

LA GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ



Master Mercados Financieros

IDEC Pompeu Fabra

Tristán Torres Velat.

Ramón Riu Paül.

Adrian Ortiz Arias.

ÍNDICE

1. Concepto de Liquidez.

- 1.1. Origen del dinero:
 - 1.1.1. Definición de dinero.
 - 1.1.2. Historia del dinero.
 - 1.1.3. Funciones del dinero.
- 1.2. Concepto de liquidez:
 - 1.2.1. Definición de liquidez.
 - 1.2.2. Medidas Básicas de liquidez.
- 1.3. Teoría Keynesiana de la preferencia por la liquidez.
- 1.4. Otras Teorías sobre la gestión de la liquidez.

2. Medidas globales adoptadas frente a la crisis.

- 2.1. Cronología de la crisis.
- 2.2. Causas que han provocado la crisis.
- 2.3. Medidas adoptadas por zonas Económicas:
 - 2.3.1. Estados Unidos.
 - 2.3.2. Zona Euro.
 - 2.3.3. Asia.
- 2.4. Reunión del G20 Abril 2009.

3. Hipótesis:

- 3.1. Hipótesis de Bob Esponja.
- 3.2. System Crash.
- 3.3. Creación de un Bad Bank.
- 3.4. La punta Del Iceberg.

“El dinero es una de las instituciones básicas de la sociedad. No es posible la división del trabajo y el conocimiento en cierta complejidad sin dinero, que en realidad no es sino un aspecto más de una sociedad en desarrollo.”

Bitácora de José Carlos Rodríguez.

1.1. Origen del Dinero:

1.1.1. Definición de Dinero.

La palabra Dinero es derivada del latín denarium, el cual era una moneda que utilizaron los romanos para realizar sus actividades comerciales.

La aparición del dinero constituye uno de los grandes avances de la civilización humana en toda su historia.

Cualquier medio de cambio generalmente aceptado para el pago de bienes y servicios y la amortización de deudas. El dinero también sirve como medida valor para tasar el precio económico relativo de los distintos bienes y servicios.

El número de unidades monetarias requeridas para comprar un bien se

denomina precio del bien. Sin embargo, la unidad monetaria utilizada como

medida del valor no tiene por qué ser utilizada como medio de cambio. Durante el periodo en que América del Norte era una colonia, por ejemplo, la moneda española era un importante medio de cambio mientras que la libra esterlina británica era el patrón de medida del valor.

1.1.2. Historia del dinero.

Desde tiempos remotos el hombre ideó sistemas para dar valor a las cosas y poder intercambiarlas, primero se utilizó el trueque, después el intercambio y luego surgió el dinero.

Las primeras monedas que se conocen, se acuñaron en Lidia, la actual Turquía en el Siglo VII A. de C., eran de electro aleación natural de oro y plata, ya que para todos los pueblos el oro era el metal más valioso seguido de la plata, patrón que se traslado a la fabricación del dinero.

Durante siglos en Grecia, casi 500 Reyes y 1.400 ciudadanos, acuñaron sus propias monedas, y se estableció la costumbre de adornar cada moneda con el dibujo de su emblema local y se creó el primer sistema monetario unificado, que, con la caída del imperio se derrumbó, entonces obispos, propietarios y diversas localidades se dedicaron a acuñar monedas, esta dispersión fue habitual hasta la época de CARLO MAGNO, que reformó el sistema en el siglo VIII y devolvió el control de su emisión, al poder central.

El pionero en utilizar billetes, fue el emperador mongol, KUBALI KHAN en el Siglo XI, para él, era el certificado de propiedad de una cantidad de monedas de oro en Europa, en sus inicios, los billetes eran certificados sobre la existencia de un depósito de oro en un banco.

A finales del Siglo XVI, cuando el público empezó a usarlo para saldar deudas y realizar pagos, los bancos emitieron certificados por cantidades fijas, los primeros billetes oficiales se emitieron en 1694, por el Banco de Inglaterra,

así nació un nuevo tipo de dinero, el fiduciario, a diferencia de las monedas de la época, el billete solo tenía valor representativo.

Históricamente, nació primero la cédula del Banco Nacional de San Carlos 1798, segundo, la primera emisión de billetes del Banco de España 1856 y tercero, los billetes de 50 Ptas., que circularon en la republica española de 1931.

