

Pablo Alonso González
 Universidad de Alcalá

La tormenta casi perfecta

Siempre que ocurre una situación extraordinariamente inusual y de efectos negativos no podemos dejar de preguntarnos por las causas que la desataron. ¿Acaso no había ningún indicio que pudiera permitir anticipar lo que aconteció? ¿O tal vez la situación era tan rara que era materialmente imposible de prever? En el caso que nos ocupa hay que decir que efectivamente, con la teoría económica en la mano, podíamos apostar por que algo no iba bien. En concreto, tanta liquidez y durante tanto tiempo no hacía presagiar nada agradable. El fantasma de la inflación volvía a asomar por nuestro horizonte. ¿Quiere esto decir que todo lo ocurrido era previsible? Ni mucho menos. El dinero abundante haría referencia a las condiciones de entorno, el caldo de cultivo, pero no al o a los detonantes de la tragedia. Para encontrar estos últimos hay que buscar entre otros factores algo más alejados de la teoría macroeconómica, como son las decisiones políticas que no tienen en cuenta los costes de cualquier medida, las normativas, no por escasas sino por inadecuadas, la ingeniería financiera con su cada vez mayor grado de complejidad y, por tanto, de incompreensión para una mayoría que no se resiste a usarla y, finalmente, el comportamiento humano, ese homo economicus que busca el máximo beneficio a cualquier pre-

cio. La combinación simultánea de todos estos elementos son los que han obrado la pesadilla de situar al mundo desarrollado al borde del abismo. Por ello, conviene detenerse un poco en entender cómo ha contribuido cada una de las piezas en hacer posible una crisis de una virulencia tal que resultaba a priori difícilmente imaginable.

Las causas

¿Dónde empezó? Todos los analistas apuntan hacia el mercado hipotecario americano, más concretamente al segmento subprime, como el causante de la situación de caos vivida en los mercados financieros durante 2008. La crisis comienza en 2006 con la explosión de la burbuja inmobiliaria y las altas tasas de impago en los segmentos subprime y de ARM (*adjustable rate mortgages* o hipotecas a tipo variable). El mecanismo es sencillo: en los años anteriores, la combinación de políticas crediticias poco exigentes, facilidades para tomar préstamos en los que los periodos iniciales eran tremendamente llevaderos -generalmente con carencia- y una expectativa de crecimiento continuado en el precio de las viviendas, fomentaron el crecimiento del endeudamiento hipotecario con la esperanza de que los prestatarios podrían refi-

nanciar continuamente sus deudas en condiciones cada vez mejores. Sin embargo, a medida que fueron aumentando los tipos de interés junto con un suave caída en el precio de la vivienda durante 2006-2007 hizo que esa pretendida refinanciación indefinida se hiciera cada vez más difícil, con lo que los impagos comenzaron a proliferar, proceso que se acentúa a medida que se van acabando los periodos iniciales del préstamo, caracterizados por pagos reducidos, junto con las revisiones de los ARM, que son cada vez más onerosas.

Para entender mejor de lo que estamos hablando, conviene precisar ciertos extremos. Las hipotecas subprime son aquellas concedidas a personas que, dados su nivel de renta, historial crediticio y situación laboral, jamás se les habría concedido. Para hacernos una idea del mercado creado, en la primavera de 2007 había algo más de 7,5 millones de primeras hipotecas de esta clase, con un importe asociado de 1,3 billones de dólares (es decir, un importe medio cercano a los 175.000 dólares), de los cuales, el 65% lo era a tipo variable. Sus tasas de impago fueron creciendo desde el 16% en el otoño del 2007 hasta el 25% en la primavera del 2008. No es un segmento desdéniable, pues el conjunto del mercado hipotecario americano se sitúa en niveles cercanos a los 12 billones de dólares.

ESPACIO ACTUARIAL

La cuestión clave está en saber cómo se llegó a semejante desaguisado. Existen múltiples factores que hicieron posible no sólo llegar hasta ahí, sino que acabase siendo una pesadilla a nivel mundial y que nos haya conducido a la situación actual. Podrían citarse los siguientes:

