles, pero lo que necesitamos es alguien que se centre en todo el bosque”.

**- Se marchan Bush y Paulson y llegan Obama y Geithner (el plan de Timothy)**

- **Timoteo se va a la guerra (yo confieso ante el “mercado”, Dios todopoderoso…)**

- Mi plan para los activos tóxicos de los bancos (The Wall Street Journal - **24/3/09**)

(Por Timothy Geithner)

La economía estadounidense y buena parte del mundo enfrentan retos extraordinarios y para enfrentarlos se seguirán necesitando acciones extraordinarias.

Ninguna crisis como la actual tiene una sola o simple causa, pero como país nos endeudamos mucho y permitimos que nuestro sistema financiero asumiera niveles de riesgo irresponsables. Estas decisiones han causado un sufrimiento enorme y buena parte de los daños ha caído sobre los estadounidenses comunes y corrientes y los dueños de pequeños negocios que fueron cautelosos y responsables. Esto es fundamentalmente injusto y los estadounidenses están, con razón, furiosos y frustrados.

La profundidad del descontento público y la gravedad de esta crisis requieren que cada política que implementemos sea sometida a la prueba más seria: determinar si ayudará a que nuestro sistema financiero vuelva al negocio de proveer crédito a familias trabajadoras y negocios viables, además de contribuir a prevenir crisis futuras.

En las últimas seis semanas, hemos implementado una serie de iniciativas financieras a lo largo del Programa de Recuperación y Reinversión, para ayudar a sentar la base financiera de una recuperación económica. Lanzamos un amplio programa para estabilizar el mercado inmobiliario animando tasas hipotecarias más bajas y facilitando la refinanciación para millones de personas para que eviten las ejecuciones hipotecarias. Establecimos un nuevo programa de capital para proveer a los bancos con una garantía en contra de una recesión más profunda. Al transmitir confianza de que los bancos tendrán un nivel de capital suficiente incluso si el escenario pinta peor de lo esperado, habrá más crédito disponible en la economía a tasas más bajas, haciendo menos probable que el empeoramiento de la economía al cual temen se haga realidad.

Hemos dado inicio a un nuevo programa de préstamo con la Reserva Federal, dirigido a los mercados de titularización, críticos para los préstamos al consumidor y los pequeños negocios. La semana pasada anunciamos medidas adicionales para apoyar los préstamos a los pequeños negocios al comprar directamente valores respaldados por préstamos de La Agencia Federal para el Desarrollo de la Pequeña Empresa.

En conjunto, las medidas tomadas por la Reserva Federal en los últimos meses y estas iniciativas lanzadas por este gobierno ya están empezando a hacer la diferencia. Ayudaron a reducir las tasas de interés hipotecarias a niveles históricamente bajos. Tan sólo este mes, vimos un incremento de 30% en el refinanciamiento de hipotecas, lo que significa que millones de estadounidenses están aprovechando la caída en las tasas. Esto es bueno para los dueños de casas y bueno para la economía. El nuevo programa conjunto de préstamos con la Reserva Federal generó cerca de US$ 9.000 millones de titularizaciones la semana pasada, más que en los últimos cuatro meses combinados.

Sin embargo, el sistema financiero como un todo aún trabaja en su recuperación. Muchos bancos, aún aquejados por sus malas decisiones de préstamos están restringiendo el crédito. Los precios de mercado para muchos activos en manos de instituciones financieras, los llamados activos de legado, son inciertos o están deprimidos. Con estas presiones afectando los resultados de los bancos, el crédito sigue siendo un bien escaso y el que está disponible acarrea un alto costo para los prestatarios

Hoy (lunes) estamos anunciando otra pieza crítica de nuestro plan para incrementar el flujo de crédito y expandir la liquidez. Nuestro nuevo Programa de Inversión Público-Privado establecerá fondos para proveer un mercado para los préstamos de legado y los valores que actualmente agobian al sistema financiero.

El Programa de Inversión Público-Privado comprará préstamos ligados a bienes raíces a bancos y valores del mercado en general. Los bancos tendrán la habilidad de vender paquetes de préstamos a fondos dedicados y los inversionistas competirán por la oportunidad de participar en esos fondos y tomar ventaja de la financiación suministrada por el gobierno.

Los fondos establecidos bajo este programa tendrán tres características esenciales: Primero, usarán recursos del gobierno en la forma de capital del Departamento del Tesoro y financiación de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) y la Reserva Federal para movilizar capital de los inversionistas privados. Segundo, el Programa de Inversión Público-Privado se asegurará que los participantes del sector privado compartan los riesgos tanto como los contribuyentes y que los contribuyentes compartan las ganancias de estas inversiones. Estos fondos estarán abiertos a los inversionistas de todo tipo, tales como fondos de pensiones, para que así una amplia gama de estadounidenses pueda participar.

Tercero, los inversionistas del sector privado establecerán el valor de los préstamos y los valores comprados bajo el programa, los cuales protegerán al gobierno contra pagos excesivos por esos activos.

El nuevo Programa de Inversión Público-Privado inicialmente proveerá financiación por US$ 500.000 millones con el potencial de extenderla a hasta US$ 1 billón (millón de millones), lo cual es una parte sustancial de los activos ligados a bienes raíces originados antes de la recesión que en estos momentos están estancando nuestro sistema financiero. Con el tiempo, al proveer un mercado pata estos activos, que actualmente no existe, el programa ayudará a mejorar el valor de los activos, incrementar la capacidad de préstamo por parte de los bancos y reducir la incertidumbre sobre la escala de las pérdidas en los balances de los bancos. La habilidad para vender activos a este fondo hará más fácil para los bancos el recaudar capital privado, lo cual acelerará su habilidad para reemplazar las inversiones de capital suministradas por el Tesoro.

Este programa para lidiar con los préstamos y valores de legado forma parte de una estrategia amplia para resolver la crisis tan rápida y efectivamente como sea posible, con el menor costo para los contribuyentes. El Programa de Inversión Público-Privado le conviene más al contribuyente que hacer que el gobierno compre directamente los activos a los bancos que aún operan y asuma una mayor participación de las pérdidas. Nuestra estrategia comparte el riesgo con el sector privado, apalanca eficientemente el dinero de los contribuyentes y genera competencia en el sector privado para determinar los precios de mercado para los activos que actualmente son ilíquidos. Simplemente esperar a que los bancos se deshagan de estos activos amenaza con prolongar la crisis en una manera similar a la experiencia japonesa.

Al avanzar, nosotros, como país, debemos trabajar juntos para encontrar el balance adecuado entre nuestra necesidad de promover la confianza pública y usar el dinero de los contribuyentes de manera prudente para fortalecer el sistema financiero. Esto, sin dejar de conservar la confianza de los participantes de mercado, quienes necesitan hacer su parte para conseguir que el crédito fluya a las familias trabajadoras ya los negocios -grandes y pequeños- en todo el país.

Esto requiere que aquellos que están en el sector privado recuerden que la ayuda gubernamental es un privilegio, no un derecho. Cuando las instituciones financieras vienen a nosotros en busca de ayuda monetaria directa, nuestro gobierno tiene la responsabilidad de asegurarse que estos fondos sean desplegados para expandir el flujo de crédito a la economía, no para enriquecer a los ejecutivos o a los accionistas. Estas provisiones necesitan ser diseñadas y aplicadas de tal manera que no desalienten la participación del sector privado en programas disponibles para estabilizar los mercados inmobiliarios, impulsar los mercados de crédito y librar a los bancos de los activos de legado.

No podemos resolver esta crisis sin hacer posible que los inversionistas asuman riesgos. Aunque esta crisis fue causada por los bancos que tomaron demasiados riesgos, el peligro es que ahora asuman muy poco. Al trabajar con el Congreso para implementar condiciones severas que impidan el uso incorrecto de la ayuda de los contribuyentes, necesitamos ser muy cuidadosos para no desalentar las inversiones que la economía necesita para recuperarse de la recesión. La ley les da a los empresarios responsables y a los inversionistas la confianza para invertir y crear trabajos en nuestro país. El compromiso de Estados Unidos de buscar políticas económicas que promuevan la confianza y la estabilidad se remonta al primer secretario del Tesoro, Alexander Hamilton, quien fue el primero en dejar en claro que cuando nuestro gobierno da su palabra, lo hace en serio.

Pese a todos los retos que enfrentamos, aún tenemos un sistema financiero diverso y resistente. El proceso de reparación tomará tiempo y el progreso será dispar, con períodos de estrés y fragilidad. Pero estas políticas funcionarán. Ya hemos visto que donde el gobierno ha suministrado apoyo y financiación el crédito está más disponible a costos más bajos.

Sin embargo, a medida que luchamos contra la crisis actual, también debemos comenzar el proceso de asegurar que una crisis como esta nunca se repita. Como ha dicho el presidente Obama, no podemos seguir sosteniendo a mercados del siglo XXI con regulaciones del siglo XX. Nuestro país merece poder elegir entre mejores opciones que o aceptar el daño catastrófico causado por un colapso como el de Lehman Brothers, o ser forzado a inyectar miles de millones de dólares de los contribuyentes en una institución como AIG para proteger a la economía en contra de esa escala de daños. La carencia de un régimen regulatorio moderno y apropiado y de autoridad de resolución, contribuyeron a esta crisis y continuarán limitando nuestra capacidad de enfrentar crisis futuras hasta que implementemos reformas fundamentales.

Nuestra meta debe ser un sistema más fuerte que pueda proveer el crédito necesario para la recuperación y que también se asegure que nunca nos hallemos en este tipo de crisis financiera otra vez. Estamos actuando rápidamente para alcanzar esas metas y continuaremos haciéndolo hasta que lo hayamos logrado.

(Geithner es el secretario del Departamento del Tesoro de Estados Unidos)

**- El Tesoro limpia los “activos heredados” (antes “tóxicos”): otro billón, y van…**

*“El Departamento del Tesoro de EEUU presentó ayer los detalles de su plan para limpiar, con la ayuda del sector privado, los balances de los bancos contaminados por las hipotecas basura y otros títulos vinculados a deuda de mala calidad. Se trata de movilizar hasta un billón de dólares (unos 735.000 millones de euros) para la compra de activos tóxicos y conseguir así que vuelva a fluir el crédito y escapar de la recesión. El plan fue recibido con algarabía por Wall Street, aunque faltan muchos detalles por aclarar y los escépticos manifiestan dudas sobre si realmente funcionará”...* EEUU limpiará la banca con otro billón de dólares (El País - **24/3/09**)

Tras una reunión con su equipo económico, el presidente Obama se mostró “muy confiado” en que el plan permitirá descongelar los mercados crediticios, aunque admitió que aún queda “mucho camino que recorrer y mucho trabajo por hacer”.

El Tesoro procede, en síntesis, a limpiar los activos que merman los resultados de los bancos, los mismos que están en el corazón de esta crisis. Y lo hace sin tener que tomar el control de las entidades contaminadas, huyendo así del camino de la nacionalización que se ha visto obligado a recorrer en parte. Geithner recurre a la participación de inversores privados para que se fije el precio de los activos tóxicos mediante subasta y facilita a esos inversores una generosa financiación para que participen en el programa. De algún modo, la avaricia (de los potenciales inversores) y el apalancamiento (esta vez con fondos públicos), demonizados como culpables de la crisis financiera, se convierten en la receta para el rescate. Y los denostados hedge funds y fondos de capital riesgo, pasan a ser posibles protagonistas del mismo.

En su plan, el Tesoro denomina “activos heredados” a los activos tóxicos. Se trata bien de carteras de préstamos hipotecarios o de títulos vinculados a préstamos cuyos mercados se han secado. Las dudas sobre el valor de estos activos y, en consecuencia, sobre el estado de salud de las instituciones bancarias, dificultan que puedan equilibrar sus balances por la vía privada y congelan el flujo normal de crédito. Para romper con este círculo vicioso que tiene de rodillas al sistema financiero -y a la economía- desde hace 18 meses se crea una esfera público-privada que “repare” los balances.

El Tesoro se apoya en el Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC) y la Reserva Federal (Fed) para llevar adelante la nueva estrategia de rescate de Wall Street. El nuevo plan no necesita pasar por el Congreso, pues recurre a 100.000 de los 350.000 millones de dólares que quedan en el fondo de estabilidad financiera creado por iniciativa del anterior secretario del Tesoro, Henry Paulson, para usar en la compra de esos activos. Washington busca que el sector privado se implique asumiendo parte del riesgo y, para animarle a participar, la FDIC dará enormes créditos.

