

## UNA DESCRIPCION RAPIDA DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público.

**IESE Business School – Universidad de Navarra**

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2009 IESE Business School.

# UNA DESCRIPCION RAPIDA DE LA CRISIS FINANCIERA

Antonio Argandoña<sup>1</sup>

## Resumen

Las crisis y las recesiones no aparecen súbitamente: las claves de cada etapa del ciclo económico se encuentran en las fases anteriores. Esto se ha vuelto a cumplir en la crisis financiera de 2007. El objeto de este artículo es mostrar cómo un largo período de estabilidad macroeconómica, alto crecimiento y bajos tipos de interés generó la burbuja inmobiliaria que está en el origen de la crisis. ¿Por qué se produjo aquella etapa de política monetaria permisiva, dinero barato, especulación en los mercados inmobiliarios y optimismo? ¿Fue la crisis el resultado inevitable de los desarrollos anteriores? Y, ¿volverán a presentarse esas circunstancias, una vez que hayamos salido de la recesión?

**Palabras clave:** crisis financiera, recesión, política monetaria expansiva, hipotecas *subprime*, titulización, burbuja financiera.

<sup>1</sup> Profesor de Economía, Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE

# UNA DESCRIPCION RAPIDA DE LA CRISIS FINANCIERA

## Introducción<sup>1</sup>

Las crisis y las recesiones no aparecen súbitamente. Las claves de cada etapa de un ciclo económico se encuentran en las fases anteriores: suelen ser los excesos cometidos en el auge los que acaban haciendo inevitable la recesión. Y esto se ha vuelto a cumplir en la crisis financiera de 2007: durante un largo período de estabilidad macroeconómica, alto crecimiento y bajos tipos de interés, se produjo la burbuja inmobiliaria y los errores financieros que acabaron en una grave crisis.

Este artículo tiene por objeto describir la evolución de la economía mundial en los primeros años del siglo XXI, para entender cómo se gestaron la crisis financiera y la recesión. Por crisis financiera entendemos la situación en la que está en peligro la supervivencia de un número importante de entidades financieras, hasta el punto de comprometer el funcionamiento de todo el sistema. La recesión se caracteriza por el deterioro importante de variables como el producto, el empleo y la inversión; puede ser una consecuencia de la crisis financiera, pero también puede deberse a otras causas.

Nuestro punto de vista será, principalmente, el de la economía de Estados Unidos, porque no se puede entender lo ocurrido en los últimos años si no es a partir de la economía norteamericana. No obstante, haremos referencia a otros países, conforme vayan apareciendo en nuestro análisis. Explicaremos primero los años de bonanza en que se gestaron las condiciones que hicieron posible (¿inevitable?) la crisis; luego, los caracteres más destacados de las innovaciones financieras, que contribuyeron a la crisis; una descripción rápida del desarrollo de la crisis y de la consiguiente recesión económica, y algunas consideraciones sobre el futuro posible, para acabar con las conclusiones.

---

<sup>1</sup> Este trabajo forma parte de las actividades de la Cátedra “la Caixa” de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo del IESE. Una versión más breve aparecerá en catalán en la revista *Paradigmes* en 2009, con el título “El panorama macroeconòmic de l’economia occidental i la crisi financera”; véase también el Occasional Paper nº 163 del IESE, con el mismo título.

## El entorno anterior a la crisis financiera

Los años que siguieron a las crisis del petróleo de los setenta y a los ajustes de los primeros ochenta fueron los de la llamada “gran moderación”: un período de expansiones largas, recesiones suaves y tasas de inflación bajas –aunque otras variables, como el saldo por cuenta corriente, el déficit público y los tipos de cambio–, se comportaron con menos suavidad. No faltaron crisis, como la caída de las bolsas en 1987, la de Japón en los años noventa, las convulsiones del Sistema Monetario Europeo (1992-93), de México (1994), la crisis asiática (1997), las de Brasil y Rusia y la crisis del *hedge fund* Long Term Capital Management (1998), la de Argentina y el fin de la burbuja de las punto.com (2001), pero, en general, los resultados económicos fueron buenos: el conjunto de los países de la OCDE creció un 3% anual entre 1984 y 2006. Y un sentimiento de complacencia se extendió por los mercados (y entre los economistas).

Esa larga bonanza puede atribuirse a la ausencia de perturbaciones graves (por ejemplo, en los precios del petróleo), y, sobre todo, a los bajos tipos de interés que persistieron durante años, y que cabe atribuir a dos causas: 1) la abundancia mundial de ahorro, no sólo en países tradicionalmente austeros como Japón y Alemania, sino también en los emergentes, encabezados por China y los productores de petróleo, y 2) la política monetaria expansiva practicada en Estados Unidos. Pero esto, que es probablemente el determinante principal de la crisis, merece una explicación.