a) Políticas de vivienda seguidas en los EEUU. El auténtico origen del proceso hay que buscarlo en el deseo de la Administración Clinton de elevar el porcentaje de propietarios dentro de la sociedad americana, especialmente dentro de los grupos minoritarios. Así, entre 1993 y 1997, el secretario de Vivienda y Desarrollo Urbano (HUD por sus siglas en inglés), Henry Gabriel Cisneros, relajó las restricciones que los compradores de primera vivienda sufrían para lograr un préstamo hipotecario, de modo que pudieran acceder a un mercado que, de otra forma, jamás hubieran hecho. En concreto, las dos grandes agencias gubernamentales Freddie Mac y Fannie Mae (nombres por los que se conoce a Federal Home Loan Mortgage Corporation -FHLMC- y Federal National Mortgage Association -FNMA-, respectivamente. Ambas son lo que se conocen como GSE o Government Sponsored Enterprise) comenzaron a recibir financiación para adquirir títulos hipotecarios respaldados por préstamos a individuos con rentas bajas. Habían nacido los títulos subprime, los cuales fueron creciendo a tasas cercanas al 25% anual de forma ininterrumpida durante 12 años. En 1996, el HUD impuso a ambas GSE que al menos el 42% de los préstamos fueran concedidos a individuos con una renta inferior a la media de la zona geográfica en la que habitan. Estos porcentajes fueron subiendo hasta el 52% en 2005. Además de esta medida, el HUD les impuso que el 12% de su cartera crediticia estuviera compuesta por préstamos a personas con rentas entre el 50% y el 60% de la media. Este porcentaje fue elevándose hasta llegar al 28% en 2008, de forma que, en ese momento, el 80% de los nuevos préstamos concedidos por las GSE lo eran a personas que no superaban

el 60% de la renta media de su zona. Obviamente, la única forma de lograr estos objetivos era tirando por los suelos las normas más elementales de la prudencia bancaria. Fannie Mae se dedicó a comprar grandes lotes de préstamos de los conocidos como Alt-A, apócope de Alternative A, es decir, aquellos que son más arriesgados que lo que se conoce como A-paper o prime y menos que los subprime. Suelen caracterizarse por ser operaciones con escasa o nula documentación sobre la renta del solicitante, tener una relación deuda-renta muy superior a la habitualmente exigida por las GSE, tener un historial crediticio con un número de incidentes superior al habitual pero no lo suficiente como para ser considerado subprime y con una relación entre el importe del préstamo y el valor de tasación del inmueble muy superior a lo habitual. El resultado fue que a fines de 2007 Fannie Mae poseía en cartera títulos hipotecarios basados en hipotecas subprime por valor de 55.900 millones de dólares y 324.700 millones de dólares en préstamos Alt-A, mientras que Freddie Mac poseía saldos en esa clase de préstamos por valor de 190.000 millones. En total, ambas GSE acumulaban saldos superiores a los 570.000 millones de dólares. Además de esta política de concesión de préstamos, hay que añadir que los préstamos de estas GSE se veían afectados por unos coeficientes de riesgo inferiores a los de la banca comercial, por lo que resultaban más baratos. Como contrapartida, estas entidades disponían de menores recursos propios.

b) Crecimiento y explosión del mercado inmobiliario. La combinación de bajos tipos de interés junto con la entrada masiva de fondos desde el exterior proporcionaron las bases para un desarrollo espectacular del mercado americano de la vivienda. Así, el número de casas en propiedad pasó del 64% en 1994 hasta el 69% en 2004. Este empujón propició una escalada de precios y un mayor gasto en consumo. Entre 1997 y 2006, la vivienda creció un 124%. Este aumento de valor

tuvo una consecuencia adicional: al valer más la vivienda y ser bajos los tipos de interés, el propietario podía usarla como garantía para lograr financiación adicional y elevar sus niveles de consumo. El resultado fue que la deuda de las familias se duplicó entre 2001 y 2008, situándose en los 14 billones de dólares, cifra ligeramente superior al PIB de EEUU. Pero este acusado crecimiento del mercado trajo consigo una sobreoferta de viviendas haciendo que, a partir del verano de 2006, los precios comenzaran a ceder. De acuerdo con el Case-Shiller Home Price Index, desde ese momento hasta el final de 2008 los precios han cedido en más de un 26%. Esta caída ha significado que, a fines de 2008, más de 10 millones de propietarios poseían viviendas cuyo valor no cubría el importe de la deuda contraída.

c) Especulación inmobiliaria. En el momento de mayores niveles de precio, 1,75 millones de viviendas, equivalente al 36% del total de las compras realizadas, eran adquiridas bien como pura inversión, bien como lugar de descanso -22% y 14%, respectivamente-. Estas operaciones se llevaban a cabo en la creencia de que se podrían refinanciar indefinidamente las deudas para seguir comprando y vendiendo. En el momento en que las condiciones financieras se endurecieron, esta actividad dejó de tener atractivo, reduciéndose significativamente el nivel de transacciones, dejando una senda de precios a la baja.