¿Qué tienen en común las conchas marinas, las semillas de cacao, las piezas de ámbar, marfil o jade, las cuentas ornamentales, los clavos, la sal y el ganado vacuno? Es muy sencillo. Todos éstos, y cientos de otros objetos heterogéneos, alguna vez sirvieron como instrumentos de intercambio y medios de pago, sobre todo antes de inventarse la acuñación de monedas. Sin embargo, aun después de enraizada la cultura monetaria en los pueblos antiguos, la moneda no siempre llegó a desplazarlos totalmente.

Si hoy hablamos de salario, es porque en un tiempo los soldados de la Antigua Roma recibían su paga en sal, y si usamos las palabras pecunia y pecuniario, es porque el ganado, también en Roma, se usó como medio de intercambio, y pecus, en latín, significa "ganado". Por eso, implantada la moneda, los romanos hablaban de pecunia pesata cuando las monedas se pesaban para determinar su valor, y de pecunia numerata cuando, en una fase más avanzada, ya no había que pesarlas, pues se les asignaba un valor numérico fijo.

El dinero se desarrolló en muchas áreas del mundo, remotas entre sí, y en distintas épocas. Surgió además, por razones que no fueron sólo económicas y

comerciales, sino políticas, religiosas y sociales (por Ej. Pagar tributos que los gobernantes exigían, presentar ofrendas a los dioses, comprar una esposa, pagar la dote al novio, o indemnizar a víctimas de delitos).

La tendencia de los seres humanos a intercambiar cosas entre sí con la intención de atender necesidades no cubiertas, parece formar parte de su propia condición y viene siendo la actividad básica en todas las culturas desde el principio de los tiempos conocidos. Muchos y muy diversos son los elementos, siempre tomados de la naturaleza, que las sociedades han asumido como medida de valor o patrón de referencia, hasta que, buscando estabilidad y control por parte de los poderes públicos, llegaron las monedas.

- Primeros tipos de dineros:

Tipos de dineros

- Hierro
- Cobre
- Bronce
- Vino

Primeros tipos de monedas:

CONCHAS

Usadas como moneda durante miles de años en grandes zonas de África, el Océano Índico y Oceanía.

Las conchas de caurí se usaron como medio de pago en la India, en el

Medio Oriente y en China, continuando en circulación en los tiempos históricos en gran parte de Asia, África y en las islas del Pacífico, en un área que iba desde Nigeria

hasta Siam y desde Sudán hasta las Nuevas Hébridas. Todavía hoy su uso no se ha extinguido del todo; cuando los japoneses invadieron Nueva Guinea en 1942, distribuyeron gratuitamente cauríes, de tal forma que causaron un descenso en su valor, perjudicando la estabilidad económica y financiera de la zona.

CACAO

Moneda en la América precolombina y en los primeros años de la

colonización. Estas almendras de cacao utilizadas como moneda dieron

lugar a fraudes a base de vaciar, con gran cuidado, el interior de la semilla para rellenarla, posteriormente, con arena.

PLUMAS EXÓTICAS

Diversas culturas de la América prehispánica hicieron uso de las plumas de

aves exóticas como el quetzal y otras. Hasta comienzos de la colonización

española, muchas de las culturas precolombinas hicieron uso de estas plumas

de aves exóticas.

SAL

Amplias zonas del mundo, fundamentalmente desérticas, usaron la sal de la

roca como valor de referencia en sus intercambios comerciales. Durante el

imperio romano el trabajo se pagaba con sal puesto que este es un producto

imprescindible para la conservación de alimentos. De ahí viene que

actualmente utilicemos la palabra SALARIO.

ÁMBAR

Resina fósil, se utilizó como moneda en el mundo antiguo junto con otros

minerales o rocas como el sílex tallado. Resina fósil de los árboles de hace 300

millones de años, utilizada como moneda en la antigüedad, tanto por su belleza como por su durabilidad. Actualmente se utiliza fundamentalmente en joyería.

En ocasiones estas piezas incluyen fósiles de insectos. Concretamente en Peñacerrada (Araba) se ha encontrado recientemente un yacimiento de este tipo. El yacimiento más importante está en la costa sur y oriental del mar Báltico.

PIELES

Han convivido con el dinero convencional en amplias zonas del mundo casi hasta nuestros días. Además de su utilidad para protegerse del frío, las pieles de muchos animales se han utilizado en diferentes regiones y épocas a lo largo de la historia como moneda de intercambio de otros bienes.