El poder de compra gracias a esta combinación de fuerzas será inicialmente de medio billón de dólares, cantidad que podría duplicarse con el tiempo, según explicó el secretario del Tesoro, Timothy Geithner. En la práctica, el Gobierno y el sector privado compartirán los riesgos y las posibles ganancias. Geithner puso el acento en que los inversores privados perderán su dinero si las cosas van mal (si el valor de realización de los activos tóxicos que se compren es menor que el pagado) y que el Tesoro compartirá las ganancias si las cosas van bien. Pero también cabe la lectura contraria: los inversores privados arriesgarán sólo una pequeña parte de capital que, gracias al préstamo de fondos públicos, puede proporcionarles grandes ganancias si los precios se recuperan. Si las cosas van mal, los inversores podrán desentenderse de esos préstamos, mientras que el Estado asumirá el grueso de las pérdidas.

El plan Geithner cuenta con dos grandes programas. Con el de préstamos heredados, los bancos podrán vender a fondos público-privados de nueva creación sus carteras de préstamos hipotecarios contaminados. La FDIC determinará la cantidad de fondos con que garantizar los activos que le presenten los bancos para ser subastados. En la práctica, por cada dólar que aporten los inversores privados, el Tesoro pondrá otro y el nuevo fondo podrá emitir deuda con garantía de la FDIC por hasta 12 dólares más.

En un ejemplo puesto por el Tesoro que guarda esas proporciones, un banco que quiere vender una cartera de hipotecas por un valor nominal de 100 dólares, lo solicita al FDIC, que saca a subasta esos activos entre varios inversores privados. En el ejemplo, gana una oferta por importe de 84 dólares. De esa cifra, el FDIC garantiza 72 dólares, dejando 12 de inversión, en los que irían a medias el Tesoro y el inversor privado, que gestionaría la cartera bajo supervisión de la FDIC hasta su liquidación. Aunque esto ya no lo dice el ejemplo, si al vencimiento el valor de la cartera es de 90 dólares, el inversor privado ganará 3 y el Tesoro otros 3 (menos los gastos). Si el valor es, digamos, de 50, el inversor perdería sus 6 dólares, y el sector público, 28.

El segundo programa es el de títulos heredados -léase tóxicos- y tiene a su vez dos partes. Por un lado, la Reserva Federal dará préstamos para la compra de titulizaciones de activos (préstamos hipotecarios, al consumo o comerciales) potenciando el programa TALF, anunciado hace unos meses por la Fed para reactivar el crédito y que entra en vigor mañana. Por otro, el Tesoro se asociará con cinco gestoras de activos para crear plataformas o vehículos que compren los títulos. Si el fondo pone 100 dólares, el Tesoro pondrá otros 100 como coinversor y concederá 100 dólares (o en algunos casos 200) más como préstamo.

Geithner dijo que es inevitable que el Gobierno asuma riesgos. Sin embargo, cree que al hacer competir a los inversores privados entre ellos permitirá establecer un precio adecuado para esos activos que ahora no tienen mercado. Aunque la participación privada puede proteger al contribuyente al hacer que el Tesoro no pague demasiado, la duda es si los precios que los inversores estén dispuestos a ofrecer serán suficientes para sanear los balances de los bancos.

El mercado parece confiar en que sí, a tenor de la subida del 6,84% que marcó inmediatamente Wall Street, impulsado por el sector financiero. Es la mayor subida del índice Dow Jones en casi cinco meses y se extendió a las Bolsas de todo el mundo.

Geithner espera que un amplio número de inversores -individuales, fondos de pensión, aseguradoras y a largo plazo- participe en esta operación de limpieza. Para conseguirlo, una de las cuestiones que debía aclarar Timothy Geithner era si iba a aplicar algún tipo de restricción a las prácticas de remuneración de las entidades participantes en el programa.

No será el caso, según el jefe del Tesoro. La respuesta fue inmediata. El primero en anunciar su intención en participar en el plan fue el reputado fondo Pimco, que ve posible obtener beneficios de hasta dos dígitos con la inversión. Morgan Stanley, por su parte, cree que la acción del Gobierno ayudará a estimular el mercado de crédito y califica de “innovadora” la estrategia de Timothy Geithner, que resucita la idea original para lidiar con estos activos.

Se estima que hay hasta dos billones de activos tóxicos bloqueados en los balances y en muchos de ellos el mercado no paga ni la mitad de su valor nominal, lejos por tanto del optimista ejemplo propuesto por el Tesoro.

El “plan Geithner”

- El Tesoro de EEUU se asociará con inversores privados para comprar activos “tóxicos” por hasta un billón de dólares.

- Un programa se destinará a comprar carteras de préstamos y otro, a adquirir titulizaciones de activos financieros.

- El nuevo rescate usa los fondos del plan Paulson y no necesita pasar por el Congreso.

**- Estados Unidos moviliza el 90% de su PIB en poco más de año y medio**

*“El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Timothy Geithner, suele utilizar una frase del que fuera presidente de México, Ernesto Zedillo, para definir la acción del Gobierno en tiempos de crisis: “Si el mercado sobrerreacciona, la política debe sobrerreaccionar”. Por lo que revelan las cifras, ésa está siendo la respuesta de Estados Unidos a la mayor crisis económica desde la Gran Depresión”...* Trece billones al rescate (El País - **5/4/09**)

Según los últimos cálculos realizados por la agencia Bloomberg, Estados Unidos ha movilizado en los últimos 20 meses (hasta marzo de 2009) recursos por 12,8 billones de dólares, una cantidad que representa el 90% del PIB de todo lo producido por la primera economía del mundo el año 2008. El Producto Interior Bruto (PIB) de Estados Unidos ascendió a 14,2 billones de dólares en 2008.

Esa cifra surge de sumar todos los programas llevados a cabo desde julio de 2007 por la Reserva Federal, el Tesoro, la Empresa de Garantía de Depósitos y el Departamento de Vivienda y refleja tanto partidas de gastos como préstamos, avales o garantías dadas por ese conjunto de organismos públicos. Una movilización sin precedentes que, sin embargo, tiene matizaciones.

La comparación con el PIB anual americano es una idea atractiva y nos sitúa en la magnitud de la reacción pública (a la crisis); sin embargo, carece de fundamento económico ya que no tiene sentido sumar préstamos, como los de la Reserva Federal, con los gastos e inversiones incluidos en los planes de recuperación de Bush y Obama.

Efectivamente, no se puede decir que esos 12,8 billones sean un gasto real y efectivo y que, por tanto, figuren como tal en las cuentas públicas pero la evolución del déficit sí da una idea de la magnitud del esfuerzo que se está realizando.

La movilización de recursos no tiene precedentes. Hasta ahora la mayor movilización de recursos se había producido en 1975 y 2002. En esos años el déficit público fue tres puntos porcentuales superior al del año anterior y, en ambos casos, el mayor esfuerzo estuvo ligado a campañas bélicas. “El déficit de Estados Unidos en 2008 ha sido del 3,2% y se estima que en el año 2009 se situará entre el 12% y el 13%. Estamos hablando por tanto de una diferencia de más de 10 puntos porcentuales, algo sin precedentes en la historia presupuestaria americana y mundial.

Pese a ese incremento tan sustancial del déficit, lo cierto es que el grueso de los gastos no tiene su reflejo en las cuentas públicas. Para empezar, los 12,8 billones son recursos comprometidos, es decir, son el techo al que podría llegarse si se ejecutan todos los avales y garantías -algo altamente improbable, en opinión de la mayoría de los economistas- y se cumplen todos los programas de gasto.

De esa cuantía, sólo se han utilizado hasta el momento 4,17 billones de dólares, entre los que se incluyen la compra de activos tóxicos por el Tesoro (600.000 millones), los planes de estímulo de los Gobiernos de Bush y Obama (955.000), los rescates de Bear Stern, AIG y Fannie Mae y Freddie Mac (271.400), así como las inyecciones de liquidez de la Reserva a través de distintos programas hasta un total de 1,6 billones de dólares.

Por organismos, el 61% del total movilizado está bajo el control de la Reserva, el 21% es responsabilidad del Tesoro, el 16% corresponde a la Empresa de Garantía de Depósitos y el 2% restante es administrado por el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano.

Muchos de los 34 programas puestos en marcha por la Administración estadounidense para combatir la recesión consisten en avales o garantías que escapan del control presupuestario pero que comprometen las finanzas públicas a largo plazo.

El recurso generalizado de los Estados a las garantías o avales de la deuda bancaria está introduciendo una cuña de opacidad en las cuentas públicas”. Resulta difícil estimar el monto total que está siendo garantizado, con el añadido de que estas garantías se extenderán durante muchos años y que los ratios de deuda pública / PIB no recogen esta garantía implícita.

Con todo, lo peor es que esta movilización ingente de recursos no garantiza que los planes lleguen a buen puerto ni de que no sea necesario activar programas adicionales para eludir la depresión o un modelo de recuperación como el de Japón en los años noventa.

“El presidente y el secretario del Tesoro han dicho que harán todo lo que haga falta”, recordaba recientemente el consejero delegado de Goldman Sachs, Lloyd Blankfein. “Si esto (los recursos movilizados) es suficiente, será perfecto. Pero si no lo es, tendrán que hacer más”.

El mayor estímulo fiscal

Aunque de los billones movilizados por su Administración no todo puede considerarse estímulo fiscal, Estados Unidos sigue siendo el país de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) que más se ha gastado en ese tipo de planes. La OCDE cifra su esfuerzo en el 5,6% del PIB frente a una media de los países de la organización del 3,5%.

En contra de lo que solía ser su discurso tradicional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha mostrado su preocupación por que considera que muchos países no están haciendo el suficiente esfuerzo fiscal y que ningún plan debería ser inferior al 2% del PIB. Sin embargo, según los datos de la OCDE, los planes de estímulo de la mitad de los países de la organización (15 sobre 30) se sitúan por debajo de ese nivel.

“El impacto de los planes de estímulo sobre la economía es difícil de medir en las actuales circunstancias”, dice la OCDE en su informe interino de marzo presentado esta semana. No obstante, calcula que los planes de Estados Unidos aportarán al PIB un 1,6% y Australia un 1,2%. Entre los países que más provecho sacarán de sus gastos en 2009 están Polonia y España, con un 1%, y Canadá y Nueva Zelanda, con la misma cuantía, en 2010.

- (Agosto 2014) **Actualización: a confesión de parte, relevo de pruebas**

- El hombre que inventó los “stress test” (Expansión - **5/8/14**)

Geithner, exsecretario del Tesoro, desvela su lucha contra el colapso bancario de EEUU.

El hombre que inventó los “stress test”

Ningún país en el mundo ha dejado de caer en el agujero alguna vez e incluso muchas. Las crisis están ahí, acechando en los momentos de bonanza, cuando se sientan las bases del calibre que va a tener la tormenta que se desencadenará después. Pero no todos los golpes económicos son iguales. “Fuimos incapaces de prevenir la peor crisis financiera y la recesión más profunda en muchas generaciones. Tengo el dudoso honor de haber estado a cargo de la Reserva Federal (Fed) de Nueva York cuando Wall Street explotó”.

La admisión de culpa procede de Timothy Geithner y del repaso a una vida dedicada a apagar los fuegos de la inestabilidad financiera, en la que se centra su libro Stress Test.

Desde los peldaños más bajos hasta lo más alto de la Secretaría del Tesoro de Estados Unidos, pasando por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la presidencia de la Fed de Nueva York, Geithner no sólo ha sido testigo de las principales crisis de las últimas décadas, sino que las ha perseguido como un cazador de tornados que está donde revienta la furia de la naturaleza.

El estallido de la burbuja bursátil e inmobiliaria de Japón a finales del siglo pasado fue su estreno, recién llegado al departamento de Asuntos Internacionales de la Secretaría del Tesoro y sin haber cumplido los 30 años.

Las turbulencias de México, Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Rusia, Ucrania, Turquía y Brasil fueron su particular universidad, pero nada de eso le preparó para la crisis de todas las crisis: el colapso del sistema financiero de Estados Unidos y su contagio a medio mundo en la peor debacle desde la Gran Depresión. Ya desde la atalaya de la presidencia de la Fed de Nueva York, Geithner reconoce que vio señales de alerta. La banca en la sombra y la acumulación de riesgos de los bancos de inversión siempre le asustaron. “No hay nada inherentemente peligroso en el riesgo fuera del sistema bancario, a menos que esté concentrado en grandes entidades con estructuras idénticas a los bancos, con un fuerte apalancamiento y financiación a corto plazo, pero que no tienen la misma regulación que los bancos”, asegura.