d) Proceso de concesión de hipotecas de alto riesgo. Las subprime fueron creciendo de manera espectacular, pasando de representar en 1994 el 5% del total de los créditos hipotecarios concedidos (unos 35.000 millones de dólares) hasta un 20% en 2006 (unos 600.000 millones de dólares). Sorprendentemente la prima de riesgo se contrajo durante ese periodo, pasando de los 280 a los 130 puntos básicos. Otro elemento a considerar es la forma en que se suscribían las hipotecas. Así, en 2007 el 40% de las operaciones subprime se ce-

raban de forma automática sin revisar ni incluso aportar documentación.

e) Endeudamiento de las entidades financieras. La combinación de financiación barata junto con precios continuamente crecientes también tentó a las instituciones financieras, las cuales experimentaron un acusado proceso de apalancamiento a partir de 2004. La relajación de las exigencias por parte de la SEC en ese año permitieron que los cinco grandes bancos de inversión americanos se lanzasen a una carrera desenfrenada por la captación de fondos -endeudamiento- y adquisición de títulos hipotecarios -los conocidos como CDO y MBS, siglas de Collateralized Debt Obligations y Mortgage Backed Securities, respectivamente-. En tan sólo tres años, su deuda se colocó en la escalofriante cifra de 4,1 billones de dólares, equivalente al 30% del PIB americano. Por tanto, no es de extrañar que el desplome del mercado hipotecario a partir de 2007 se haya llevado por delante a tres de ellos: Bear Stearns, Merrill Lynch y Lehman Brothers.

f) Titulización. Llegados a este punto, ya no queda ninguna duda del marasmo en que se convirtió el mercado norteamericano. Ahora la cuestión es saber cómo trascendió este desastre al resto del mundo occidental. La respuesta es a través de la titulización. De una forma muy resumida, este mecanismo persigue conseguir más fondos para que no se pare el proceso una vez que los mecanismos habituales -emisiones clásicas de deuda, depósitos- ya no dan más de sí. Se trata de reunir préstamos o activos susceptibles de generar flujos futuros y vendérselos a un tercero, el cual, para pagarlos, emite títulos de deuda cuyo rendimiento se pagará con los flujos que los activos involucrados generen en el futuro. Es decir, se trata de canjear activos en cartera por dinero líquido, el cual será utilizado para seguir concediendo préstamos. Además, este sistema cuenta con una característica adicional, y es que al ser traspasados los activos a un tercero, se les da de baja en el balance del cedente, con lo que se reduce

su necesidad de recursos propios. Mediante este sistema, el 75% de las hipotecas subprime concedidas en 2006 fueron traspasadas a terceros. En conjunto, desde 1996 hasta 2007 se titulizaron hipotecas por valor de 7,3 billones de dólares.

El problema surgió cuando, a partir de 2007, el mercado hipotecario comenzó a ceder, las hipotecas comenzaron a sufrir impagos y, por tanto, no se pudieron transferir flujos para atender al servicio financiero de los MBS y CDO así creados. Lo que es peor, muchas instituciones financieras sucumbieron a la tentación de participar de los beneficios asociados a estos títulos, con lo que en lugar de colocar estos bonos entre sus clientes optaron por dejarlos en sus balances, con lo que el riesgo crediticio se quedó concentrado en los bancos en vez de entre inversores particulares o institucionales.

g) Calificaciones crediticias inadecuadas y su impacto en las Monoline. Las agencias calificadoras del riesgo, principalmente Moody's y Standard & Poor's, justificaban los elevados rating en la existencia de mecanismos reductores del riesgo tales como la existencia de activos por valor superior a la deuda emitida, la suscripción de seguros por impago o la emisión adicional de capital por parte de los oferentes de títulos. De modo que el sistema se alimentaba a sí mismo, pues un elevado rating atraía nuevos inversores, los cuales compraban los títulos. Con estos fondos se concedían nuevas hipotecas, las cuales se titulizaban, se las volvía a calificar, se lanzaban los títulos al mercado, logrando los fondos y volvemos a empezar. Sin embargo, posteriormente se ha demostrado que buena parte de estos mecanismos eran papel mojado y, lo que es peor, la investigación llevada a cabo por el Congreso de los EEUU ha demostrado que las agencias lo sabían. Como problema adicional es que, cuando en 2007 se produce el desplome del mercado hipotecario, las agencias redujeron la calificación de emisiones por valor de 1,9 billones de dólares. Una menor calificación supone un mayor riesgo

y, por tanto, un menor valor de los títulos, lo cual supone una pérdida de neto patrimonial en las entidades poseedoras, las cuales se vieron obligadas a emitir nuevas acciones para cumplir con los requisitos de capital, con lo que se redujo aún más el valor de los recursos propios.