Es frecuente que los períodos de alto crecimiento y abundante liquidez acaben en una inflación creciente, porque la demanda presiona fuertemente sobre los precios de los factores productivos, sobre todo materias primas y trabajo. Pero esto no ocurrió en los años de la “gran moderación”, probablemente porque los costes laborales estuvieron muy contenidos. Y ello se debió a que, desde la década de los ochenta, se habían incorporado al mercado mundial miles de millones de personas que antes estaban fuera de él, por el aislamiento de los países comunistas o por las políticas cerradas de los países asiáticos y latinoamericanos. Este fuerte aumento de la oferta de mano de obra se manifestó, principalmente, de tres modos: la avalancha de inmigrantes que llegaron a algunos países avanzados (España entre ellos), la competencia de productos fabricados con mano de obra barata en los países emergentes o en vías de desarrollo, y el traslado (o la amenaza de traslado) de fábricas de los países avanzados a los emergentes.

El resultado fue la moderación de los costes laborales que, junto con otras causas (precios bajos del petróleo, crecimiento de la productividad en Estados Unidos, confianza en los bancos centrales, que habían mostrado su capacidad para evitar la inflación, ahora, por fin, con carácter definitivo, según algunos), se tradujo en una inflación también moderada (2,4% en Estados Unidos y 1,9% en la zona euro, en 1995-2007), que, en definitiva, sirvió a los bancos centrales para justificar el mantenimiento de los tipos de interés a niveles bajos. Y esto alargó la bonanza.

Pero ése era también el marco ideal para la creación de burbujas –crecimiento de los precios de un activo no justificados por las variables fundamentales. A finales de los noventa tuvo lugar la burbuja de las punto.com en la bolsa, que explotó en 2000, provocando una recesión. Pero la Fed tenía la receta para salir de ella cuanto antes: reducir rápidamente los tipos de interés. Esa fue la estrategia que habían diseñado sus economistas, con Ben Bernanke (que sería más tarde presidente de la Reserva Federal) a la cabeza, al analizar los problemas de la economía japonesa después de que la bolsa y el precio de los inmuebles se derrumbaran a principios de los años noventa, sumiendo al país en una recesión larga y profunda.

Y ésa fue la política que aplicó la Reserva Federal en 2002: el tipo de interés de los fondos federales, que es el que utiliza la Fed para controlar la política monetaria, bajó en un año del 6,5% al 1,75%. Esto alentó el endeudamiento de las familias, el consumo y la demanda de viviendas: la recuperación se consolidó, como se había previsto.

Pero la Reserva Federal siguió bajando los tipos nominales de interés hasta el 10% en junio de 2003, y mantuvo negativos los tipos reales hasta finales de 2005. Esta política fue claramente anómala, dado el historial de la Fed. En el pasado reciente, la Reserva Federal había provocado aumentos puntuales de liquidez, por ejemplo cuando se temió la debacle del año 2000 (Y2K), o a raíz de los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001, pero esos excesos se habían corregido prontamente, en cuanto acabaron las circunstancias excepcionales. No obstante, ahora siguió manteniendo muy bajos los tipos de interés, probablemente para hacer frente a la posibilidad –que las autoridades norteamericanas consideraban no pequeña– de que se produjese una deflación como la de Japón en la década anterior; o por el temor a que el elevado ahorro mundial pusiese al mundo en una situación de recesión también global, a no ser que algún país (Estados Unidos) asumiese un papel compensador; o por las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica (la creación de empleo fue muy débil hasta muchos meses después de que la producción se recuperase), o quizá también por el deseo de aprovechar las oportunidades de una economía en clara expansión, en la que, como hemos dicho, el peligro de la inflación parecía remoto.

Y fue así como la fase expansiva del ciclo se convirtió en euforia. Los mercados inmobiliarios de algunos países ya experimentaban una fase de crecimiento, alentados por factores como el crecimiento de la población y la inmigración, el aumento sostenido de las rentas familiares, las facilidades que los bancos concedían para financiar la compra de viviendas y unas expectativas de revalorización continua de las mismas. Con el aumento de la liquidez se creó una burbuja en el mercado inmobiliario, que tuvo una extensión global: los precios de las viviendas crecieron entre 1997 y 2007 un 401% en Sudáfrica, 220% en Irlanda, 195% en España, 174% en Australia, 150% en Francia y Suecia y más del 100% en Estados Unidos, y pocos países (Japón y Alemania entre ellos) quedaron al margen de ese auge. El aumento continuado del precio de las viviendas confirmaba así su condición de inversión exitosa, que hacía crecer la riqueza familiar y, con ella, el consumo financiado por el crédito, con el patrimonio inmobiliario como garantía.

La política expansiva de Estados Unidos se repitió en otros países. Japón continuó con tipos de intervención entre el 0 y el 0,5%, y el Banco Central Europeo mantuvo también sus tipos de interés a un nivel bajo, quizá por temor a que una política más restrictiva fortaleciese demasiado el euro, que ya se estaba apreciando, o para aprovechar también las mieles de una expansión que no iba acompañada de inflación. Y, como es lógico, esta política incidió más intensamente en países como España, cuya tasa de inflación era algo mayor que la de sus socios europeos, lo que, en definitiva, se tradujo en tipos de interés reales negativos, que acentuaron la expansión y la euforia. Consecuencia lógica de todo lo anterior fue una bolsa claramente alcista, por las mismas razones económicas (expectativas de beneficios al alza), psicológicas (euforia, minusvaloración del riesgo) y financieras (bajos tipos de interés y expectativa de que se mantendrían bajos durante mucho tiempo).