Estallan las “subprime”

**En marzo de 2007, la Fed de Nueva York publicó un documento en el que minimizaba los peligros de las hipotecas subprime. “Eran sólo cerca de una séptima parte del mercado hipotecario, escasamente un billón de dólares sobre un total nacional de 55 billones en activos financieros”, recuerda su entonces presidente.**

**Ese documento fue redactado tres meses antes de que el mercado subprime se viniera abajo**. Entre julio y agosto se produce la quiebra de varios fondos de Bear Stearns. El 8 de agosto, BNP anunció la suspensión de los reembolsos de tres de sus fondos con una fuerte exposición a las hipotecas basura de Estados Unidos. Solo unos días después, el Banco Central Europeo (BCE) aprobó la primera de muchas inyecciones de liquidez. La Fed tuvo que reaccionar y lo hizo, aunque no sin que aparecieran ya las primeras críticas a que un banco central saliera al rescate e impidiera que los inversores arriesgados aprendieran la lección. No sabían que sólo era el principio. La pesadilla había comenzado.

Las subprime marcaron el inicio de una espiral descendente en el precio de determinados activos que llenaban los balances de los bancos y, sobre todo, de los bancos de inversión. Incapaces de hacer frente a las pérdidas multimillonarias y con una capitalización que se demostró escasa para combatir escenarios negativos, el sistema financiero estadounidense comenzó a tambalearse.

Ya en 2008, Bear Stearns fue el primer aviso. Luego llegó Lehman. Geithner recuerda el crítico fin de semana de septiembre en el que se hizo todo lo posible para que el banco de inversión no quebrara, pero no se consiguió. “Mi lunes (el 15 de septiembre de 2008, el día en que Lehman quebró) comenzó con una llamada del BCE de Jean-Claude Trichet. Quería saber si habíamos perdido la cabeza. ¿Cómo habíamos dejado caer a Lehman? ¿Por qué queríamos crear un pánico global?”, escribe. No se dejó caer a Lehman, simplemente su agujero era demasiado grande: ningún banco, ningún consorcio y ningún regulador pudo asumirlo, confiesa el autor, que también considera que la crisis hubiera sido igual de todas maneras.

Los salvamentos de Merrill Lynch y de AIG no tardaron en llegar, en un efecto dominó que amenazaba todo el sistema. Las autoridades lograron los fondos para el primer plan de recapitalización, pero no fue suficiente.

Las cinco bombas

Problemas con la declaración de Hacienda de cuando trabajaba para el FMI casi impiden que Geithner entre a formar parte del gabinete del flamante presidente Barack Obama. Una vez superado el trance y la paradoja de un responsable del Tesoro con cuentas pendientes con el fisco, Geithner tiene que explicarle al presidente por qué antes de embarcarse en ambiciosos proyectos de tinte social hay varios fuegos que apagar. “Sin evitar una segunda recesión no hay dinero para nada”, le llegará a advertir Geithner a Obama en el despacho oval. En su primer encuentro tras asumir el cargo se ve obligado a ir más allá. “Hay cinco bombas que desactivar”, avisa. Se llaman Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup y Bank of America. Y su poder destructor es mucho mayor que el de Lehman. Geithner tiene muy claro en este punto que la crisis ya está aquí, que se ha convertido en la mayor tormenta en cien años, peor que la de 1929, y que él está llamado a resolverla desde el ojo del huracán.

“Los bancos son la sangre de la economía, son vitales”, dice en su libro para justificar la segunda oleada de ayudas masivas a la banca. Puede que su libro tome el relevo del Crash de 1929 de John Kenneth Galbraith como lectura de cabecera sobre tormentas financieras. El tiempo y los lectores, dirán.

(De vuelta al Ensayo: El “factor” Bernanke: otro “Maestro” que se cae del tabernáculo)

**- La crisis podría haberse evitado (según el Congreso de los Estados Unidos)**

**- La mayor tragedia sería aceptar la letanía de que nadie podía haber previsto lo ocurrido**

*“La crisis financiera que asoló la economía en 2008 “podría haberse evitado” si no se hubieran producido fallos generalizados en los reguladores, así como una mala gestión en las empresas y la irresponsable toma de riesgos de Wall Street, según reflejan las conclusiones de un informe elaborado por la Comisión Investigadora de la Crisis Financiera, formada por el Congreso de EEUU en 2009”...* La crisis financiera “podría haberse evitado”, según el Congreso de EEUU (Negocios.com - **26/1/11**)

“La mayor tragedia sería aceptar la letanía de que nadie podía haber previsto lo ocurrido y por lo tanto nada se podría haber hecho para evitarlo”, señalan los miembros de la Comisión en un informe al que tuvo acceso “The New York Times”. “Si aceptamos esta idea, volverá a repetirse”, advierten.

El informe de 576 páginas que será publicado el 27/1/11, ha sido elaborado tras meses de investigaciones en los que los miembros de la Comisión dedicaron 19 días a entrevistar a 700 testigos de los acontecimientos que colocaron al borde del colapso a la economía de EEUU y el resto del mundo.

Respecto a las conclusiones más destacadas de la investigación, los comisionados señalan entre los responsables de la crisis a los dos últimos presidentes de la Reserva Federal, Alan Greenspan, quien permitió la expansión de la burbuja inmobiliaria, y a su sucesor Ben Bernanke, quien no supo prever la crisis, aunque haya desempeñado un papel “crucial” en la lucha contra ella.

Así, el informe resulta especialmente duro con la labor de Alan Greenspan, quien antes de la crisis era reverenciado por los mercados y conocido por el apelativo de “El Maestro”, pero al que los autores de la investigación señalan como el responsable del proceso de desregulación que no impidió el flujo de hipotecas tóxicas, en un claro ejemplo de negligencia.

Por otro lado, los congresistas también reservan buena parte de sus críticas para la Administración Bush por su “respuesta inconsistente” a la crisis, que permitió el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, “añadiendo incertidumbre y pánico a los mercados”.

Asimismo, el informe también reparte culpas entre el partido Demócrata al señalar como “un momento clave en la evolución hacia la crisis” la decisión del presidente Clinton de blindar del control público a los derivados financieros.

Por su parte, el actual secretario del Tesoro, Timothy F. Geithner, quien entonces presidía la Reserva Federal de Nueva York, tampoco sale indemne, ya que no se percató de las dificultades en Citigroup y Lehman, aunque apunta que tampoco era él el principal responsable de su supervisión.

“La crisis fue el resultado de la acción y la inacción de las personas, no fue producto de la Madre Naturaleza ni de un error en los ordenadores”, señala el informe.

No obstante, el informe refleja también en sí mismo las divisiones existentes en la política estadounidense, ya que los seis miembros designados por los demócratas han respaldado el documento, mientras tres republicanos han incorporado observaciones al informe, y el también republicano, Peter J. Wallison, expresó sus propias salvedades de carácter personal.

**- La autopsia está hecha (la crisis… fue el resultado de la acción y de la inacción humana)**

La autopsia de la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión está hecha. La conclusión de la comisión del Congreso que investigó las causas que provocaron el colapso del sistema bancario en Estados Unidos, y que puso a la economía del país y luego del resto del mundo al borde del precipicio, es que “pudo evitarse”. Decir lo contrario sería, dice, “admitir que se repetirá”.

La comisión atribuye la crisis al apetito desmesurado de los bancos por el riesgo y la ineptitud de las agencias de calificación, a los agujeros en la regulación y la actuación laxa de los supervisores, como la Reserva Federal, y a la falta de iniciativa política para exigir responsabilidades a Wall Street.

“Fue resultado de la acción y de la inacción humana, no de la madre naturaleza o de un modelo informático que se volvió loco”, reza el informe, que se publica el 27/1/11 con un mes de retraso por la fricción entre demócratas y republicanos. No solo se ignoraron las alertas, explica el informe, sino que se erró al preguntarse, entender y gestionar el riesgo excesivo que dominó la cultura financiera del momento. La palabra “avaricia” emerge al referirse a la conducta de entidades como Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers o Citigroup, de las que dice que no contaban con el colchón de capital necesario para asumir tal riesgo. Y mete el dedo en la llaga al cuestionar la labor de Alan Greenspan al frente del banco central, por su férrea defensa de la desregulación. Alan Greenspan ya admitió que pecó al confiar en el autocontrol de los bancos. Para el comité, los abusos en el mercado hipotecario son ejemplo de un liderazgo “negligente” por su parte. También carga contra su sucesor, Ben Bernanke, al reiterar públicamente que las crisis de las hipotecas basura estaba contenida, aunque le reconoce su respuesta cuando las cosas se pusieron mal.

El comité no es tan agradecido con la primera reacción del equipo del ex presidente George Bush, porque, dice, fue inconsistente y alimentó la incertidumbre en los mercados. Pero la crisis se gestaba de lejos. Y ahí arremete contra la decisión ocho años antes del ex presidente Bill Clinton de dejar al margen de la supervisión instrumentos exóticos, como los derivados. Aunque ese pudo ser el origen, el informe reitera que la responsabilidad es compartida.

Otros párrafos del informe (para que no se olvide lo inolvidable)

“Los capitanes de las finanzas y los administradores públicos de nuestro sistema financiero ignoraron las advertencias y fallaron en cuestionar, entender y gestionar los cambiantes riesgos dentro de un sistema esencial para el bienestar del público estadounidense”...

“La suya fue una gran falla, no un tropiezo”...

El informe llegó a la conclusión de que la crisis fue causada por una serie de factores, incluyendo fallas en la regulación financiera y la gestión empresarial, así como la falta de entendimiento del sistema financiero por parte de los diseñadores de políticas.

Igualmente se quejó del empaquetamiento de la deuda relacionada con hipotecas en instrumentos de inversión, que “encendió y propagó la llama del contagio”.

Estos instrumentos financieros complejos, que se comercializaron en grandes volúmenes por bancos de inversión, “contribuyeron significativamente a la crisis”, cuando las hipotecas en las que se basaban cesaron sus pagos.

El informe también destacó las fallas “abismales” en las agencias de calificación crediticia para reconocer los riesgos involucrados en estos y otros productos.

Del mismo modo, advirtió de violaciones éticas “a todos los niveles”.

Establecer culpas era esencial en la prevención de futuras crisis, según el informe.

“A pesar de la opinión de muchos en Wall Street y en Washington de que la crisis no podía haber sido prevista o evitada, había señales de advertencia”, dijo Phil Angelides, presidente de la comisión.

“La mayor tragedia sería aceptar que nadie vio que esto se avecinaba y por consiguiente, que no se podía hacer nada”, señaló el panel en las conclusiones del informe de 576 páginas.

“Si aceptamos esta idea, volverá a suceder”.

**- El Congreso de EEUU “tampoco” se muestra conforme con el “rescate” (TARP)**

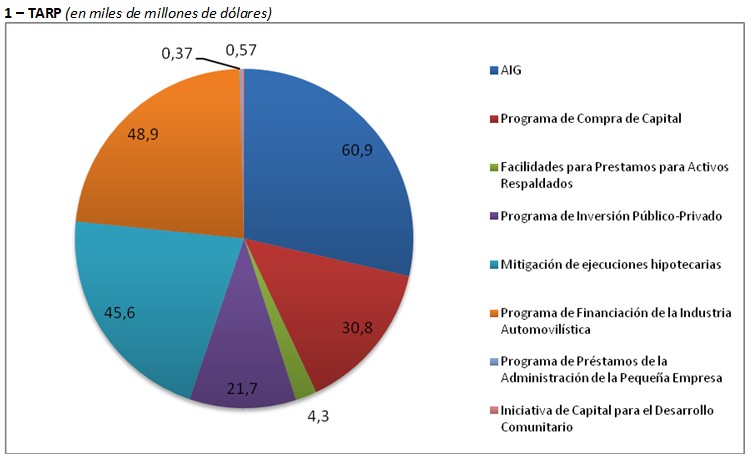
*“El programa TARP (Troubled Asset Relief Program, también conocido como Plan Paulson, por el ex secretario del Tesoro Henry Paulson) para aliviar la crisis financiera norteamericana ha tenido éxito “en parte”, según el trigésimo y definitivo informe oficial publicado el miércoles por el Panel del Congreso para la supervisión del propio programa para “activos problemáticos”. Sin embargo, la lista de “peros” con los que el informe matiza ese éxito es larga y de mucha enjundia. Y lo que no menciona es todavía más ilustrativo y menos favorable”...* El Congreso de EEUU admite que el rescate bancario fue un fracaso (Libertad Digital - **19/3/11**)

El programa fue creado el 3 de octubre de 2008 para cerrarse, según lo previsto, el 3 de octubre de 2010.