Muchas de las emisiones titulizadas iban acompañadas de un seguro de garantía financiera, o Bond Insurance, contratado con una compañía especializada, las Monoline. Hay que decir que antes de 2007 ninguna compañía de este tipo había visto reducido su rating. Sin embargo, a medida que arreciaba la crisis inmobiliaria e iban creciendo los impagos, estas compañías iban entrando en pérdidas ya que los estructurados respaldados por préstamos hipotecarios que eran emitidos y posteriormente calificados como dobles o triples A dejaban de pagar los flujos prometidos, con lo que eran estas compañías las obligadas al pago. Esta situación, producida a gran escala, es la que provocó la crisis de este sector, incidiendo en el valor de los títulos con esta protección. Un caso paradigmático del impacto de la crisis en estas compañías lo tenemos en ACA Financial Guaranty Corporation, una de las grandes del sector, que a principios de noviembre de 2007 tenía la calificación de A y a fines de diciembre de ese año ya era CCC según S&P.

h) Papel de la Reserva Federal y normativa bancaria americana. La contribución de la autoridad monetaria a este desastre viene dada por la política seguida de bajos tipos de interés junto con sus actuaciones pasadas encaminadas a evitar el colapso global, como fueron las inyecciones de liquidez tras la caída de las tecnológicas o del LTCM, haciendo bueno el lema de *too big to fail*. Así, entre 2000 y 2003 los tipos de los fondos federales descendieron desde el 6,5% hasta el 1%. La razón de esta exagerada reducción hay que buscarla en que únicamente se vigiló la evolución de la tasa de inflación: si ésta caía, no había motivos para seguir manteniendo elevados los tipos de interés. Sin embargo,

esta actitud no tuvo en cuenta otros riesgos. De hecho, semejante relajación dio alas a la burbuja inmobiliaria, obteniéndose los resultados ya conocidos.

Finalmente, hay que señalar que la normativa bancaria americana considera más arriesgados, y por tanto les impone un mayor consumo de recursos propios, a los préstamos concedidos directamente por la entidad que a los generados por otras entidades pero materializados en forma de títulos. A su vez, y lo que es más sorprendente, las normas de la FDIC -siglas de la Federal Deposit Insurance Corporation- consideran menos arriesgados los títulos hipotecarios con un rating elevado respaldados por préstamos asociados a compras con escasa o nula aportación inicial que los préstamos concedidos directamente por el banco para la compra de viviendas en las que el adquirente ha aportado hasta un 40% del valor del inmueble.

Pero, además de todos estos factores que tienen su origen o principal campo de actuación en el mercado de la vivienda y su financiación, hubo otros elementos que en este contexto fueron letales. Entre ellos caben citarse los siguientes:

a) Apalancamiento financiero desproporcionado y política de retribuciones. En este contexto no era extraño encontrar entidades financieras con ratios deuda-capital en niveles entre 35 y 40 a 1. Esta estrategia supone obtener unas ganancias fabulosas cuando los mercados se mueven en la dirección esperada, pero en caso contrario pueden suponer la desaparición de la compañía. A pesar de lo suicida que nos pueda parecer esta forma de actuar, tiene una justificación plenamente lógica: el sistema de retribución de los altos ejecutivos de Wall Street, basado en los rendimientos obtenidos, de modo que a mayor ganancia en la compañía, mayor salario para el ejecutivo pero también mayor riesgo para la entidad. Así, el ejecutivo jefe de Lehman Brothers, Richard Fuld Jr., ganó en 2007 la nada despreciable cifra de 34,4 millones de dólares. Éste no fue un caso aislado, pues según datos de la New York State Comp-

troller's Office, los bonus repartidos entre los altos ejecutivos durante 2006, año récord de ganancias, alcanzaron los 23.900 millones de dólares. Por tanto, todo el sistema estaba inclinado a llevar a cabo acciones que suponían la toma de riesgos en el corto plazo, ignorando sus consecuencias en el largo. La prueba palmaria de esta ceguera la constituye el hecho de que la mayoría de los altos directivos de banca americanos no entendía el funcionamiento de sofisticados instrumentos como los Credit Default Swaps, pero seguían contratándolos.

b) Ausencia de actuación de los reguladores y factores políticos. Una de las principales misiones de cualquier regulador es la de garantizar la transparencia y la de permitir que los agentes que intervienen en un mercado conozcan en todo momento los riesgos inherentes a su actuación. Sin embargo, en un mercado en el que las compañías financieras no conocen el grado de exposición del resto de entidades hacia los activos tóxicos o a complejos derivados, es muy difícil predecir cuándo y con qué intensidad aparecerán los problemas. En este sentido, los reguladores, fundamentalmente la SEC, no hicieron su trabajo, aferrándose a una malentendida filosofía de libre mercado, dejando hacer sin establecer los mecanismos pertinentes para que una información vital como era el grado de exposición al riesgo de las entidades participantes fuera conocido.