Más gasto de inversión en vivienda, pero también de consumo y, en consecuencia, de inversión empresarial en construcción industrial y equipo, y menos ahorro (las familias gastaban una proporción creciente de su renta, hasta el punto de que la tasa de ahorro de los hogares fue negativa en algunos períodos, en Estados Unidos) implican un elevado déficit por cuenta

corriente (el saldo medio entre 2002 y 2007 fue del 5,3% del PIB en Estados Unidos, del 5,4% en Australia y del 5,8% en España, y cifras mayores en Nueva Zelanda, Hungría, Portugal y Grecia, hasta el 11,6% en Islandia), y un recurso abundante a la financiación exterior, que en Estados Unidos llegaba sobre todo de los países productores de petróleo y de China, que evitaba la apreciación de su moneda mediante la compra masiva de dólares. Estos desequilibrios exteriores (déficit elevado de los gastadores, superávit elevado de los ahorradores) no eran sino otra cara del crecimiento del consumo, de la construcción y de la inversión en los países deficitarios. Los bajos tipos de interés en Estados Unidos explican también la intensa depreciación del dólar (más del 65% frente al euro entre 2001 y 2007).

Un efecto no esperado del dinero barato fue desviar la demanda de activos rentables hacia los mercados de primeras materias y alimentos. El petróleo pasó de 20 dólares el barril en 1998 a 147 dólares una década después, y los precios de los minerales crecieron un 230% en ese período. Este encarecimiento se atribuyó, sobre todo, al fuerte crecimiento de la demanda mundial, liderada por China e India y secundada por otros países, emergentes y avanzados, pero también se debió a la insuficiencia de la capacidad de oferta, cuyas causas fueron muy variadas: los bajos precios del petróleo en la década de los ochenta habían desanimado la búsqueda y apertura de nuevos pozos; los costes de prospección y explotación habían crecido, por causas técnicas y por exigencias medioambientales y, finalmente, buena parte de esas inversiones tenían que llevarlas a cabo empresas públicas de los países productores, que constituían una fuente importante de ingresos para sus gobiernos, pero que no ocupaban un lugar destacado en sus prioridades de gasto. Pues bien: a todos esos efectos hay que añadir una desviación de recursos financieros hacia las inversiones en primeras materias, buscando la rentabilidad que no obtenían en otras colocaciones. Y esto debió influir también en la cotización del petróleo (y de otras primeras materias), a través, sobre todo, de la política de fijación de precios de Arabia Saudita.

Finalmente, la expansión se generalizó: la elevada actividad económica impulsó las exportaciones y el PIB de los países emergentes. Estos se beneficiaron también de la entrada de capitales, fruto de los bajos tipos de interés y de la reducción de su prima de riesgo, debida a las políticas ortodoxas que venían practicando desde las crisis de la década anterior. En efecto, la lección que esos países sacaron de las crisis que habían sufrido en los años ochenta y noventa fue que sus políticas debían ser ortodoxas: inflación baja y estable, déficit público moderado, endeudamiento en moneda extranjera limitado, constitución de abundantes reservas y tipos de cambio flexibles y no apreciados. De este modo, los inversores extranjeros, que buscaban rentabilidades altas en un entorno de tipos de interés bajos, se decidieron a invertir abundantemente en los mercados emergentes, cuya prima de riesgo se había moderado considerablemente.

Hay otro factor que debió ser importante en la preparación de la crisis: el efecto imitación. Es muy difícil mantenerse al margen de un mercado que sube y sube sin parar, con expectativas de nuevas subidas, y más difícil aún salir de él, aunque sólo sea porque supone incurrir unas pérdidas patentes e importantes –los beneficios no obtenidos en lo que queda de fase de auge– para protegerse de unas pérdidas que no se sabe si ocurrirán, ni en qué fecha, ni con qué cuantía. Muchos pensaban que el auge no se acabaría nunca; a lo más, daría paso a una pérdida de ritmo breve y suave, que permitiría iniciar inmediatamente una nueva fase expansiva. Y otros pensaban que la caída podía ser larga y profunda, pero esperaban poder saltar del tren en marcha a tiempo, antes de que ocurriera el desastre.

## Las innovaciones financieras

Para que se forme una burbuja, además de liquidez abundante y bajos tipos de interés, hacen falta oportunidades que eleven el precio de los activos y generen beneficios extraordinarios. Y esto suele ser posible gracias a las innovaciones financieras, que en la época que nos ocupa fueron muy abundantes. Nuestra explicación se desplegará alrededor de tres de ellas: el auge de las hipotecas *subprime*, la titulización (*securitization*) y el desarrollo del sistema financiero “en la sombra” (*shadow financial system*), que hicieron posible la burbuja –y que, cuando estalló, agravaron la crisis.