Costes y beneficios del programa

A mediados de marzo de 2011, el TARP ha recuperado 243.000 millones de dólares de los 245.000 millones que había distribuido entre los bancos. Cuando este proceso haya concluido definitivamente -calcula el Tesoro- los contribuyentes americanos habrán recibido unos beneficios de 20.000 millones de dólares a medida que los bancos devuelvan con intereses las ayudas prestadas por el TARP. Estos intereses se fijaron al 5% para los cinco primeros años y al 9% para los siguientes.

Algunos bancos han reconocido que planean devolver lo pendiente con cargo a los nuevos programas de ayuda que el Gobierno de EEUU ya ha anunciado una vez concluido el TARP. Pero no todo lo distribuido va a devolverse y, por ello, el TARP, en su conjunto, se saldará con pérdidas para los contribuyentes.

[](http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/tarp001.jpg)

El Panel reconoce que, según los cálculos de la Oficina Presupuestaria del Congreso, el coste final del programa TARP será de 25.000 millones de dólares, una cifra enorme pero muy inferior a los 356.000 millones estimados inicialmente por la propia Oficina. Sin embargo, según el Panel, “a pesar de que esta estimación de coste tan reducida sea esperanzadora, no necesariamente valida la administración que el Tesoro ha realizado del TARP”.

Eso se debe, en gran medida, a que los programas para la prevención de ejecuciones inmobiliarias podrían haber costado unos 50.000 millones de dólares a cargo del TARP, pero no han llegado a implementarse. Por ello, el informe concluye que “el TARP costará menos de lo esperado porque conseguirá mucho menos de lo imaginado por los propietarios de viviendas americanos”.

Riesgo moral

Pero es en las consecuencias de difícil cuantificación donde el Panel advierte, no ya de las carencias del TARP, sino de los daños que ha causado. Así, en el punto álgido de la crisis bancaria, 18 grandes instituciones financieras recibieron 208.600 millones de dólares prácticamente de la noche a la mañana sin tener que demostrar su capacidad para devolver esos importes ni cumplir muchos requisitos. Mientras tanto, otras instituciones financieras menores no recibieron esas ayudas.

El informe detalla hasta tres implicaciones:

1. La primera consecuencia fue que las empresas de rating, lógicamente, tuvieron en cuenta este trato desigual al valorar a unos y a otros y, en consecuencia, a las pequeñas instituciones les sale ahora todavía más caro recurrir al crédito.

Esta distorsión en el mercado, como reconoce el propio Panel, es de muy difícil cuantificación, pero nada deseable para el buen funcionamiento del mercado. Como señalan los críticos, contribuye a que haya menos competencia, más concentración en el sector y, en definitiva, unos precios más elevados para el consumidor. Y, ciertamente, tampoco contribuye a la buena imagen del TARP.

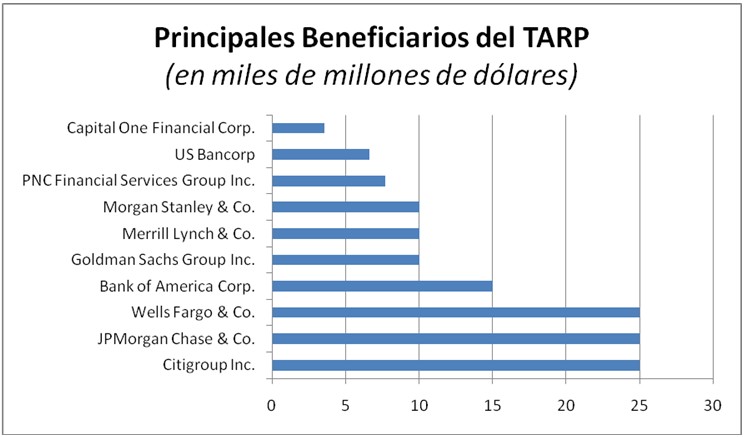
2. La segunda consecuencia consiste en la creación de riesgo moral por parte del TARP: “Al proteger a los bancos muy grandes de la insolvencia y el colapso (...) ahora pueden decidir racionalmente tomar riesgos inflados porque esperan que, si su apuesta falla, los contribuyentes cargarán con la pérdida. Irónicamente -concluye el panel- estos riesgos inflados pueden crear un riesgo sistémico todavía mayor e incrementar la probabilidad de futuras crisis y rescates financieros”. Es decir, una de las consecuencias más destacables del TARP ha sido, precisamente, agravar el riesgo financiero que pretendía aliviar.

3. La tercera consecuencia tiene que ver con los rescates a empresas no financieras, en concreto las automovilísticas. Estas ayudas han extendido el riesgo moral más allá del sector financiero. O sea, no sólo no alivia adecuadamente el riesgo en el sector financiero sino que lo propaga artificialmente al sector industrial estadounidense.

El estigma del TARP

Todo ello lleva al Panel a considerar que el TARP, a los ojos del público americano, ha quedado estigmatizado: “La percepción general es que el TARP ha restablecido la estabilidad al sector financiero mediante las rescates a los bancos de Wall Street y a los fabricantes nacionales de automóviles, mientras hacía poco por los 13,9 millones de trabajadores en paro, los 2,4 millones de propietarios de viviendas que están en riesgo inminente de ejecución hipotecaria o las innumerables familias que, de algún modo, se esfuerzan por llegar a final de mes”.

El propio presidente del Panel, Ted Kaufman, ha reconocido que “claramente aquí debería haber habido mucho más para en Main Street”, expresión que se traduciría como Calle Mayor, con la que comúnmente se suele referir a la economía real y al ciudadano medio en contraposición a las grandes instituciones financieras de Wall Street.



Otro de los puntos oscuros del TARP es la falta de transparencia, según ha denunciado el Panel desde su primer informe. No es que el Tesoro se haya negado a facilitar información sobre lo que hacía, sino que en muchos casos no ha recopilado ninguna información relevante. Es el caso de las ayudas millonarias concedidas con tanta generosidad a las grandes instituciones financieras; el Tesoro jamás se preocupó por enterarse de a qué se destinaba ese dinero. Por lo tanto, “el público jamás sabrá qué propósito se le dio a su dinero”.

Finalmente, el informe llama la atención sobre otro aspecto de la falta de transparencia: la incapacidad del Tesoro a la hora de articular objetivos claros para muchos de los programas TARP o modificarlos a medida que evolucionaban.

Así, a principios de 2009 el presidente anunció que el Programa Modificado de Hogares Asequibles (HAMP) evitaría unos tres o cuatro millones de ejecuciones hipotecarias. Pero en estos momentos el programa tiene su objetivo máximo fijado en 800.000 y el Tesoro jamás ha modificado ese objetivo. “En ausencia de objetivos significativos -dice el informe- el público no tiene manera de responsabilizar al Tesoro y el Tesoro no tiene ningún objetivo claro al que dirigirse en sus propias deliberaciones”.

El Partido Republicano, por su parte, ya tiene el ojo puesto en estos fallidos programas contra las ejecuciones para cerrarlos, pero la Casa Blanca replica con amenaza de veto presidencial.

Además del TARP...

A pesar de todo esto, cabe tener en cuenta que el TARP no ha representado el grueso de las ayudas públicas concedidas al sector financiero norteamericano. Recuérdese que la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos la gestaron, aparte de la Reserva Federal (FED), las dos grandes entidades patrocinadas por el Gobierno, las grandes agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac.

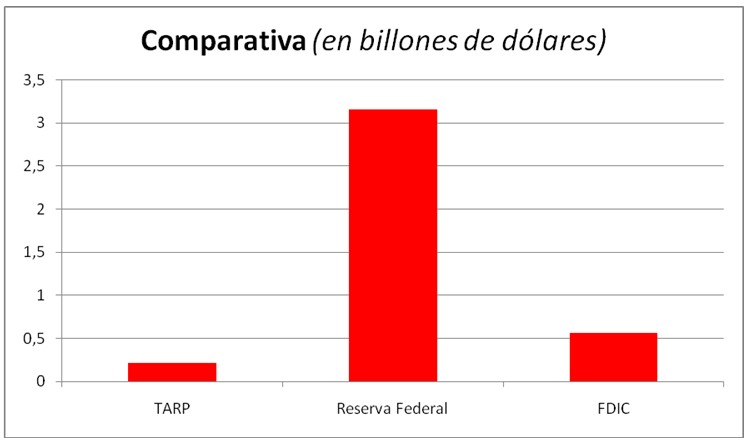
Y la cuestión es que la Reserva Federal ha comprado nada menos que 1,1 billones de dólares de esos “activos problemáticos” de Fannie Y Freddie, al margen de los programas TARP, cuyo coste neto para el contribuyente -recordemos- no asciende a más de 25.000 millones, según el Panel.

Es más, según la Oficina Presupuestaria del Congreso, el rescate financiero de Fannie y Freddie costará a los contribuyentes unos 380.000 millones de dólares hasta el ejercicio 2021, factura que tampoco se ha incluido en el coste del TARP.

Y, además de esos 1,1 billones inyectados a Fannie y Freddie, la FED y otros programas del FDIC (Fondo de Garantía de Depósitos en EEUU) se han gastado otros 2 billones de dólares de los contribuyentes que tampoco computan en el TARP.

De este modo, es evidente que esos más de 3 billones de dólares en ayudas al sector financiero no incluidos en el TARP adolecen más si cabe de esas deficiencias de transparencia y falta de claridad en los objetivos que denuncia el Panel. Distorsionan también el funcionamiento del mercado financiero y, por supuesto, crean y amplifican el riesgo moral.

Además, al tratarse en su mayoría de adquisiciones realizadas por la Reserva Federal y no de ayudas públicas puntuales, tampoco procede la “devolución” a los contribuyentes. Y todo ello en una magnitud que supera en 120 veces los 25.000 millones de precio final del TARP para los contribuyentes.



Varios miembros del Panel han llegado a afirmar que “los esfuerzos del Gobierno dentro y fuera del TARP han sembrado las semillas para la próxima crisis”.

- **Informe de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera**

Los siguientes son **extractos del informe final de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera (FCIC, por sus siglas en inglés) que presidió Phil Angelides**, **firmado por los miembros designados por el Congreso para integrarla en mayo de 2009** y que está a disposición del público, en inglés, en su página de Internet (fcic.law.standford.edu); la comisión como tal terminó en sus funciones el **13 de febrero de 2011**, fecha en la que presentó sus conclusiones oficialmente. Esta traducción se basó en la versión pública que está en el referido portal electrónico de la FCIC (fcic.law.standford.edu).

**Prefacio**

La Comisión de Investigación de la Crisis Financiera fue creada para “examinar las causas de la actual crisis financiera y económica de Estados Unidos”. En este informe, la Comisión presenta al Presidente, al Congreso y al pueblo estadounidense los resultados de su investigación y sus conclusiones sobre las causas de la crisis.

Más de dos años después de la peor crisis financiera, nuestra economía, así como las familias y comunidades en todo el país, siguen sufriendo las secuelas. Millones de estadounidenses han perdido sus trabajos y sus hogares, y la economía aún está luchando por recuperarse. Este informe pretende proporcionar una explicación histórica de lo que llevó a nuestro sistema financiero y nuestra economía a un precipicio, y ayudar a los encargados de formular las políticas y al público a entender mejor cómo llegó a suceder esta calamidad.

La Comisión fue creada como parte de la Ley para la Recuperación y Contra el Fraude (Ley Pública 111-21) aprobada por el Congreso y promulgada por el Presidente en mayo del 2009. Este panel independiente compuesto por 10 miembros se integra por ciudadanos con experiencia en áreas tales como vivienda, economía, finanzas, regulación de los mercados, banca y protección a los consumidores. Seis miembros de la Comisión fueron nombrados por la dirigencia Demócrata del Congreso y cuatro miembros por la dirigencia Republicana.

Las instrucciones reglamentarias de la Comisión establecieron 22 temas específicos para la investigación, y exigieron el examen del colapso de grandes instituciones financieras que quebraron o habrían quebrado de no ser por la ayuda excepcional del gobierno. Este informe cumple con estas disposiciones. Además, se ordenó a la Comisión remitir al Procurador General de los Estados Unidos así como a cualquier procurador general estatal, a cualquier persona que la Comisión considerase que podría haber violado las leyes de los Estados Unidos con relación a la crisis. Donde la Comisión encontró tales posibles violaciones, remitió estos asuntos a las autoridades competentes. La Comisión usó la autoridad que se le dio para emitir citatorios judiciales para requerir testimonios y producir documentos, pero en la gran mayoría de los casos, compañías e individuos cooperaron voluntariamente con esta investigación.