Junto a esta relajación en sus funciones, hay que añadir el impacto que tuvo la abolición en 1999 de la Glass-Steagall Act, una de las normas de la Gran Depresión, que establecía la separación total de actividades entre banca comercial y banca de inversiones. Al permitir a los bancos comerciales actuar en el ámbito de los de inversiones, a estos últimos no les quedó más remedio que tomar más riesgo para poder sobrevivir.

Pero hay más, y más sangrante. Los lobbys también tuvieron su aportación a la tragedia, pues de acuerdo a datos del Center for Responsible Politics, los cinco gran-



Los lobbys también tuvieron su aportación a la tragedia, pues de acuerdo a datos del Center for Responsible Politics, los cinco grandes bancos de inversiones aportaron 97,7 millones de dólares a las campañas de los candidatos durante la campaña de 2007 y otros 70,5 millones en las elecciones para la renovación parcial del Congreso en 2006

des bancos de inversiones aportaron 97,7 millones de dólares a las campañas de los candidatos durante la campaña de 2007 y otros 70,5 millones en las elecciones para la renovación parcial del Congreso en 2006. Ya se sabe: no hay que morder la mano que nos alimenta.

La tormenta

Los primeros coletazos de la crisis financiera tuvieron lugar en el verano de 2007. A ellos le siguieron la quiebra de Bear Stearns y de Indy Mac en marzo y julio de 2008, respectivamente. Sin embargo, lo que se entiende por crisis global comenzó en septiembre. Puede decirse que el origen de toda la secuencia posterior de acontecimientos tuvo lugar el 7 de ese mes cuando la Federal Housing Finance Agency (FHFA) intervino Freddie Mac y Fannie Mae. No obstante, el acontecimiento que ha quedado en la memoria como detonante de la crisis fue la quiebra de Lehman Brothers el 14 de septiembre. A partir de aquí se sucedieron una cadena de quiebras, intervenciones en los mercados, programas de ayuda económica, reuniones de alto nivel, problemas cambiarios y, finalmente, el descubrimiento de la mayor estafa jamás organizada, todo ello acompañado de un acusado desplome

de los mercados de valores como no se recuerda desde la Gran Depresión. Es necesario indicar que este proceso, si bien tuvo su origen en EEUU, se ha expandido a todo el mundo desarrollado para acabar impactando en países emergentes bien a través de problemas cambiarios, bien mediante caídas acusadas en el precio de las materias primas por ellos vendidas, como son los casos del petróleo en los países del Golfo o del platino en Suráfrica.

Comencemos por el principio. Tras la intervención de las dos GSE, siete días más tarde cae Lehman Brothers y se da a conocer la venta de Merrill Lynch a Bank of America por 50.000 millones de dólares. Dos días después cae el Reserve Primary Fund, uno de los principales fondos de inversión en el mercado monetario americano, debido a su exposición a los títulos de Lehman. Este hecho desencadenó ventas masivas de forma inmediata y abultadas inyecciones de liquidez por parte de la Reserva Federal para evitar el colapso en los mercados. Ese mismo día, y tras constatar que no existía posibilidad alguna de encontrar prestamista, la Reserva Federal inyecta fondos en la aseguradora AIG equivalentes al 79,9% de su capital a un precio de LIBOR + 850 pb. La razón de la intervención hay que buscarla en los problemas de liquidez que experimentó la aseguradora como consecuencia de la bajada de rating, ya que era una de las principales operadoras en el mercado de *credit default swaps*. Una semana después, el 25 se produjo la intervención de Washington Mutual por parte de la FDIC, transfiriéndose la mayor parte de sus activos a JP Morgan Chase. Ese mismo día se da a conocer que la cuarta entidad del país, Wachovia, pasa por dificultades y está en negociaciones con Citigroup, que culminan con su compra el día 29, si bien el adquirente final resultará ser Wells Fargo. A su vez, a fines de noviembre, será el propio Citigroup el que deberá ser rescatado por una operación conjunta del Tesoro, la Reserva Federal y la FDIC. Además de estas operaciones corporativas, el Gobierno federal llevó a

cabo nacionalizaciones parciales por valor de 250.000 millones de dólares mediante la adquisición de acciones preferentes de los bancos intervenidos.