El desarrollo de las hipotecas de alto riesgo, concedidas a clientes de dudosa solvencia (baja renta, escasas garantías y falta de historial financiero), fue posible por causas técnicas (nuevos modelos de valoración del riesgo), políticas (el gobierno norteamericano impulsó esas hipotecas proporcionando garantías a los bancos a través de los intermediarios semipúblicos, Fannie Mae y Freddie Mac) y de incentivos perversos (la promoción de las hipotecas corría a cargo de unos *brokers* cuya remuneración dependía del importe, no de la solvencia, de los créditos concedidos).

En un entorno optimista y de bajos tipos de interés, la valoración del riesgo fue laxa, sobre todo donde la competencia entre bancos era mayor. Las hipotecas *subprime* eran un buen negocio para los bancos, sobre todo si el precio de las viviendas continuaba creciendo, porque se concedían con períodos de carencia largos y a tipos de interés variables que se revisaban al cabo de dos años o más, de modo que se esperaba que el aumento del valor de la vivienda facilitase la refinanciación de la deuda, mediante nuevas hipotecas por un volumen mayor y a tipos de interés aún reducidos, con la ventaja de que, si el cliente resultaba moroso, el banco dispondría de un activo cuyo precio había crecido, reduciendo así el riesgo que corría la entidad financiera. Esto sugiere dos tipos de problemas, que se repetirán una vez y otra en lo que sigue: incentivos perversos (los promotores de hipotecas eran remunerados por el volumen de hipotecas concedidas, no por su solvencia posible, lo que alentó conductas demasiado arriesgadas y, a menudo, fraudulentas) y exceso de riesgo (por ejemplo, se infravaloró la posibilidad de que el precio de las viviendas cayese de manera importante y duradera).

En todo caso, los bancos tenían motivos para desentenderse de la solvencia de sus deudores, porque las hipotecas desaparecerían pronto de su balance como consecuencia de la titulización (*securitization*), una operación por la cual los bancos ceden sus créditos a inversores externos. Este modelo de operación fue llamado “originar y distribuir” (*originate and distribute*): los bancos originaban el crédito y lo distribuían inmediatamente, obteniendo por ello una rentabilidad (por el diferencial de tipos de interés del activo y del pasivo y por las comisiones cobradas), liquidez (no tenían que esperar a recuperar el crédito concedido para volver a iniciar la siguiente operación) y reducción del riesgo.

El proceso por el cual un banco titulariza sus activos (crédito hipotecario, de consumo, de tarjeta de crédito, a estudiantes, etc.) es complejo, y puede resumirse así. El banco crea una sociedad (*special purpose vehicle*, SPV) que compra al banco aquellos activos, financiándolos mediante una emisión de bonos, cuya calificación de calidad crediticia otorgaba una agencia de *rating*, de acuerdo con el riesgo de los activos. Los bonos emitidos por el SPV se llaman CDO (*collateralized debt obligations*), y se dividen en tramos, con diferentes rentabilidades y riesgos. Para reducir su riesgo y hacerlos más atractivos, el SPV los asegura comprando un CDS (*Credit default swap*), emitido por otra entidad (por ejemplo, una compañía de seguros), que le asegura que, si el deudor no paga, el asegurador lo hará. Estos CDS cumplían una función muy

importante, porque daban garantía de pago y eludían la necesidad de hacer el seguimiento de la calidad crediticia subyacente. Aunque el SPV es propiedad del banco, una entidad independiente corre a cargo de su gestión; la responsabilidad del banco se limita a la deuda contraída con los inversores que han comprado los bonos emitidos por el SPV, de modo que éste puede tener un apalancamiento mucho más alto que el del banco, lo que multiplica sus oportunidades de beneficio.

De nuevo, esto plantea numerosos problemas para la institución y para el sistema. Los bancos corrían con mucho más riesgo del que pensaban, porque se quedaban con la parte peor valorada de los CDO (la parte de *equity*). La colocación de los SPV fuera de balance parecía dejar a la institución sin riesgo y con capital suficiente, pero eso era sólo una ficción que se corregiría cuando empezase a caer el valor de los activos y los mercados en que éstos se comercializaban se cerrasen por falta de liquidez, porque entonces el SPV sufriría problemas de liquidez y, sobre todo, de solvencia, y el banco no podía desentenderse de esos problemas, porque tenía el compromiso de proporcionar liquidez a los SPV –y muchos de ellos acabaron volviendo al balance de los bancos que los crearon. El apalancamiento elevado de los SPV aumentaba la rentabilidad, pero elevaba el riesgo. Este era frecuentemente infravalorado por las entidades, también por los incentivos perversos de sus analistas y directivos: la remuneración de éstos se establecía de acuerdo con los resultados a corto plazo, lo que impulsaba a conductas que aumentaban esa rentabilidad, pero que creaban riesgos, quizá poco probables (*tail risk*), pero que, si se materializaban, podían tener consecuencias graves para las instituciones. El procedimiento de trocear los activos y repartirlos como garantía de varios pasivos ocultaba el contenido de cada uno de ellos, de modo que, si surgían dudas sobre su valor, la falta de transparencia haría que ese valor cayese violentamente –y, por extensión, esto perjudicaría a otros activos, que tendrían la misma falta de transparencia.