CEREALES

Junto con las legumbres, han sido desde antiguo patrón de intercambio en culturas no relacionadas entre sí: México, China, Egipto, etc. En las islas Filipinas, hasta hace muy poco tiempo se utilizaba el arroz como patrón de cambio.

ESPECIAS

La escasez de especias en Europa las convirtió en elemento de intercambio desde antes de la edad media. Las especias venidas de Oriente fueron muy valoradas por su escasez y variadas aplicaciones, lo que las convirtió en un valioso instrumento de cambio. La ruta de las especias dio lugar a los grandes descubrimientos durante el Renacimiento.

COBRE

Metales no preciosos como el cobre y el hierro, en forma de varillas y utensilios, se usaron como dinero para pagos menores. El uso de los metales como base y medida de valor dentro de las transacciones se generaliza dada su inalterabilidad, maleabilidad, divisibilidad, etc. Además, eran aceptados en casi todos los mercados.

PLATA

Metal precioso que, en crudo, en polvo o batido, circuló de mano en mano, siendo su peso el criterio de intercambio. Su escasez le otorga un mayor valor, lo que resulta ventajoso para evitar ir cargando con el peso que supondría su equivalente en bronce o en hierro. En la época medieval, la plata fue más valiosa que el oro. Hoy la plata se utiliza en electrónica, para platear en joyería, y en la industria fotográfica.

ORO

Su importancia como medio de pago le viene dada por escaso y perdurable. Su uso, atendiendo sólo al peso, se extiende hasta la actualidad. La fiebre del oro llevó a las gentes a vivir en zonas de la Tierra que van desde el Ártico helado hasta el desierto abrasador. El oro ha sido patrón de valor hasta hace pocos años en Europa, y su mercado sigue moviendo mucho dinero en nuestros días. Al igual que en el resto de metales era valorado según su peso.

- MONEDAS

Su aparición soluciona el doble problema de peso y número hasta ahora resuelto separadamente. El valor de las piezas de metal estaba relacionado con su peso. Para evitar esta incomodidad nace la moneda. De esta manera, su valor se rige por sus inscripciones y dibujos.

- Clases de moneda

Según el material constitutivo.

- Moneda metálica o moneda tipo. Está acuñada en material precioso. Su valor extrínseco es prácticamente igual a su valor intrínseco. Se usan para atesoramiento (Ej. : mejicano oro, libra inglesa).
- De vellón o subsidiaria. Está constituida por aleaciones de metales no preciosos. Su valor extrínseco es superior a su valor como metal.
- Billetes de papel. En lugar de utilizar metales, se utiliza papel. Hay dos clases: moneda de papel y papel moneda.

Según su convertibilidad:

Una moneda o billete es convertible cuando se los puede cambiar por la moneda tipo, en cualquier momento.

- Moneda de papel: es convertible.
- Papel moneda: no es convertible.

Según la razón de su existencia.

- Moneda real o de circulación. Billetes y monedas que circulan dentro del país y que son utilizados en las transacciones.

Moneda ideal o de cuenta. Es una moneda inexistente, pero que se utiliza

como medida de valor en ciertas circunstancias. (Ej. : "galeno" para los médicos, "caduceo" para los profesionales en ciencias económicas).

¿CUÁNDO APARECE EL PAPEL MONEDA?

Otra vez los chinos fueron los primeros. Ya en el siglo IX d. C., durante la dinastía Tang, aparecieron los primeros bancos en los que la gente depositaba sus monedas y a cambio se le extendía un certificado por el importe depositado que servía como medio de pago. Así la gente no tenía que movilizarse con las pesadas piezas de plata. En Occidente recién en el siglo XIV comenzó a utilizarse este sistema que llegó a imponerse con el tiempo.

En la historia de la moneda como medio de intercambio, cuyos orígenes se remontan al siglo VII antes de Cristo, el uso del papel como soporte físico del dinero es relativamente reciente, ya que no se tiene constancia del mismo hasta el siglo VII de nuestra era, en la China de la Dinastía Tang.