A finales de septiembre se produce el salto de la crisis bancaria a Europa. El día 28, el británico Bradford & Bingley es intervenido, nacionalizándose sus hipotecas y préstamos y vendiendo su red de oficinas y depósitos al Santander. Ese mismo día, los gobiernos del Benelux inyectaron 11.200 millones de euros en Fortis, que será vendido poco después a BNP-Paribas. El 29 se anuncia el rescate de Hypo Real Estate en Alemania y el 30 los gobiernos francés, belga y luxemburgués inyectan 9.000 millones de euros en Dexia. A comienzos de octubre fueron intervenidos los principales bancos de Islandia. El 8 de octubre, el Gobierno británico anuncia un plan de rescate por valor de 50.000 millones de libras. Entre los bancos auxiliados se encuentran Barclays, HBOS, HBSC Bank, Lloyd TSB, Nationwide Building Society, RBS y Standard Chartered. Posteriormente, el día 13 se hizo público el inicio de la nacionalización mediante la inyección de 37.000 millones de libras, con lo que el Estado británico se convirtió en el accionista mayoritario del RBS y dueño de un 40% de Lloyds y del HBSC. El 12 de ese mes el gobierno noruego anuncia el ofrecimiento a los bancos de ese país de títulos públicos por valor de 57.400 millones de dólares. En esos días se anunciaron otros planes de rescate bancario en Francia, Alemania, Italia y Holanda por valor de 320.000, 400.000, 40.000 y 20.000 millones de euros, respectivamente. En la siguiente semana se unirá Suecia, con un programa de rescate de 15.000 millones de coronas (unos 1.500 millones de euros). Entre los bancos auxiliados se encuentran gigantes como ING, Crédit Agricole, BNP o Société Générale.

Además de estos programas de ayuda específica para entidades financieras, los gobiernos no han dudado en usar dinero público de forma masiva para evitar un colapso generalizado. Las ayudas son bá-

sicamente de dos clases. Por una parte se encuentra el modelo inicial americano, desarrollado en la TARP (Troubled Assets Relief Program) y posteriormente incorporado en la Emergency Economic Stabilization Act, que destina el dinero público a comprar activos ilíquidos -tóxicos- a las entidades financieras. A esta clase pertenece también el Fondo de Adquisición de Activos Financieros creado en España. Por otra parte se encuentra el modelo europeo, el cual destina los fondos a comprar capital y a garantizar emisiones futuras y operacio-



Además de estos programas de ayuda específica para entidades financieras, los gobiernos no han dudado en usar dinero público de forma masiva para evitar un colapso generalizado. Las ayudas son básicamente de dos clases. Por una parte se encuentra el modelo inicial americano que destina el dinero público a comprar activos ilíquidos -tóxicos- a las entidades financieras. A esta clase pertenece también el Fondo de Adquisición de Activos Financieros creado en España.

Por otra parte se encuentra el modelo europeo, el cual destina los fondos a comprar capital y a garantizar emisiones futuras y operaciones interbancarias

nes interbancarias. Combinado con cualquiera de ellos se encuentra el aumento de las garantías en los depósitos de particulares. Así, la UE elevó el importe garantizado hasta los 50.000 euros, si bien algu-

nos países lo han elevado hasta 100.000, caso de Holanda, España, Bélgica y Grecia, y otros los garantizan completamente. Estos nuevos límites se sitúan en las 50.000 libras en el Reino Unido y en los 250.000 dólares en EEUU.

Estos programas de ayuda se han extendido por todo el globo. Ejemplos de ellos se encuentran en los Emiratos Árabes Unidos, Japón, Australia, Rusia o China con importe de 32.700, 51.000, 10.400, 50.000 y 586.000 millones de dólares, respectivamente, por lo que no cabe duda que puede hablarse de crisis global.

Uno de los problemas que ha traído la crisis bancaria ha sido el de la ausencia de liquidez a nivel internacional, la cual a su vez ha generado problemas cambiarios en varias partes del planeta, siendo el FMI el órgano responsable de su gestión. El primer país en sufrirlo fue Islandia, donde tras la intervención total de su sistema financiero a comienzos de octubre sufrió una práctica volatilización de su moneda pasando en muy pocos días a perder casi un 70% de su valor en el cambio contra el euro. Otros países con problemas han sido Hungría, Serbia, Ucrania, Pakistán, Rusia, Turquía, Suráfrica, Argentina, Estonia, Lituania, Rumanía y Bulgaria. Se estima que los programas del Fondo necesarios para atender todas estas situaciones se elevarán por encima del billón de dólares.

Todo este proceso de quiebras, fusiones, inyecciones de liquidez y programas de ayuda ha ido acompañado de una auténtica debacle en los mercados de valores mundiales. Como ejemplo, la Bolsa de Nueva York ha experimentado pérdidas del 50% en el valor de los títulos allí cotizados. No obstante las fuertes caídas, esta inusual situación ha servido para poner de manifiesto un hecho: las principales bolsas occidentales son plenamente líquidas, siendo este el mecanismo utilizado para lograr la liquidez que de otra forma era imposible lograr.