La valoración de los activos corría a cargo de las empresas (mal llamadas agencias) de *rating*. Pero éstas tenían problemas técnicos (los modelos que utilizaban se basaban en supuestos altamente simplificados, y no disponían de un historial suficiente para valorar adecuadamente sus parámetros) y éticos (conflicto de intereses: el volumen de negocio de la agencia estaba correlacionado con la valoración de los activos de los clientes que pedían el *rating*). Y la generosidad de las valoraciones acentuaba la confianza de los inversores, de modo que los niveles de riesgo asumidos crecían. En todo caso, los CDO no se valoraban en mercados abiertos, sino en operaciones entre cliente y proveedor (*over-the-counter*), de modo que, en caso de duda sobre ese valor, se convertía en ilíquido, por falta de mercado, y el poseedor del activo no podía venderlo, ni siquiera con grandes pérdidas.

Todo ello nos introduce ya en el tercer cambio importante experimentado por el sistema financiero: un incremento considerable de la complejidad de sus instrumentos, operaciones y agentes. Tradicionalmente, la institución financiera clave habían sido los bancos comerciales, que estaban sujetos a una estricta regulación, supervisión y garantías (seguro de depósitos) para mantener siempre la confianza de sus acreedores, sobre todo de sus depositantes. En la actualidad, distintas entidades (bancos comerciales y de inversión, *hedge funds*, compañías de seguros, fondos de pensiones, diversos tipos de *brokers* y *dealers*, etc.) llevan a cabo todo tipo de operaciones entre ellos y están sujetos a regulaciones y mecanismos de supervisión muy distintos. Las entidades no incluidas en los esquemas tradicionales de regulación y supervisión forman el llamado sistema financiero “en la sombra”.

A lo largo del tiempo, muchas de las regulaciones se han ido suprimiendo o suavizando, de modo que las barreras para llevar a cabo ciertas operaciones se han desdibujado. Por tanto, en ese sistema la competencia ha crecido mucho, de modo que las entidades tienen incentivos a



instalarse en países en los que la regulación o la supervisión son más laxas (arbitraje regulatorio), a desarrollar operaciones poco reguladas (los SPV), o a tratar de entrar en segmentos de mercado más rentables, con lo que acaban llevando a cabo operaciones parecidas –un claro fallo de regulación. En teoría, cada entidad debería asumir los riesgos que desee, en función de la rentabilidad que espera obtener. En la práctica, todas comparten riesgos a menudo no bien definidos, porque la solvencia de una entidad depende de la solvencia de las entidades cuyos activos posee la primera, directamente o, a menudo, a través de otras entidades (riesgo de contrapartida). El resultado es que ya no basta la regulación y supervisión de los bancos comerciales, porque su financiación y su solvencia dependen cada vez más de las entidades “en la sombra” que, además, llevan a cabo, en la práctica, muchas de las funciones de los bancos.

Y el sistema funciona de manera procíclica: cuando sube el valor de los activos y bajan los tipos de interés, en la fase expansiva del ciclo, se ven animadas a aumentar sus pasivos para comprar nuevos activos, con un fuerte apalancamiento permitido por la laxitud regulatoria de algunas instituciones y por los bajos tipos de interés. El resultado ha sido una espiral de subida del valor de los activos, mayor endeudamiento, nueva compra de activos y subida de su valor, etc., en un ambiente de euforia –y lo contrario ocurrirá en la fase bajista de los precios de los activos.

Y, finalmente, el sistema está globalizado, gracias a la progresiva eliminación de las barreras a los movimientos de capitales. En todo caso, las instituciones norteamericanas siguen canalizando el mayor volumen y protagonizando las innovaciones financieras: por eso los activos estructurados por sus bancos de inversiones acabaron en la cartera de entidades de todo el mundo. Y también por eso, si estalla una crisis, se convertirá pronto en una crisis global.

## La crisis financiera y la recesión

A principios de 2004, la tasa de inflación empezó a subir en Estados Unidos (pero no en Japón ni en la zona euro). En diciembre, la Fed cambió el signo de su política: en un año, el tipo de los fondos federales pasó del 1,75% al 4,25% (llegó al 5,25% en junio de 2006). Se esperaba que esto moderara la demanda de viviendas y el consumo, sin llegar a provocar una paralización del mercado inmobiliario; la inversión empresarial crecía a buen ritmo, y se esperaba que la depreciación del dólar mantuviera el crecimiento de las exportaciones. Pero la desaceleración fue más rápida de lo que se esperaba, porque las familias estaban fuertemente endeudadas, y también porque la subida de precios del petróleo y de las primeras materias estaba recortando la renta disponible. Por ello, la Fed empezó a bajar los tipos de interés en septiembre de 2007.