En el curso de su investigación, la Comisión revisó millones de páginas de documentos, entrevistó a más de 700 testigos, y sostuvo 19 días de audiencias públicas en New York, Washington D.C., y comunidades de todo el país que fueron golpeadas fuertemente por la crisis. La Comisión también recurrió a un gran conjunto de trabajo existente sobre la crisis, desarrollado por comités del Congreso, organismos gubernamentales, académicos, periodistas, investigadores jurídicos, y muchos otros.

En este informe, hemos tratado de explicar en términos claros y entendibles cómo ha funcionado nuestro complejo sistema financiero, como encajaron las piezas, y cómo ocurrió la crisis. Hacer esto requirió investigación sobre temas amplios y a veces herméticos, tales como los préstamos hipotecarios y la bursatilización, los derivados, la gestión empresarial, y la minimización de riesgos. Para sacar estos asuntos del dominio de lo abstracto, realizamos investigaciones de casos de compañías específicas -y en muchos casos, facetas específicas de estas instituciones- que jugaron un papel fundamental. Esas instituciones incluyen al American International Group (AIG), Bear Stearns, Citigroup, Countrywide Financial, Fannie Mae, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Moody’s y Wachovia. Consideramos de manera más general las funciones y acciones de muchas otras compañías.

También estudiamos las políticas pertinentes implementadas por congresos y gobiernos sucesivos. Y de manera importante, examinamos el papel de los encargados de formular políticas y de los reguladores, como la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, la Contraloría de la Moneda, la Dirección Federal de Supervisión de Empresas de Vivienda (OFHEO) (y su sucesor, la Agencia Federal de Financiamiento de Vivienda, en inglés, Federal Housing Finance Agency, FHFA), la Dirección de Supervisión de Entidades de Ahorro (OTS), la Comisión del Mercado de Valores (Securities and Exchange Commission) y el Departamento del Tesoro.

Por supuesto, hay mucho trabajo que la Comisión no llevó a cabo. El Congreso no pidió a la Comisión ofrecer recomendaciones de política, sino que le pidió profundizar en lo que causó la crisis. (...) Tampoco se le encomendó evaluar la ley federal (el Troubled Asset Relief Program -Programa de Alivio por Activos en Problemas- conocido como TARP) que proporcionó ayuda financiera a las grandes instituciones financieras. Ese deber fue asignado al Panel de Supervisión del Congreso (Congressional Oversight Panel) y al Inspector General Especial del TARP.

Este informe no es el único repositorio de lo que encontró el panel. Un sitio web -www.fcic.gov- contendrá una gran cantidad de información, más allá de lo que se podría presentar aquí. Contendrá una reserva de materiales -como documentos y correos electrónicos, videos de las audiencias públicas de la Comisión, declaraciones e investigación de apoyo- que pueden estudiarse por muchos años. Gran parte de lo que se encuentra en las notas al pie de este informe se puede encontrar en el sitio web. Además, otros materiales que no se pueden publicar aún, por diversos motivos, en su momento serán dados a conocer al público a través de los Archivos Nacionales y Administración de Documentos de los Estados Unidos (National Archives and Records Administration, NARA)…

Con este informe y nuestro sitio web, la labor de la Comisión llega a su fin. Presentamos lo que hemos encontrado, con la esperanza de que los lectores puedan utilizar este informe para llegar a sus propias conclusiones, aun cuando el registro histórico completo de esta crisis se sigue escribiendo.

**Conclusiones de la Comisión de Investigación de la Crisis Financiera**

La Comisión de Investigación de la Crisis Financiera ha sido convocada para examinar la crisis económica y financiera que ha asolado a nuestro país, y para explicar sus causas al pueblo estadounidense. Estamos totalmente conscientes de la importancia de nuestro cometido, dado el daño económico que los Estados Unidos han sufrido en las secuelas de la mayor crisis financiera desde la Gran Depresión.

Nuestra tarea fue primero determinar qué pasó y cómo pasó, de modo que podamos entender por qué pasó. Presentamos aquí nuestras conclusiones. Animamos al pueblo estadounidense a unírsenos haciendo sus propias evaluaciones basadas en la evidencia reunida por nuestra investigación. Si no aprendemos de la historia, es improbable que nos recuperemos del todo de ella. Algunos en Wall Street y en Washington con intereses en el statu quo pueden sentirse tentados a borrar de la memoria los acontecimientos de esta crisis, o a sugerir que nadie podía haberla previsto o evitado. Este informe se esfuerza por exponer los hechos, identificar responsabilidades, aclarar mitos, y ayudarnos a entender cómo la crisis se pudo haber evitado. Es un intento de documentar la historia, no de reinventarla, ni de permitir que sea reinventada.

Para ayudar a nuestros conciudadanos a entender mejor esta crisis y sus causas, también presentamos conclusiones específicas al final de algunos capítulos en las Partes III, IV y V de este informe.

El tema de este informe es de grandes consecuencias para esta nación. Los acontecimientos profundos de 2007 y 2008 no fueron ni baches en el camino ni un descenso acentuado en los ciclos financieros que son de esperarse en un sistema económico de libre mercado. Este fue un trastorno fundamental -una convulsión financiera, si se quiere- que causó estragos en comunidades y vecindarios por todo el país.

En el momento en que este informe va a la imprenta, hay más de 26 millones de estadounidenses que están sin trabajo, no pueden encontrar empleo de tiempo completo, o han desistido de buscar trabajo. Unas cuatro millones de familias han perdido sus casas por ejecución hipotecaria, y otras cuatro y medio millones han caído en el proceso de ejecución hipotecaria, o están seriamente retrasados en sus pagos. Cerca de $ 11 billones en riqueza familiar se han esfumado con los planes de pensiones y los ahorros de toda la vida. Empresas grandes y pequeñas han sentido el aguijón de una profunda recesión. Hay mucho enojo sobre lo que ha ocurrido, y justificadamente. Mucha gente que se atuvo a las reglas ahora se encuentra sin trabajo y con incertidumbre sobre sus perspectivas de futuro. Los daños colaterales de esta crisis han sido gente real y comunidades reales. Es probable que el impacto de esta crisis se sienta por toda una generación. Y la nación no enfrenta un camino fácil hacia una fortaleza económica renovada.

Como muchos estadounidenses, iniciamos nuestra exploración con nuestros propios puntos de vista y algunos conocimientos preliminares sobre cómo el sistema financiero más fuerte del mundo llegó a estar al borde del derrumbe. Incluso en el momento de nuestro nombramiento a esta comisión independiente, ya se había escrito y comentado mucho sobre esta crisis. Sin embargo todos nosotros hemos sido afectados profundamente por lo que hemos aprendido en el curso de nuestra investigación. En diversos momentos hemos estado fascinados, sorprendidos, e incluso conmocionados por lo que hemos visto, escuchado y leído. Ha sido un viaje de revelación el nuestro.

Durante los últimos dos años, gran parte de la atención se ha centrado en las decisiones adoptadas por el gobierno federal para proporcionar una enorme asistencia financiera para estabilizar el sistema financiero y rescatar a grandes instituciones financieras que fueron consideradas demasiado importantes sistémicamente como para quebrar. Esas decisiones -y las emociones profundas que las rodean- serán debatidas por muchos años por venir. Pero nuestra misión fue formular y responder la pregunta central: ¿Cómo llegó a suceder que en 2008 nuestra nación fuera forzada a elegir entre dos alternativas crudas y dolorosas: Correr el riesgo del derrumbe total de nuestro sistema financiero y nuestra economía, o inyectar billones de dólares de los contribuyentes al sistema financiero y a una serie de compañías, en tanto que millones de estadounidenses seguían perdiendo sus empleos, sus ahorros y sus hogares?

En este informe detallamos los acontecimientos de la crisis. Pero un resumen sencillo, de cómo lo vemos nosotros, es útil al principio. Si bien las vulnerabilidades que crearon el potencial para la crisis se desarrollaron a través de años, el desplome de la burbuja inmobiliaria -alimentada por las bajas tasas de interés, créditos fáciles disponibles, escasa regulación e hipotecas toxicas- fue la chispa que disparó una cadena de acontecimientos, que llevaron a un crisis en toda su extensión en el otoño de 2008. Billones de dólares en hipotecas de riesgo se habían incrustado en todo el sistema financiero, en tanto que se hacían paquetes con los valores relacionados con hipotecas, se reempaquetaban y vendían a inversionistas en todo el mundo. Cuando la burbuja estalló, cientos de miles de millones de dólares de pérdidas en hipotecas y valores relacionados con hipotecas sacudieron a los mercados, así como a las instituciones financieras que tenían exposiciones importantes a esas hipotecas y se habían endeudado fuertemente respaldándose en ellas. Esto no sólo pasó en Estados Unidos, sino en todo el mundo. Las pérdidas fueron magnificadas por derivados tales como los valores sintéticos.

La crisis alcanzó proporciones sísmicas en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers y el derrumbe inminente del gigante de seguros American International Group (AIG). El pánico avivado por la falta de transparencia de los balances de las principales instituciones financieras, junto con una maraña de interconexiones entre las instituciones percibidas como “demasiado grandes para quebrar”, causó que los mercados de crédito se paralizaran. El comercio se estancó. El mercado de valores se desplomó. La economía se hundió en una profunda recesión.

El sistema financiero que examinamos tiene poco parecido con el de la generación de nuestros padres. Los cambios tan sólo en las últimas tres décadas han sido notables. Los mercados financieros se han vuelto cada vez más globalizados. La tecnología ha transformado la eficiencia, velocidad y complejidad de los instrumentos financieros y las transacciones. Hay un acceso más amplio y costos más bajos en las finanzas que nunca antes. Y el sector financiero mismo se ha convertido en una fuerza mucho más dominante en nuestra economía.

De 1978 a 2007, el importe de la deuda en poder del sector financiero se disparó de $ 3 billones de dólares a $ 36 billones de dólares, más del doble como porcentaje del producto interno bruto. La naturaleza misma de muchas firmas de Wall Street cambió, de asociaciones privadas relativamente serias, a empresas que cotizaban en la bolsa tomando mayores y más diversos tipos de riesgos. Para 2005, los 10 bancos comerciales más grandes de Estados Unidos poseían el 55% de los activos de la industria, más del doble del nivel que tenían en 1990. En vísperas de la crisis, en 2006, las ganancias del sector financiero constituían el 27% de todas las ganancias de las empresas en Estados Unidos, muy por encima del 15% de 1980. La comprensión de esta transformación ha sido fundamental para el análisis de la Comisión.

Vayamos ahora a nuestros principales hallazgos y conclusiones, que se basan en los datos contenidos en este informe: se ofrecen con la esperanza de que se puedan aprender lecciones para ayudar a evitar futuras catástrofes.

**·** Llegamos a la conclusión de que esta crisis financiera era evitable. La crisis fue el resultado de la acción y la omisión humanas, no de la Madre Naturaleza ni de los modelos computarizados que se volvieron locos. Los capitanes de las finanzas y los administradores públicos de nuestro sistema financiero ignoraron las advertencias y dejaron de cuestionar, entender, y manejar los riesgos crecientes dentro de un sistema esencial para el bienestar del público estadounidense. El suyo fue un gran error, no un tropiezo. Si bien los ciclos económicos no se pueden eliminar, una crisis de esta magnitud no tenía por qué haber ocurrido. Parafraseando a Shakespeare, la culpa no está en las estrellas, sino en nosotros mismos.

A pesar de la opinión de muchos en Wall Street y en Washington de que la crisis no se podía haber previsto o evitado, hubo señales de alarma. La tragedia es que fueron ignoradas o descartadas. Hubo una explosión en préstamos de alto riesgo y de bursatilización, un aumento insostenible en los precios de la vivienda, informes generalizados sobre graves prácticas crediticias depredadoras, aumentos impresionantes en el endeudamiento hipotecario familiar, y un crecimiento exponencial en las transacciones de las firmas financieras, los derivados no regulados, y de los mercados de crédito “repo” de corto plazo, entre muchas otras luces rojas. Sin embargo hubo una permisividad sistemática; se tomaron pocas acciones significativas para sofocar las amenazas de manera oportuna.