Para finalizar esta somera descripción de los acontecimientos vividos, es necesario cerrar con un hecho que, de no haber ocurrido esta inesperada y gigantesca es-

casez de liquidez, difícilmente se hubiera descubierto: el escándalo Madoff. Este gurú de las finanzas, que había sido anteriormente máximo responsable del NASDAQ, llevaba más de 40 años ofreciendo productos exclusivos para grandes fortunas, sin haber sido detectada ninguna anomalía por los controles de la SEC americana. Sólo la petición en los primeros días de diciembre de retiradas de fondos por valor de 7.000 millones de dólares ha permitido destapar una estafa por un valor de más de 50.000 millones de dólares. De ese importe, prácticamente la mitad ha afectado a clientes de banca privada en tan sólo nueve entidades.

Qué podemos esperar

Una vez expuestos los hechos acaecidos el pasado otoño, una cosa debe quedar clara y es que, aun cuando los daños en el sistema financiero y su traslación al sistema productivo han sido tremendos, no es nada comparado con el daño que se ha hecho sobre la confianza en el funcionamiento del mismo. Esto último puede explicar que la liquidez se haya visto muy mermada en un mercado crucial como es el interbancario. Por muchas inyecciones de dinero realizadas por los institutos emisores, estos nuevos fondos no fluían de unas entidades a otras pues, al no saber qué grado de exposición a los activos tóxicos tenían los demandantes de fondos, no se tenía una idea adecuada del riesgo en que se incurría al realizar el préstamo y, por tanto, no se sabía si se recuperaría o no. En consecuencia no había fondos, o al menos no en la cantidad suficiente, para atender las necesidades de liquidez de los clientes de las entidades demandantes, produciéndose lo que se conoce como *credit crunch*. Esta situación ayuda a comprender mejor el abrupto descenso en la demanda de bienes de todo tipo, pero muy especialmente los duraderos tales como la vivienda o los automóviles, por lo que de una crisis financiera y de liquidez se está pasando a muchas forzadas a otra de tipo económico, en

donde lo que está en peligro es la solvencia y la supervivencia de los negocios. La situación actual se caracteriza por un hundimiento generalizado de la demanda agregada -o si se prefiere, un exceso de oferta- que está llevándose por delante millones de empleos en todo el globo. Esta situación se está viendo agravada por la asfixiante falta de liquidez que, por un lado, está reduciendo las posibilidades de consumo y, por otro, está estrangulando financieramente a las empresas, impidiendo la realización de cobros y pagos, haciendo inviables muchos negocios. De esta forma se está entrando en un círculo vicioso caracterizado por menor empleo, menor renta disponible, menor demanda y peores expectativas en los negocios que no contribuyen a generar empleo.



Aun cuando los daños en el sistema financiero y su traslación al sistema productivo han sido tremendos, no es nada comparado con el daño que se ha hecho sobre la confianza en el funcionamiento del mismo

A pesar de la multitud de factores que han intervenido en la formación y desarrollo de lo que hemos vivido, en el fondo se puede resumir muy sucintamente en una nefasta gestión bancaria. Se han olvidado reglas tales como que no se puede prestar a quien no tiene capacidad suficiente para devolver los fondos, o que no se puede tomar prestado a corto para invertir a largo o, peor aún, no se puede aceptar una política de concentración de riesgos como la llevada a cabo, pues si bien puede proporcionar elevados réditos cuando las circunstancias son propicias, también lo es que se está poniendo a la entidad, y en este caso a todo el sistema, en un más que apreciable peligro. Además hay que mencionar otro hecho sumamente curioso: a pesar de la concentración de circunstancias y riesgos, muy pocas personas, por no de-

ninguna, dieron señales de alarma más allá de algún comentario. La razón: cuando tantos incentivos tanto financieros como políticos coinciden simultáneamente en lograr un mismo fin, es muy difícil parar el proceso.

Parece, por tanto, urgente revertir este proceso destructivo, para lo cual se hace prioritario llevar a cabo algo tan difícil como restablecer la confianza en el sistema. A nivel mundial, los ojos están puestos en las primeras decisiones que pueda tomar el nuevo presidente Obama. Al menos lo que hasta ahora se sabe es que su equipo económico está formado por personas con experiencia más que contrastada y que, en declaraciones a la prensa, el nuevo presidente dará prioridad a la lucha contra la crisis económica, relegando a un segundo plano otras promesas de su campaña electoral.