Pero un mes antes ya había estallado la crisis financiera. Empezó meses atrás, con un aumento de la morosidad de las hipotecas *subprime*; los activos financieros emitidos con garantía de esas hipotecas perdieron valor; los poseedores de bonos con garantía de CDS exigieron el valor de rescate; las compañías de seguros que habían emitido los CDS pagaron, hasta que las pérdidas fueron excesivas (y entonces quebraron, o fueron rescatadas por el Gobierno), y los bancos vendieron activos para ofrecer garantías, lo que acentuó la caída de su precio. El mercado de esos activos se hizo menos líquido, y la caída de precios se extendió a otros mercados, porque las instituciones que necesitaban liquidez vendían otros activos, quizás en otros países.

El problema pasó a ser la valoración de los activos emitidos con garantía de hipotecas, en un mercado en que su precio bajaba continuamente y en el que la liquidez había desaparecido.

Porque, como hemos explicado, esas hipotecas se habían troceado y repartido como garantía de muy diversos CDO que, a su vez, habían servido para generar otros CDO, de manera que no se sabía cuál era el contenido insolvente (“tóxico”) de cada uno de ellos.

Las dudas sobre el valor de los activos se extendieron a las instituciones que los poseían. La prima de riesgo creció rápidamente, elevando los tipos de interés en los mercados mayoristas de crédito; la oferta de liquidez se redujo drásticamente, ya en agosto de 2007. Y como muchos tipos de interés de créditos están indicados con los interbancarios, el coste de los fondos para familias y empresas aumentó, al tiempo que las instituciones financieras redujeron drásticamente su oferta de crédito, porque necesitaban liquidez, y porque el riesgo de sus clientes había aumentado.

Los bancos necesitaban liquidez, y la retenían, porque temían que, al vencer los pasivos que habían emitido, no conseguirían nueva financiación en los mercados –y también porque no se fiaban de la solvencia de las entidades que les pedían crédito. El problema, pues, pasó a ser la solvencia: la caída del valor de los activos de entidades fuertemente apalancadas puso a algunas en situación de quiebra, y el reconocimiento de las pérdidas de una entidad abría inmediatamente interrogantes sobre las que tendrían las demás.

Como ya hemos señalado antes, la crisis fue global. Los mecanismos de transmisión fueron varios. En algunos países, la banca había adquirido activos estructurados por los bancos de inversiones norteamericanos, de manera que la caída del valor de aquellos activos puso inmediatamente en dificultades a esos bancos. En otros, sobre todo en países emergentes, fue la venta forzada de activos por los bancos norteamericanos y europeos lo que llevó a la caída de sus mercados y a la pérdida de valor de sus bancos. Y a todos afectó el aumento de la prima de riesgo y el cierre de los mercados mayoristas.

La fase más crítica de la crisis financiera se produjo en octubre de 2008, cuando el pánico empujó a los inversores a vender todo tipo de activos, provocando una cadena de caídas en los mercados. Ese fenómeno se atribuyó a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre (ninguna entidad parecía suficientemente grande como para que el gobierno no la dejase caer), pero influyó en aquel pánico la indeterminación del plan de rescate diseñado por el Tesoro y la Fed (el *Troubled Assets Relief Program*).

En los meses finales de 2008, las instituciones financieras continuaron inmersas en un proceso de venta de activos y reducción del crédito. El Fondo Monetario Internacional estimaba en enero de 2009 que las pérdidas en el sistema bancario mundial podrían elevarse a 2,2 billones de dólares (0,8 miles de millones más que en octubre de 2008), una cifra que puede ser mayor porque los riesgos macroeconómico (caída de la actividad) y crediticio (deterioro de la solvencia de los deudores) siguen aumentando.

A principios de 2009 se apreciaba una ligera mejora en algunos mercados (reducción de los tipos interbancarios, recuperación del papel comercial), pero se debía más a la acción de los gobiernos y de los bancos centrales que a la recuperación de la confianza entre los agentes. La acumulación de liquidez en las instituciones financieras seguía siendo elevada. Y los riesgos en los mercados emergentes eran crecientes.

El impacto de la crisis financiera sobre la economía real seguía notándose con toda su crudeza. El Fondo Monetario Internacional pronosticaba en enero un crecimiento mundial del 0,5%, con tasas negativas en casi todos los países avanzados (-1,6% en Estados Unidos, -2,0% en la zona euro, -2,6% en Japón, -2,8% en Reino Unido) y muy bajas en las economías emergentes (-0,7% en Rusia, -0,3% en México, 1,8% en Brasil), incluso en aquellas que han presentado altos

crecimientos en el pasado reciente (6,7% en China, 5,1% en India), con unas expectativas de recuperación débil en 2010.

## El marco futuro

¿Cómo será el entorno macroeconómico después de la crisis y la recesión actuales? ¿Es previsible que se repitan las condiciones que llevaron a la situación actual?

Se supone que los economistas sabemos hacer predicciones condicionales, del tipo “si pasa A (y todo lo demás permanece constante), pasará B”. El problema es que no sabemos qué es A, porque los gobiernos y los bancos centrales están tomando nuevas medidas conforme van apareciendo nuevos problemas. Y, además, nada es constante. Lo más probable es, pues, que en las condiciones actuales cualquier ejercicio de prospección esté condenado al fracaso. Podemos intentar, sin embargo, algunas reflexiones, que exponemos a continuación.