El principal ejemplo es la falla fundamental de la Reserva Federal para contener el flujo de hipotecas tóxicas, que se podría haber hecho mediante el establecimiento de normas prudentes de préstamos hipotecarios. La Reserva Federal era la entidad facultada para hacerlo, y no lo hizo. El registro de nuestra inspección está repleto de evidencias de otras fallas: las instituciones financieras crearon, compraron y vendieron títulos hipotecarios que nunca examinaron, no les importó examinar, o sabían que eran deficientes; las empresas dependían de decenas de miles de millones de dólares de préstamos que se tenían que renovar cada noche, respaldados en títulos hipotecarios de alto riesgo; y grandes compañías e inversionistas confiaron ciegamente en las agencias calificadoras como sus árbitros de riesgo. ¿Qué más se podría esperar en una autopista donde no había ni límites de velocidad ni líneas claramente pintadas?

**·** Llegamos a la conclusión de que las fallas generalizadas en la regulación financiera y la supervisión resultaron ser devastadoras para la estabilidad de los mercados financieros de la nación. Los centinelas no estaban en sus puestos, en no poca medida debido a la fe ampliamente aceptada en la naturaleza autocorrectora de los mercados y la capacidad de las instituciones financieras de vigilarse a sí mismas de modo efectivo. Más de 30 años de desregulación y confianza en la autoregulación de las instituciones financieras, defendida por el ex presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan y otros; apoyada por sucesivos gobiernos y Congresos, y activamente impulsada por la poderosa industria financiera en cada oportunidad, habían eliminado las medidas preventivas fundamentales que podían haber ayudado a evitar la catástrofe. Este enfoque había abierto huecos en la supervisión de áreas de importancia fundamental, con billones de dólares en riesgo, tales como el sistema bancario fantasma y el mercado extrabursátil (OTC) de derivados. Además, el gobierno permitió a las firmas financieras escoger a sus reguladores preferidos, en lo que llegó a ser una carrera por conseguir al supervisor más débil.

Sin embargo, no aceptamos la opinión de que los reguladores no estaban facultados para proteger al sistema financiero. Tenían suficiente poder en muchas plazas y optaron por no utilizarlo. Daremos sólo tres ejemplos: la Comisión de Valores y Bolsas (SEC, siglas en inglés) pudo haber solicitado más capital y detenido las prácticas riesgosas en los grandes bancos de inversión. No lo hizo. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York y otros reguladores pudieron haber tomado medidas drásticas contra los excesos de Citigroup en el período previo a la crisis. No lo hicieron. Los encargados de formular políticas y los reguladores pudieron haber detenido el tren desbocado de la bursatilización de hipotecas. No lo hicieron. En todos y cada uno de los casos, los reguladores continuaron calificando de sanas y sólidas a las instituciones a las que supervisaban, incluso frente a crecientes problemas, a menudo descalificándolas justo antes de su derrumbe. Y cuando los reguladores carecían de autoridad, la podrían haber procurado. Muy a menudo, les faltó la voluntad política -en un ambiente político e ideológico que la limitaba- y de la fortaleza para desafiar críticamente a las instituciones y al sistema entero que se les encomendó supervisar.

En muchos casos se produjeron cambios en el sistema regulador mientras los mercados financieros evolucionaban. Pero como el informe mostrará, la propia industria financiera desempeñó un papel clave en el debilitamiento de las restricciones regulatorias sobre instituciones, mercados y productos. No sorprendió a la Comisión el que una industria de tal riqueza y poder ejerciera presión sobre los encargados de formular las políticas y los reguladores. De 1999 a 2000, el sector financiero gastó $ 2.700 millones de dólares en gastos reportados de cabildeo federal; individuos y comités de acción política del sector sacaron más de $ 1.000 millones de dólares en contribuciones de campaña. Lo que nos preocupó fue la medida en que la nación se vio privada de la fuerza y la independencia necesarias en la supervisión necesaria para garantizar la estabilidad financiera.

**·**  Llegamos a la conclusión de que fallas impresionantes en la gestión empresarial y de minimización de riesgos en muchas instituciones financieras sistémicamente importantes fueron una causa decisiva de esta crisis. Existía la opinión de que los instintos de autoconservación al interior de las grandes firmas financieras las protegerían de tomar riesgos fatales, sin la necesidad de una mano reguladora firme, la cual, las empresas sostenían, podía reprimir la innovación. Muchas de estas instituciones actuaron temerariamente, asumiendo un riesgo muy elevado, con muy poco capital, y con una dependencia excesiva del financiamiento a corto plazo. En muchos aspectos, esto reflejaba un cambio fundamental en estas instituciones, en particular en los grandes bancos de inversión y en las compañías tenedoras bancarias, que centraron sus actividades cada vez más en transacciones riesgosas que producían enormes beneficios. Se expusieron enormemente al adquirir y suscribir a instituciones que hacían préstamos de alto riesgo, y al crear, empaquetar, reempaquetar y vender billones de dólares en títulos relacionados con hipotecas, incluidos productos financieros sintéticos. Como Ícaro, nunca temieron volar cada vez más cerca del Sol.

Muchas de estas instituciones crecieron agresivamente a través de estrategias de adquisición e integración mal ejecutadas que hicieron que la gestión eficaz resultara en un reto mayor. El director ejecutivo de Citigroup informó a la Comisión que una posición $ 40.000 millones de dólares en títulos hipotecarios de alta calificación “de ningún llamó mi atención”, y el codirector del banco de inversiones de Citigroup dijo que dedicó “una pequeña fracción de 1%” de su tiempo a dichos valores. En este caso, demasiado grande para quebrar significaba demasiado grande para manejarlo.

Las instituciones financieras y las agencias de calificación crediticia adoptaron modelos matemáticos como predictores confiables de riesgo, reemplazando el criterio en demasiados casos. Muy a menudo, la gestión de minimización del riesgo se convirtió en justificación del riesgo.

Los sistemas de compensación -diseñados en un entorno de dinero barato, intensa competencia y regulación leve- con demasiada frecuencia recompensaron la transacción rápida, la ganancia a corto plazo, sin la debida consideración de las consecuencias a largo plazo. A menudo, esos sistemas alentaron la “gran apuesta”, donde el beneficio podría ser enorme y el inconveniente limitado. Este fue el caso a todos los niveles, desde las salas de consejo corporativas hasta los corredores hipotecarios en la calle.

Nuestra inspección reveló casos impresionantes de anomalías en la gestión e irresponsabilidad. Se podrá leer, entre otras cosas, sobre la ignorancia de los directivos de AIG sobre los términos y riesgos de la exposición de la compañía por $ 79.000 millones de dólares en derivados con títulos relacionados con hipotecas; la búsqueda de Fannie Mae de mayor participación en el mercado, ganancias y bonificaciones, que la llevaron a intensificar su exposición a préstamos y títulos riesgosos cuando el mercado inmobiliario estaba en su apogeo; y la costosa sorpresa cuando la alta gerencia de Merrill Lynch se dio cuenta de que la compañía poseía $ 55.000 millones en títulos relacionados con hipotecas “súper-senior”, supuestamente “súper seguras”, que resultaron en miles de millones de dólares en pérdidas.

**·** Llegamos a la conclusión de que la combinación de un excesivo endeudamiento, inversiones arriesgadas y falta de transparencia puso al sistema financiero en rumbo a un encontronazo con la crisis. Es patente que esta vulnerabilidad se relaciona con deficiencias en la gestión empresarial y en la regulación, pero es en sí mismo suficientemente significativo para justificar nuestra atención aquí.

En los años previos a la crisis, muchas instituciones financieras, así como también muchos hogares, se endeudaron hasta el cuello, dejándolos vulnerables a las dificultades financieras o la ruina, si el valor de sus inversiones disminuía incluso ligeramente. Por ejemplo, a partir del 2007, los cinco principales bancos de inversión -Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley- operaban con un capital extraordinariamente escaso. De acuerdo a una medición, su proporción de apalancamiento llegó a 40 a 1, lo que significa que por cada $ 40 en activos, sólo había $ 1 en capital para cubrir las pérdidas. Una caída de menos de 3% en el valor de los activos podría hacer desaparecer una empresa. Para empeorar las cosas, gran parte de su endeudamiento era a corto plazo, en el mercado de 24 horas, es decir, el endeudamiento tenía que renovarse todos los días. Por ejemplo, a finales del 2007, Bear Stearns tenía $ 11.800 millones de dólares en capital acumulado y $ 383.600 millones en pasivos, y estaba contrayendo préstamos de hasta $ 70.000 millones en el mercado de un día para otro. Era el equivalente a un pequeño negocio con $ 50.000 en capital, tomando préstamos de $ 1,6 millones, con $ 296.750 pagaderos cada día. Uno no se puede preguntar realmente “¿en qué estaban pensando?”, cuando al parecer demasiados de ellos estaban pensando en lo mismo.

Y a menudo se ocultaba el apalancamiento, en instrumentos derivados, financiamiento no contabilizado en los balances, y a través de “retocar” los informes financieros a disposición del público inversionista.

Los reyes del apalancamiento fueron Fannie Mae y Freddie Mac, las dos gigantes empresas patrocinadas por el gobierno (GSE, por siglas en inglés). Por ejemplo, a finales de 2007, la tasa de apalancamiento combinada de Fannie y Freddie, incluidos los préstamos que estas poseían y garantizaban, se situó en 75 a 1.

Pero las firmas financieras no estaban solas en la ola de endeudamiento: del 2001 al 2007, la deuda hipotecaria nacional casi se duplicó, y el importe de la deuda hipotecaria por hogar se incrementó más de 63%, de $ 91.500 a $ 149.500 dólares, mientras que los salarios permanecían estancados. Cuando golpeó la recesión inmobiliaria, el golpe contundente lo recibieron por igual las familias y las compañías financieras muy endeudadas.

La pesada deuda asumida por algunas instituciones financieras se vio agravada por los activos de riesgo que habían estado adquiriendo con esa deuda. Mientras que los mercados hipotecarios y de bienes raíces producían en masa títulos y préstamos más y más riesgosos, muchas instituciones financieras se cargaron de ellos. Para finales del 2007, Lehman había amasado $ 111.000 millones en títulos y propiedades de inmuebles comerciales y residenciales, lo cual es casi el doble de lo que poseía tan sólo dos años antes, y más de cuatro veces su capital total. Y de nuevo, el riesgo no lo tomaban sólo las grandes firmas financieras, sino también las familias. Cerca de uno de cada 10 deudores de hipotecas en 2005 y 2006, tomaron préstamos de mensualidad variable (llamada “opción ARM” en inglés) que significaba que podían optar por hacer pagos tan bajos que su saldo hipotecario se incrementaba cada mes.

Dentro del sistema financiero, los peligros de esta deuda se magnificaron debido a que no se requería transparencia ni se deseaba. El enorme endeudamiento de corto plazo, junto con las obligaciones no vistas por otros en el mercado, aumentaron las posibilidades de que el sistema se desbaratara rápidamente. En la primera parte del siglo 20 construimos una serie de protecciones -la Reserva Federal como prestamista de último recurso, el seguro federal de depósitos, regulaciones amplias- para tener un bastión contra los pánicos que habían asolado regularmente al sistema bancario norteamericano en el siglo 19. Sin embargo, en los últimos 30 años y pico, hemos permitido el crecimiento de un sistema bancario fantasma -turbio y cargado de deuda a corto plazo- que rivaliza en tamaño con el sistema bancario tradicional. Los componentes clave del mercado -por ejemplo, el multibillonario mercado de préstamos “repo”, entidades que no presentan balances públicos, y el uso de derivados extrabursátiles (OTC)- se ocultaron a la vista, sin las protecciones que habíamos construido para evitar debacles financieras. Teníamos un sistema financiero del siglo 21 con salvaguardas del siglo 19.

Cuando los mercados inmobiliario e hipotecario cayeron en picada, la falta de transparencia, las cargas extraordinarias de deuda, los préstamos a corto plazo y los activos de riesgo pasaron factura. El resultado fue el pánico. Habíamos cosechado lo que habíamos sembrado.

**·**  Llegamos a la conclusión de que el gobierno estaba mal preparado para la crisis, y su respuesta inconsistente contribuyó a la incertidumbre y al pánico en los mercados financieros. Como parte de nuestras obligaciones, resultó apropiado examinar las medidas adoptadas por el gobierno en respuesta a la crisis en pleno desarrollo, y no sólo a las medidas o acciones que la precedieron, para determinar si alguna de esas respuestas contribuyó a la crisis o la agravó.