También habrá que estar pendientes de la evolución que pueda seguir el precio del petróleo. Se ha pasado de un barril a casi 150 dólares y con perspectivas de sobrepasar los 200 en pocos meses a una situación con precios por debajo de los 40 dólares, todo ello en tan sólo cinco meses. Esta situación, que supone un providencial ahorro para las economías occidentales, ha puesto en un brete las finanzas de los países productores, los cuales muy probablemente forzarán futuros recortes en la producción para elevar los precios. Sin embargo, no parece que la caída en la demanda mundial haya sido tan acusada como para haber hundido el precio de esta forma, por lo que todo parece indicar que las operaciones especulativas son las que han desaparecido, o al menos aquellas que apostaban por subidas ininterrumpidas en el precio. Parece, por tanto, que este sería un factor que no incidirá negativamente.

Otro efecto que hará de amortiguador hay que buscarlo en la forma de actuación del Gobierno federal durante la crisis. Así, en vez de dejar caer a las entidades con problemas se ha actuado recapitalizándolas. Esta actitud permitió que no se llegase a un colapso total de impredecibles consecuencias en EEUU y en el

resto del mundo. A cambio, se ha incurrido en un fuerte déficit fiscal e indirectamente se ha beneficiado a los malos gestores. Esta benevolencia para con el sistema financiero ha resultado ser una característica recurrente en las últimas décadas, tal y como quedó de manifiesto tras la quiebra de las Saving & Loans a finales de los 80, del LTCM a finales de los 90 y ahora esto.

Por lo que se refiere a la zona euro, además del impacto que puedan tener factores de entorno como los anteriormente citados, se enfrenta a una situación de recesión generalizada en la que, aun habiendo consenso en que no degenerará en depresión, no parece tan claro cuál será su extensión en el tiempo. Únicamente se apuesta por que durará más que la americana. A ello hay que añadir una expansión del déficit público, con su consiguiente impacto en las cuentas futuras y probablemente en la cotización del euro, pues no hay que olvidar que su gran activo es la preservación de la ortodoxia financiera dentro de los países participantes. La gran incógnita es saber cuántos países sobrepasarán la barrera del 3% en el déficit, por cuánto tiempo y entonces ver si se aplica, y cómo, el Pacto de Estabilidad. La relajación generalizada del mismo podría ser interpretada por los mercados como un abandono de los principios rectores del euro, con lo que se resentiría su cotización. Éste es el problema al que deben enfrentarse los Estados europeos: la elección entre más paro a corto y una economía saneada a largo o salvar la cara hoy y sufrir las consecuencias en el futuro.

En cuanto a nuestro país, esta situación se viene a sumar a una creciente desaceleración desde comienzos de 2008 que ya venía detectándose por los principales servicios de estudios. Previamente a esta tormenta financiera, España se enfrentaba a una crisis inmobiliaria caracterizada por una sobreoferta de viviendas y unos precios que habían alcanzado unos niveles realmente insostenibles. Al igual que ocurriera en EEUU, esta situación fue la consecuencia de la combinación de liquidez abundante y barata, con un peso creciente de la

procedente del exterior, junto con la creencia de que los precios de la vivienda jamás bajarían, lo cual llevó a un endeudamiento de las familias a niveles hasta ahora desconocidos tanto en importe como en plazo. Al reducirse drásticamente la capacidad para obtener recursos líquidos, la demanda se ha desplomado dejando sin vender promociones enteras que estaban en construcción o listas para su salida a mercado, todo ello con su consiguiente secuela de paro y quiebras. Por tanto, parece que el tan solicitado cambio en nuestro modelo económico va a tener que ser una realidad, salvo que nos empeñemos en seguir atados a la construcción y aceptemos un largo periodo de bajo crecimiento económico. Para los próximos meses se esperan fuertes caídas en la actividad productiva, elevación del déficit público hasta situarse en una horquilla entre el 4 y el 7% -según quien haga la estimación- y un fuerte aumento del desempleo, estimándose que sobrepasará la barrera de los cuatro millones a finales de este año. Lamentablemente durante este ejercicio nuestro país no podrá contar con la válvula de escape tradicional del turismo, pues con un entorno recesivo en los países de nuestro entorno no parece plausible esperar un buen año.

Adicionalmente a estos problemas, España se enfrenta a una hiperdependencia del petróleo, de las más elevadas del mundo occidental y, por si fuera poco, la reforma propuesta de la financiación autonómica amenaza con recortar aún más los fondos disponibles por el Estado central, forzando nuevos aumentos del déficit y de la deuda pública, que nos harán estar en la diana de Bruselas. Aun reconociendo que esta crisis ha puesto de manifiesto nuestras debilidades con toda su crudeza, es una ocasión única para corregir los errores cometidos sin esperar a que la solución nos venga impuesta desde fuera. Por tanto, y aceptando que nos encontramos en una situación más que delicada, tenemos los recursos materiales y humanos suficientes para poder enderezar el rumbo de nuestra economía. De nosotros depende. ●