A principios de 2009 los gobiernos están tomando medidas en dos frentes: 1) contener la recesión e impulsar la recuperación, y 2) detener la crisis financiera (un tercer frente, el de preparar el marco institucional, regulatorio y legal del sistema financiero en el futuro está todavía en fase de estudio). En el primer frente, la política monetaria no resulta útil en el contexto actual; por tanto, los gobiernos confían en la política fiscal, pese a los interrogantes que plantea sobre su eficacia, el retraso con que se notarán sus efectos sobre la producción y, sobre todo, el impacto de la emisión masiva de deuda pública sobre los tipos de interés y, por tanto, sobre la financiación del sector privado.

El futuro próximo –digamos los próximos tres años– dependerá de la evolución de la recesión y de la eficacia de las medidas que están tomando los gobiernos. Más allá de ese plazo, la situación del marco macroeconómico mundial que aquí nos ocupa vendrá condicionada por unos cuantos factores:

- 1) ¿Volverá a repetirse un entorno de bajos tipos de interés? En el corto plazo, la respuesta parece ser afirmativa, dada la formidable creación de liquidez mundial a cargo de los bancos centrales. Pero esa liquidez se queda en el balance de los bancos, donde cumple una función de precaución, y será innecesaria cuando los mercados se recuperen. La clave estará entonces en la capacidad y voluntad de los bancos centrales para retirarla a tiempo. Técnicamente no deben tener dificultades para hacerlo, pero el retraso y las dudas sobre la recuperación, y las presiones de las entidades y sectores menos dinámicos, pueden devolvernos a un entorno de tipos de interés demasiado bajos. O, más probablemente, a una aceleración de la inflación cuando la recuperación se consolide, aunque se supone que los bancos centrales habrán aprendido las consecuencias de una política monetaria demasiado permisiva durante demasiado tiempo.
- 2) Un elemento nuevo en el entorno futuro, al menos en los próximos años, será el crecimiento del gasto y del déficit público, que no desempeñaron un papel significativo antes de la crisis (salvo por la contribución al saldo por cuenta corriente). Ahora, muchos gobiernos están sacrificando la disciplina fiscal en aras de una recuperación inmediata de la demanda agregada, pero los costes de estas medidas se manifestarán a medio plazo. El más importante será el encarecimiento del crédito, por el crecimiento de la demanda mundial de fondos y por la prima de riesgo.

- 3) ¿Volveremos a ver las altas tasas de crecimiento de los últimos años? Probablemente, no, durante bastante tiempo. Por el lado de la demanda, el consumo se moderará, al menos en los países más afectados por la recesión, como España. Las familias tendrán que reducir su endeudamiento, lo que supondrá una mayor propensión al ahorro, al menos durante unos años. Si los tipos de interés son más altos, como hemos apuntado, la demanda de crédito para consumo será también menor. La atonía del mercado inmobiliario durará aún varios años, hasta que se reduzca el stock de viviendas no vendidas.

La demanda de inversión también se moderará, por el menor crecimiento del consumo y los tipos de interés más altos. En cuanto a las exportaciones, si el crecimiento mundial sigue siendo bajo, no serán un motor importante, a menos que se recupere la capacidad competitiva del país vía moderación de costes, aprovechamiento de sus ventajas comparativas e innovación.

- 4) A medio y largo plazo, la estructura de la producción cambia continuamente. Después de la crisis, el sector inmobiliario, el de la construcción y el financiero deberán reconducirse hacia dimensiones más sostenibles, al menos en los países en los que se produjeron burbujas inmobiliarias, y siempre que la política de obras públicas no dé un nuevo impulso a la construcción. Qué otros sectores tomarán el relevo dependerá de la estructura y condiciones de cada país, sobre todo de su capacidad de generar iniciativas emprendedoras y de la flexibilidad para desplazar recursos hacia los sectores con futuro. De ahí la importancia de las reformas estructurales: competencia, desregulación, flexibilidad del mercado de trabajo, fomento del capital humano y de la innovación, etc.
- 5) En el largo plazo, la clave del crecimiento de un país es su tasa de crecimiento potencial, que depende de dos variables: la oferta de mano de obra (que probablemente será menos dinámica, por el impacto de la recesión sobre la inmigración) y su productividad, que, a su vez, depende de variables como la dotación de capital físico y humano, la tecnología, su capacidad innovadora, etc. Pasada la recesión, muchas de esas variables volverán a su tendencia pasada, aunque es probable que se produzcan cambios significativos: aumentarán, por ejemplo, las regulaciones en el sector financiero; los tipos de interés y las primas de riesgo serán más altas; el volumen de crédito no crecerá como antes y, por tanto, la formación de capital será menor. En resumen, es probable que la capacidad de crecimiento sea más moderada que cuando la vivienda lideraba la economía.
- 6) ¿Se reducirán los desequilibrios mundiales, y en concreto el desfase entre el ahorro de unos países y el gasto de los otros? Es probable que sí, pero de una manera limitada. Por el lado de los que ahora tienen cuentas corrientes negativas, el mayor ahorro de las familias se verá compensado por el desahorro de los gobiernos; el resultado puede ser ambiguo. El ajuste dependerá de la velocidad de caída de la renta (en España, la recesión es casi la única vía de ajuste del saldo exterior) y de los movimientos de los tipos de cambio. La evolución de éstos es poco previsible, más allá de la esperada tendencia a la depreciación del dólar para atraer los capitales necesarios para sus políticas de estímulo y moderar su déficit por cuenta corriente.