Como muestra nuestro informe, los principales encargados de formular políticas -el Departamento del Tesoro, la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York- que estaban mejor colocados para vigilar nuestros mercados, no estaban preparados para los acontecimientos del 2007 y 2008. Otros organismos también estaban en desventaja. Estos se vieron obstaculizados debido a que no tenían una idea clara del sistema financiero que se les encargó supervisar, especialmente en lo que este se había convertido en los años previos a la crisis. Esto se debió en gran medida a la falta de transparencia en los mercados principales. Pensaban que el riesgo se había diversificado, cuando en realidad, se había concentrado. Una y otra vez, desde la primavera de 2007 en adelante, los encargados de formular políticas y los reguladores fueron tomados por sorpresa cuando el contagio se extendió, respondiendo sobre la marcha con programas específicos para tapar la fractura del dique con los dedos. No hubo un plan integral y estratégico para la contención, debido a que no tenían una comprensión cabal de los riesgos y las interconexiones de los mercados financieros. Algunos reguladores han reconocido este error. Permitimos que el sistema corriera más rápido que nuestra capacidad para protegerlo.

Si bien hubo cierta conciencia, o por lo menos debate acerca de la burbuja inmobiliaria, del expediente se desprende que los altos funcionarios públicos no reconocieron que un estallido de la burbuja podría poner en peligro a todo el sistema financiero. En el transcurso del verano de 2007, tanto el jefe de la Reserva Federal, Ben Bernanke, como el secretario del Tesoro, Henry Paulson, garantizaron públicamente que las turbulencias en los mercados de hipotecas de alto riesgo se podrían contener. Cuando los fondos de cobertura de Bear Stearns, que se habían invertido enormemente en valores relacionados con hipotecas, implosionaron en junio del 2007, la Reserva Federal analizó las implicaciones del derrumbe. A pesar de que otros muchos fondos estaban expuestos a los mismos riesgos que los fondos de cobertura, se pensó que los fondos de Bear Stearns eran “relativamente únicos”. Días antes del colapso de Bear Stearns en marzo del 2008, el presidente de la SEC, Christopher Cox, expresó su “alivio respecto a las reservas de capital” en los grandes bancos de inversión. No fue sino hasta agosto del 2008, pocas semanas antes de la adquisición de Fannie Mae y Freddie Mac por parte del gobierno, que el Departamento del Tesoro entendió la extensión plena de las graves condiciones financieras de estas dos instituciones. Y justo un mes antes del derrumbe de Lehman, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York todavía estaba buscando información sobre la exposición creada por los más de 900.000 contratos de derivados de Lehman.

Además, el manejo inconsistente de las principales instituciones financieras durante la crisis por parte del gobierno -la decisión de rescatar a Bear Stearns y después de colocar a Fannie Mae y Freddie Mac bajo tutela, seguido de su decisión de no salvar a Lehman Brothers y después salvar a AIG- aumentó la incertidumbre y el pánico en el mercado.

Al hacer estas observaciones, respetamos y apreciamos profundamente los esfuerzos realizados por el secretario Paulson, el presidente de la Fed Bernanke, y Timothy Geithner, entonces presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York y ahora secretario del Tesoro, y de muchos otros que trabajaron para estabilizar nuestro sistema financiero y nuestra economía en la más caótica y difícil de las circunstancias.

**·**  Llegamos a la conclusión de que hubo un colapso sistémico en la obligación de dar cuentas y en la ética. La integridad de nuestros mercados financieros y la confianza del público en esos mercados son esenciales para el bienestar económico de nuestra nación. La solidez y la prosperidad sostenida del sistema financiero y nuestra economía se basan en los conceptos de trato justo, responsabilidad y transparencia. En nuestra economía, se espera que las empresas y los individuos obtengan ganancias, al mismo tiempo que producen productos y servicios de calidad, y se comporten correctamente.

Desafortunadamente -como ha ocurrido en los auges y descalabros especulativos pasados- hemos sido testigos de una erosión de las normas de responsabilidad y ética que ha exacerbado la crisis financiera. Esto no fue generalizado, pero estas infracciones se extendían desde la base hasta las salas ejecutivas. Estas infracciones no sólo produjeron importantes consecuencias financieras, sino también el daño en la confianza de los inversionistas, las empresas y el público en el sistema financiero.

Por ejemplo, nuestra investigación encontró que, según una estimación, el porcentaje de deudores que cayeron en incumplimiento de sus hipotecas en sólo cuestión de meses después de tomar un préstamo, casi se duplicó desde el verano del 2006 hasta finales de 2007. Estos datos indican que ellos probablemente sacaron hipotecas que nunca tuvieron la capacidad o la intención de pagar. Se podrá leer acerca de los corredores hipotecarios a los que los prestamistas pagaban “primas de margen de rendimiento” por colocar a los prestatarios en préstamos de más altos costos, de modo que los prestamistas pudieran obtener mayores ganancias, a menudo nunca revelado a los prestatarios. El informe cataloga la creciente incidencia de fraudes hipotecarios, que florecieron en un ambiente de hundimiento de las normas de crédito y regulación laxa. El número de informes de actividad sospechosa -informes de posibles delitos financieros presentados por los bancos de depósito y sus filiales- relacionados con fraudes hipotecarios creció 20 veces entre 1996 y 2005 y luego en más del doble entre 2005 y 2009. Un estudio coloca las pérdidas por fraude en préstamos hipotecarios entre 2005 y 2007 en $ 112.000 millones de dólares.

Los prestamistas hicieron préstamos que sabían que los deudores no podían pagar y que podrían causar enormes pérdidas a los inversionistas en títulos hipotecarios. Ya en septiembre del 2004, ejecutivos de Countrywide reconocieron que muchos de los préstamos que ellos estaban generando podrían dar lugar a “consecuencias catastróficas”. Menos de un año más tarde, observaron que ciertos préstamos de alto riesgo que estaban haciendo podrían resultar no sólo en embargos hipotecarias, sino también en “catástrofe financiera y de reputación” para la empresa. Pero no se detuvieron.

Y el informe documenta que las principales instituciones financieras hicieron muestras ineficientes de los préstamos que compraban para empaquetarlos y vender a los inversionistas. Ellos sabían que un porcentaje significativo de los préstamos muestreados no cumplía con sus propios criterios de evaluación de riesgos ni de los que originaron los préstamos. Sin embargo, vendieron esos títulos a los inversionistas. La revisión de la Comisión de muchos folletos proporcionados a los inversionistas encontró que esta información no era pública.

**Estas Conclusiones** se deben considerar en el contexto de la naturaleza humana y la responsabilidad individual y social. Primero, achacar esta crisis a defectos mortales como la codicia y la arrogancia sería simplista. Lo pertinente en esta crisis fue no haber tomado en cuenta la debilidad humana.

Segundo, consideramos contundentemente que la crisis fue el resultado de errores humanos, errores de juicio, y transgresiones que dieron lugar a fallas sistémicas por las que nuestra nación ha pagado muy caro. Al leer este informe, se verá que empresas específicas e individuos actuaron de modo irresponsable. Sin embargo, una crisis de esta magnitud no puede ser obra de unos cuantos malhechores, y ese no fue el caso. Al mismo tiempo, la amplitud de esta crisis no significa que “todo el mundo tiene la culpa”; muchas empresas e individuos no participaron en los excesos que engendraron el desastre.

Sí fincamos especial responsabilidad en los dirigentes públicos encargados de la protección de nuestro sistema financiero, los encargados de dirigir nuestros organismos reguladores, y los directores ejecutivos de las empresas cuyas bancarrotas nos llevaron a la crisis. Estos individuos procuraron y aceptaron puestos de gran responsabilidad y compromiso. La actitud de los altos mandos sí importa, y en este caso, nos defraudaron. Ninguno dijo “no”.

Pero como nación, también debemos aceptar la responsabilidad por lo que permitimos que sucediera. Colectivamente, pero ciertamente no de forma unánime, consentimos o adoptamos un sistema, un conjunto de directrices y acciones, que dieron origen a nuestra situación actual.

\* \* \*

**Este Informe describe los acontecimientos** y el sistema que propulsó a nuestra nación hacia la crisis. La compleja maquinaria de nuestros mercados financieros tiene muchos engranajes esenciales, algunos de los cuales jugaron un papel fundamental cuando se desenvolvió la crisis y se profundizó. Aquí presentamos nuestras conclusiones sobre componentes específicos del sistema que creemos que han contribuido significativamente al desplome financiero.

**·** Llegamos a la conclusión de que el derrumbe de las normas para préstamo hipotecario y los conductos de la bursatilización de las hipotecas encendieron y esparcieron la llama del contagio de la crisis. Cuando cayeron los precios de las viviendas y los deudores de las hipotecas entraron en incumplimiento, las luces empezaron a debilitarse en Wall Street. Este informe cataloga la corrosión de las normas para préstamos hipotecarios y los conductos de la bursatilización que transportó hipotecas tóxicas de los vecindarios de un extremo a otro de los Estados Unidos a los inversionistas de todo el mundo.

Muchos prestamistas hipotecarios fijaron el tope tan bajo que simplemente basaron las calificaciones de ansiosos aspirantes a crédito en la fe, a menudo sin tomar en cuenta para nada la capacidad de pago de los aspirantes. Cerca de un cuarto de todas las hipotecas creadas en la primera mitad de 2005 fueron préstamos que abonaban sólo intereses. Durante el mismo año, 68% de los préstamos de abono variable (“opción ARM”) originados por Countrywide y Washington Mutual tenían como requisitos poca o ninguna documentación.

Estas pautas no eran secretas. En tanto que se volvía más común la práctica de otorgar créditos irresponsablemente, incluyendo prácticas depredadoras y fraudulentas, la Reserva Federal y otros organismos reguladores y autoridades escucharon advertencias provenientes de muchos círculos. Sin embargo la Reserva Federal descuidó su misión de “asegurar la seguridad y solidez del sistema bancario y financiero de la nación, y proteger los derechos crediticios de los consumidores”. No construyó el muro de contención antes de que fuera demasiado tarde. Y la Contraloría de la Moneda y la Dirección de Supervisión de Entidades de Ahorro y Préstamo (Office of Thrift Supervision, OTS), al verse envueltas en luchas internas por el control, obstaculizaron a los reguladores estatales el refrenar los abusos.

Aunque muchas de estas hipotecas se mantuvieron en los libros de los bancos, la mayor parte del dinero vino de inversionistas de todo el mundo que pedían a gritos meter su dinero en los recién creados títulos relacionados con hipotecas. A las instituciones financieras, los inversionistas y a los reguladores por igual les parecía que se había conquistado el riesgo: los inversionistas poseían títulos con altas calificaciones que pensaban que era seguro que iban a dar rendimientos; los bancos pensaban que habían sacado de sus libros los créditos más riesgosos; y los reguladores veían que las compañías obtenían ganancias y que los costos de los créditos se habían reducido. Pero cada paso en el conducto de la bursatilización de las hipotecas dependía del siguiente paso para permitir que continuara la demanda. De los especuladores que aventaban casas a los corredores hipotecarios que exploraban los créditos, a los prestamistas que emitían las hipotecas, a las compañías financieras que creaban los títulos relacionados con hipotecas, las obligaciones con colateral (CDO, por sus siglas en inglés), los CDO al cuadrado y los CDO sintéticos: nadie en este conducto de hipotecas tóxicas tenía suficiente que perder. Todos ellos creían que le podían descargar los riesgos al instante a la siguiente persona en la línea. Se equivocaban. Cuando los deudores dejaron de hacer sus pagos hipotecarios, las pérdidas -amplificadas por los derivados- se diseminaron rápidamente por todo el conducto. Al final, resultó que esas pérdidas se concentraron en un conjunto de instituciones financieras sistémicamente importantes.

Al final, el sistema que creó tan eficientemente millones de hipotecas, ha resultado ser muy difícil de desenrollar. Su complejidad ha creado barreras para modificar las hipotecas de modo que las familias puedan permanecer en sus hogares, y ha creado más incertidumbre sobre la fortaleza del mercado inmobiliario y las instituciones financieras.

**·** Llegamos a la conclusión de que los derivados extrabursátiles (OTC) contribuyeron significativamente a esta crisis. La promulgación en el año 2000 de la legislación para prohibir la regulación de los derivados fuera del ámbito bursátil (OTC) tanto por el gobierno federal como por los gobiernos estatales, fue un momento crucial en el rumbo hacia la crisis financiera.

Desde las compañías financieras hasta las empresas, los agricultores y los inversionistas, han empleado los derivados para compensar, o para especular, con los cambios en los precios, tasas o índices, o incluso acontecimientos tales como incumplimientos potenciales de las deudas. Sin embargo, sin ninguna supervisión, los derivados OTC se dispararon fuera de control y fuera de visibilidad, creciendo hasta los $ 673 billones de dólares a nivel nacional. Este informe explica el apalancamiento sin control; la falta de transparencia, de requerimientos de capital y de garantías; especulación; interconexiones entre compañías; y concentraciones de riesgo en este mercado.