En Europa habrá que esperar hasta el siglo XVII para que surjan los primeros ejemplos de papel moneda, ya sea por su expresa impresión o porque el uso los dio dicha condición, como es el caso de los pagarés o promesas de pago contra una cantidad depositada en los comercios especializados que empezaron a denominarse bancos. Previamente se había generalizado la custodia del oro y de las joyas de las familias adineradas por parte de los orfebres, quienes entregaban resguardos con su firma y sello a los depositantes. Al igual que los pagarés, tales resguardos acabarían siendo

aceptados como medios de pago en las transacciones. El uso de ambos documentos hacía más rápidos y seguros los intercambios, al evitar tener que cargar con pesadas piezas de oro o plata en los largos y peligrosos viajes de la época.

Durante el siglo XVIII se irán fundando bancos para satisfacer las necesidades financieras de los estados y los particulares, sustituyéndose gradualmente sus emisiones iniciales de pagarés, vales, bonos, etc., por billetes. Así, en nuestro país, el Banco de San Carlos, antecedente del Banco de España, lanzó su primera emisión de billetes en 1783. Con todo, habrá que esperar al siglo XIX y al enorme impulso que recibieron los bancos con la gran demanda financiera que la revolución industrial trajo consigo, para que el papel moneda se afiance definitivamente.

En 1874 el Banco de España se establece como único banco emisor nacional. Por entonces, en cada país, eran múltiples los bancos que emitían sus propios billetes, garantizando muy difícilmente la convertibilidad de los mismos con sus reservas de metales preciosos. Es la centralización de la emisión de un solo banco controlado por los gobiernos, unida a los avances en las artes gráficas, lo que permite apreciar en el papel moneda su utilización como testimonio del “espíritu oficial” de la época: junto a la expresión de su poder liberatorio en el pago de las deudas, en sus anversos y reversos se representan unos personajes contemporáneos o históricos, anónimos o distinguidos, monumentos, paisajes,... que no son sino símbolos propuestos

por el poder político del momento como síntesis representativas e idealizadas de identificación colectiva.

1.1.3. Funciones del Dinero.

- Facilitar el intercambio de mercaderías por tratarse de un bien convencional de aceptación general y garantizado por el estado.
- Actuar como unidad de cuenta, es decir, expresar en determinadas unidades los valores que ya poseen las cosas. En este caso, se denomina función numeraria.
- Patrón monetario. Regulación de la cantidad de dinero en circulación en una economía, a través de una paridad fija con otro elemento central que lo respalda, que puede ser un metal precioso o una divisa fuerte de aceptación generalizada en el ámbito internacional para todo tipo de transacciones comerciales.

1.2. Concepto de liquidez:

1.2.1. Concepto de liquidez:

Liquidez es posesión de la empresa de efectivo necesario en el momento oportuno que nos permita hacer el pago de los compromisos anteriormente contraídos.

En cuanto sea más fácil convertir los recursos del activo que posea la empresa en dinero, gozará de mayor capacidad de pago para hacer frente a sus deudas y compromisos.

Sin embargo, debe aclararse que la liquidez depende de dos factores:

1. El tiempo requerido para convertir los activos en dinero.
2. La incertidumbre en el tiempo y del valor de realización de los activos en dinero.

1.2.2. Medidas básicas de liquidez:

Las medidas básicas de la liquidez son:

1. El capital neto de trabajo: El Capital de Trabajo no es más que la inversión de una empresa en activos a corto plazo (efectivo, valores negociables, cuentas por

cobrar e inventarios). Siempre que los activos superen a los pasivos, la empresa dispondrá de Capital Neto de Trabajo. □□Casi todas las compañías actúan con un monto de esta naturaleza, el cual depende, en gran medida, del tipo de industria a la que pertenezca.

Las empresas con flujo de efectivo predecibles, como por ejemplo los servicios eléctricos, pueden operar con un Capital Neto de Trabajo negativo, si bien la mayoría de las empresas deben mantener niveles positivos del mismo. □□La administración del Capital de Trabajo es sumamente importante, pues los activos circulantes de una empresa típica industrial representan más de la mitad de sus activos totales. En el caso de una empresa distribuidora, estos activos representan aún más.□

2. El Índice o razón de Liquidez: Los índices de liquidez lo ayudan a determinar la capacidad de su firma para pagar las deudas. El índice corriente es importante pues proporciona una indicación de su capacidad para pagar sus cuentas inmediatas. El capital de trabajo es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente. Esta es una cifra importante pues representa la suma disponible para pagar los salarios o

el material o bienes nuevos. Manteniendo un índice apropiado para su movimiento de efectivo podrá aprovechar-se de los descuentos por pronto pago. Su deuda total no debe exceder el 80% de su capital contable y sus deudas a largo plazo no deben exceder el 50% del mismo.