Del lado de los países ahora con superávit, el ahorro de los emergentes se verá reducido por la recesión, y es probable que en el futuro sea menor, si, por ejemplo, el crecimiento del consumo se acelera en China. También los países productores de petróleo reducirán sus excedentes a corto plazo, aunque pueden aumentarlo a más largo plazo, como veremos más adelante. Es probable, con todo, que cambie el mapa de países proveedores y demandantes de fondos. Las políticas fiscales expansivas de muchos países exigirán entradas de capitales

netas, que sólo serán posibles si sus saldos por cuenta corriente son negativos –y esto contribuirá a la elevación de los tipos de interés a nivel global. Y si la demanda mundial de activos seguros (deuda pública) sigue siendo alta, es probable que el déficit corriente norteamericano vuelva a ser elevado, sin que esto represente un problema para la economía mundial.

- 7) Los precios del petróleo volverán a recuperarse cuando se recupere la demanda, y entonces se agudizará la escasez de oferta, acentuada por la actual fase de precios bajos y las insuficientes inversiones en prospección y explotación. Es probable, pues, que la tendencia a un petróleo más caro se acelere en el futuro.
- 8) En los debates recientes se han hecho predicciones que pertenecen al campo de la economía ficción: por ejemplo, el desmantelamiento de la zona euro o su abandono por parte de algún país. Esto es muy poco probable, porque los costes de credibilidad de sus políticas y su prima de riesgo serían prohibitivos. Otra cosa es que los países de la zona euro sean capaces de poner en práctica nuevas políticas, desde la liberalización de sus mercados hasta mecanismos únicos o más coordinados de supervisión y regulación financiera: el dinamismo del Viejo Continente seguirá siendo reducido.

Estados Unidos viene perdiendo peso en la economía mundial, y es previsible que esa tendencia continúe, en beneficio no de Europa ni de Japón, cuyas fortalezas no saldrán mejoradas de la recesión, sino de los emergentes, sobre todo China e India, aunque ambas presentan incógnitas importantes: la sostenibilidad política, la paz social y la transición pacífica a la democracia (si es que se produce) del régimen chino, los desequilibrios sociales, económicos y políticos de India, el declive de Rusia...

- 9) La crisis financiera de 2007 no ha sido una crisis del capitalismo, pese a las reacciones que ha provocado: hoy por hoy, desacreditado como está, sigue siendo la mejor alternativa disponible. Es probable que la recesión acentúe el proteccionismo, intervencionismo y nacionalismo económicos, pero esto sólo puede perjudicar la capacidad de crecimiento mundial. En todo caso, es importante que se desarrolle una nueva regulación financiera, más cuidadosa y prudente, junto con instrumentos de valoración de las necesidades mundiales de liquidez.
- 10) Uno de los sectores más afectados por la crisis de 2007 será el de la ciencia económica. No se trata ya de si volvemos o no a Keynes, sino de la puesta en duda de los supuestos de nuestros modelos. No sabemos por dónde irán los nuevos enfoques, pero, sin duda, se van a producir cambios importantes.

## Conclusiones

Pocos expertos previeron con antelación la recesión actual. Y esto es razonable: la política practicada, no muy contractiva, no justificaba la recesión que se ha producido. Pero no contábamos con un factor nuevo: la crisis financiera. Esta fue prevista por unos pocos, que se dieron cuenta de que el crecimiento del crédito inmobiliario era insostenible, y de que el balance de muchas instituciones financieras escondía riesgos nuevos. Pero no resultaba fácil, a partir de los problemas de algunos países o instituciones, predecir una crisis sistémica y globalizada –al menos esto no era predecible hasta que empezó a aumentar la morosidad de las hipotecas de alto riesgo, a principios de 2007.

En las páginas anteriores hemos explicado el entorno macroeconómico y financiero en que se movía la economía global y su conexión con la crisis. A posteriori resulta fácil entender cómo los bajos tipos de interés, la abundancia de liquidez, la creación de oportunidades de beneficio que condujeron a las burbujas y los errores de política desembocaron en una crisis financiera primero y en una profunda recesión después. De todos modos, lo importante no es encontrar culpables, sino, sobre todo, introducir las reformas necesarias para que la crisis no vuelva a ocurrir. Aunque, a la vista de la historia de los dos últimos siglos, la mejor profecía que podemos hacer es que la crisis se repetirá, porque el hombre es el único animal que tropieza muchas veces en la misma piedra. Lo máximo que podemos esperar es que el próximo tropiezo tarde mucho en producirse, y que sus consecuencias sean menos negativas que las de la crisis actual.