Los derivados OTC contribuyeron a la crisis en tres formas importantes. Primero, un tipo de derivado -la permuta de incumplimiento crediticio (CDS)- alimentó el conducto de la bursatilización de las hipotecas. Se vendieron CDS a los inversionistas para protegerse en contra del incumplimiento o la baja en el valor de los títulos relacionados con hipotecas respaldados en créditos riesgosos. Las compañías vendieron protección -de alrededor de $ 79.000 millones, en el caso de AIG- a los que invertían en estos modernos títulos hipotecarios, ayudando a lanzar y expandir el mercado, y, a su vez, a alimentar más la burbuja inmobiliaria.

Segundo, los CDS fueron esenciales para la creación de los CDO sintéticos. Estos CDO sintéticos eran simples apuestas sobre el rendimiento de los títulos relacionados con hipotecas reales. Los CDO amplificaron las pérdidas del desplome de la burbuja inmobiliaria al permitir múltiples apuestas sobre los mismos títulos, y ayudaron a esparcirlos por todo el sistema financiero. Tan sólo Goldman Sachs empaquetó y vendió $ 73.000 millones de dólares en CDO sintéticos del 1° de julio del 2004 al 31 de mayo del 2007. CDO sintéticos creados por Goldman se referían a más de 3.400 títulos hipotecarios, y 610 de ellos eran referidos por lo menos dos veces, sin contar cuántas veces se podía haber hecho referencia a esos títulos en CDO sintéticos creados por otras compañías.

Finalmente, cuando la burbuja inmobiliaria reventó y a esto siguió la crisis, los derivados estaban en el centro de la tormenta. AIG, a la que no se le había pedido que apartara reservas de capital como un colchón para proteger lo que estaba vendiendo, fue rescatada cuando no pudo cumplir con sus obligaciones. Finalmente, el gobierno asignó más de $ 180.000 millones de dólares debido a preocupaciones de que el derrumbe de AIG dispararía pérdidas en cascada por todo el sistema financiero mundial. Además, la existencia de millones de contratos de derivados de todos tipos entre instituciones financieras sistémicamente importantes -no vistos ni conocidos en este mercado no regulado- contribuyó a la incertidumbre e intensificó el pánico, ayudando a precipitar la ayuda del gobierno a esas instituciones.

**·** Llegamos a la conclusión de que las fallas de las agencias calificadoras de crédito fueron piezas esenciales en el engranaje de la destrucción financiera. Las tres agencias calificadoras de crédito fueron habilitadoras decisivas de la desintegración financiera. Los títulos relacionados con hipotecas que estaban en el centro de la crisis, no se podrían haber comercializados ni vendidos sin su sello de aprobación. Los inversionistas confiaban en ellas, a menudo ciegamente. En algunos casos, se les obligó a emplearlas, o las normas de regulación de capital dependían de ellas. La crisis no podría haber sucedido sin las agencias calificadoras. Sus calificaciones ayudaron a que el mercado creciera vertiginosamente, y sus descalificaciones durante el 2007 y el 2008 hicieron estragos en todos los mercados y compañías. En nuestro informe se leerá sobre los desgloses de Moody’s, examinados por la Comisión como un estudio ejemplar. Del 2000 al 2007, Moody’s calificó como triple A cerca de 45.000 títulos relacionados con hipotecas. Esto se compara con seis compañías del sector privado en Estados Unidos que lograron esta codiciada calificación a principios del 2010. Tan solo en el 2006, Moody’s puso su sello de aprobación triple A en 30 títulos relacionados con hipotecas cada día hábil. Los resultados fueron desastrosos: 83% de los títulos hipotecarios calificados como triple A ese año, al final fueron descalificados.

También se leerá sobre las fuerzas que operaban detrás de los desgloses en Moody’s, como los modelos de computadora viciados, la presión de las compañías financieras que pagaban por las calificaciones, la incesante búsqueda de la participación en el mercado, la falta de recursos para hacer el trabajo a pesar de las ganancias récord, y la ausencia de una supervisión pública significativa. Y se verá que sin la participación activa de las agencias calificadoras, el mercado de los títulos relacionados con hipotecas no podría haber sido lo que llegó a ser.

\* \* \*

**Hay muchas versiones contradictorias** sobre las causas de esta crisis. A este respecto, la Comisión se ha esforzado por abordar las preguntas clave que se nos plantearon. Aquí discutimos tres: disponibilidad de capital y liquidez excedente, el papel de Fannie Mae y Freddie Mac (las empresas patrocinadas por el gobierno), y la política de vivienda del gobierno.

Primero, sobre el asunto de liquidez excedente: En nuestro informe, esbozamos las políticas monetarias y los flujos de capital durante los años que antecedieron a la crisis. Bajas tasas de interés, capital disponible ampliamente e inversionistas internacionales en busca de poner su dinero en activos de bienes raíces en Estados Unidos, fueron prerrequisitos para la creación de una burbuja crediticia. Esas condiciones crearon mayores riesgos, que los participantes en el mercado debieron haber reconocido, así como los formuladores de políticas y los reguladores. Sin embargo, la conclusión de la Comisión es que la liquidez excedente no es necesario que cause una crisis. Fueron las fallas esbozadas arriba -incluyendo el no refrenar de forma efectiva los excesos en los mercados hipotecarios y financieros- las causas principales de esta crisis. De hecho, la disponibilidad de capital a buen precio -tanto exterior como interno- es una oportunidad para la expansión económica y el crecimiento si se estimula que fluya en direcciones productivas.

Segundo, examinamos el papel de las empresas patrocinadas por el gobierno, y la Comisión tomó el caso de Fannie Mae como ejemplo para su estudio en esta área. Estas empresas patrocinadas por el gobierno tenían un modelo de negocio profundamente defectuoso como empresas que cotizan en bolsa con el apoyo implícito y los subsidios del gobierno federal y con una misión pública. Su exposición de $ 5 billones a hipotecas y su posición en el mercado fueron importantes. En 2005 y 2006, decidieron incrementar su compra y garantía de hipotecas riesgosas, justo cuando el mercado inmobiliario estaba llegando a su apogeo. Por décadas usaron su poder político para protegerse de la regulación efectiva y la supervisión, gastando $ 164 millones de dólares en cabildeo de 1999 a 2008. Se vieron afectadas por muchas de las mismas fallas de manejo empresarial y minimización de riesgos que la Comisión descubrió en muchas otras compañías financieras. Para el tercer trimestre del 2010, el Departamento del Tesoro había suministrado $ 151.000 millones de dólares en ayuda financiera para mantenerlas a flote.

Concluimos que estas dos entidades contribuyeron a la crisis, pero no fueron una causa principal. En gran medida, los títulos hipotecarios de estas empresas patrocinadas por el gobierno esencialmente mantuvieron su valor a lo largo de la crisis, y no contribuyeron a las importantes pérdidas de las compañías financieras que jugaron un papel central para la crisis financiera.

Estas empresas patrocinadas por el gobierno participaron en la expansión de las hipotecas de alto riesgo y otras similares, pero más bien siguieron, y no condujeron a Wall Street y otras entidades de crédito en la fiebre por el oro de los tontos. Compraron los títulos respaldados en hipotecas (MBS) mejor calificados no pertenecientes a las empresas patrocinadas por el gobierno, y su participación en este mercado añadió helio a la burbuja inmobiliaria, pero esas adquisiciones nunca representaron una mayoría en el mercado. Esas adquisiciones representaron 10,5% de los títulos respaldados en hipotecas no pertenecientes a las empresas patrocinadas por el gobierno en el 2001, llegando hasta el 40% de la participación en el 2004, y retrocediendo hasta el 28% para el 2008. Relajaron sus criterios de subscripción de títulos para adquirir o garantizar préstamos y títulos afines más riesgosos para satisfacer las expectativas de crecimiento de los analistas de la bolsa de valores y los inversionistas, para recuperar la participación en el mercado, y para asegurar una compensación generosa para sus ejecutivos y empleados, justificando sus actividades en la amplia y continua política pública de apoyo a la propiedad de vivienda.

La Comisión también investigó el desempeño de los créditos comprados o garantizados por Fannie y Freddie. Aunque estos generaron pérdidas considerables, la tasa de morosidad para los créditos de las empresas patrocinadas por el gobierno fue considerablemente menor que en los créditos titulizados por otras compañías financieras. Por ejemplo, datos compilados por la Comisión para un subconjunto de prestatarios con similar calificación crediticia -calificación por debajo de 660- muestran que para finales de 2008, las hipotecas pertenecientes a las empresas patrocinadas por el gobierno tenían mucho menos probabilidad de ser seriamente morosas que las hipotecas bursatilizadas de las empresas no patrocinadas por el gobierno: 6,2% vs. 28,3%.

También estudiamos a detalle cómo las metas de vivienda accesible para las empresas patrocinadas por el gobierno fijadas por el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano de EU (HUD, por sus siglas en inglés) afectaron su inversión en hipotecas de riesgo. Basados en la evidencia y las entrevistas con docenas de individuos involucrados en este ramo, determinamos que esas metas contribuyeron sólo marginalmente a la participación de Fannie y Freddie en esas hipotecas.

Finalmente, respecto a si las políticas gubernamentales de vivienda fueron una causa primordial de la crisis: Por décadas, la política gubernamental ha estimulado la propiedad de vivienda a través de un conjunto de iniciativas, programas de asistencia y disposiciones. Estas políticas fueron implementadas y promovidas por varios gobiernos y congresos; de hecho, tanto el presidente Bill Clinton como el presidente George W. Bush establecieron metas agresivas para incrementar la propiedad de vivienda.

Al llevar a cabo nuestra investigación, echamos una cuidadosa ojeada a las metas de vivienda accesible del HUD, anteriormente citadas, y a la Ley de Reinversión Comunitaria (CRA, en inglés). La CRA se promulgó en 1977 para combatir el “redlining” por parte de los bancos, la práctica de negar créditos a individuos y negocios en ciertos vecindarios sin considerar su capacidad crediticia.

La CRA exige a bancos y entidades de ahorro y préstamo dar crédito, invertir y proporcionar servicios consistentes con la seguridad y solidez de los bancos a las comunidades de las que toman depósitos.

La Comisión concluye que la CRA no fue un factor significativo en los créditos de alto riesgo o en la crisis. Muchas entidades crediticias de alto riesgo no estaban sujetas a la CRA. La investigación indica que sólo el 6% de los créditos de alto costo -un indicador de los créditos de alto riesgo- tenía alguna conexión con la ley. Los créditos hechos por entidades crediticias reguladas por la CRA en los vecindarios en los que se les exigió prestar, tenían la mitad de probabilidad de caer en incumplimiento que los créditos similares emitidos en los mismos vecindarios por creadores independientes de hipotecas no sujetos a la ley.

Sin embargo, hacemos la siguiente observación sobre las políticas de vivienda del gobierno: fallaron en este sentido. Como nación, establecimos metas ambiciosas de vivienda con el deseo de extender crédito a familias a quienes previamente se había negado el acceso a los mercados financieros. Sin embargo el gobierno no pudo asegurar que la filosofía de la oportunidad correspondía con las realidades prácticas en el terreno. Se observa de nuevo la falla de la Reserva Federal y otros reguladores de no refrenar los préstamos irresponsables. La propiedad de vivienda alcanzó su punto máximo en la primavera del 2004, y después empezó a declinar. De ese momento en adelante, hablar de oportunidad estaba trágicamente en desacuerdo con la realidad de un desastre financiero en ciernes.

\* \* \*

**Cuando esta Comisión** empezó su trabajo, hace 18 meses, algunos creyeron que los acontecimientos del 2008 y sus consecuencias habrían quedado muy atrás para el momento en que publicáramos este informe. Sin embargo, más de dos años después de que el gobierno federal intervino de una forma sin precedentes en nuestros mercados financieros, nuestro país aún se halla luchando con las secuelas de la calamidad. Nuestro sistema financiero está, en muchos aspectos, sin cambio alguno respecto a lo que existía la víspera de la crisis. De hecho, tras la crisis, el sector financiero de Estados Unidos está más concentrado que nunca en las manos de unas cuantas grandes instituciones, sistemáticamente importantes.

Fuente: <http://larouchepub.com/spanish/other_articles/2011/fcic_report_excerpts.html>

Nota: En la **Parte II** de este Paper se presenta el “análisis crítico” de la crisis financiera en el período 2011-2014 (primer semestre), realizado en base al estudio de los informes económicos del Fondo Monetario Internacional y del Banco de Pagos Internacionales.