3. Razón de prueba rápida (Prueba de ácido): Es similar al índice de solvencia con la excepción de que el inventario es excluido, el cual suele ser activo circulante menos líquido . Se calcula restándole al activo circulante los inventarios y dividiendo el resultado obtenido entre el pasivo a corto plazo . Esto se debe a que del total de los activos de una empresa, los inventarios suelen ser el renglón menos líquido, además de que pueden producir pérdidas con mayor facilidad. Por lo tanto, esta medida de capacidad para cubrir deudas a corto plazo sin tener que recurrir a la venta de los inventarios es importante.

1.3. Teoría Keynesiana de la preferencia por la liquidez.

1.3.1 Introducción:

JOHN MYNARD KEYNES (1883-1946). Dijo: La política pública, la tributación, los gastos del gobierno, el intervencionismo la inversión estatal, el comercio internacional y las finanzas es el modelo macro para la estabilización Económica de las Naciones. Para ello es necesario administrar y controlar la Economía.

Keynes argumentó que "Es un error el pensar que uno limita sus propios riesgos diversificando mucho entre empresas de las cuales uno sabe poco y no se tiene ninguna razón particular para confiar... El conocimiento de uno y su experiencia son en definitiva limitados y raramente hay, en cualquier momento dado, más de dos o tres empresas en las cuales siento que puedo depositar una confianza completa."

Algunos pueden considerar que el consejo de Keynes respecto a la especulación mantiene su vigencia:(Invertir es) intolerablemente aburrido y sobre exigente para cualquier que esté exento del instinto apostador; mientras que quien lo tiene debe pagar a esta propensión el precio adecuado. Cuando revisaba un importante trabajo en inversión de valores, Keynes argumentó que "compañías industriales bien

manejadas, como regla, no distribuyen el total de sus beneficios a sus Accionistas. En los buenos años, si no en todos los años, retienen parte de sus beneficios y los reinvierten en sus negocios. Por ende hay un elemento de interés compuesto operando en favor de una inversión industrial razonable."

El capitalismo libre de la época moderna, que Smith había anunciado, cuya victoria había sido proclamada por David Ricardo y que Marx había intentado destruir, fue transformado por Keynes. Con la teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, publicada en 1936. El mundo estaba sufriendo todavía el masivo desempleo de la gran depresión. La desesperanza se extendía respecto a un orden económico que dejaba a tantos hombres sin trabajo.

El propósito central de las teorías keynesianas ha sido crear un modelo macroeconómico que explicara la determinación de la renta y el empleo en una economía monetaria moderna. Considerando que el nivel de empleo y la renta global deben determinarse a partir del volumen de la demanda existente y para lograr esto se necesita que el ahorro se invierta; incorporando al Estado para que con el gasto público se logre incrementar el margen de inversión no logrado por la iniciativa privada con el fin de alcanzar mejores ingresos.

Las teorías básicas de Keynes forman parte integral del modelo de determinación del ingreso, la ocupación y la producción. El punto de partida del modelo son los ingresos y posteriormente atiende la producción y el empleo. La teoría Keynesiana sostiene que los componentes de los ingresos nacionales son el consumo, la inversión y los gastos del gobierno. El nivel de consumo depende del nivel de ingresos, la inversión depende de las esperanzas de los inversionistas y los gastos del gobierno se relacionan con los niveles de consumo e inversión y tienen un efecto multiplicador de los ingresos. La producción nacional se determina por la tecnología y los recursos productivos existentes en la economía y los salarios juegan un papel muy importante para la obtención satisfactoria de los trabajadores.

1.3.2. Teoría General:

Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, fue la obra cumbre de Keynes, publicada en 1936. La reacción inicial a este trabajo no fue universalmente favorable, pero gran parte de la esencia de su pensamiento pasó pronto a formar parte de la doctrina económica normalmente aceptada. Durante la II Guerra, publicó un pequeño tratado titulado Cómo pagar la guerra en 1940, en el que desarrolló el concepto del "bache inflacionista" propuso préstamos forzosos, unas veces descritos como ahorros forzosos y otras como pagos diferidos para financiar la guerra. Posteriormente representó a Inglaterra en la conferencia de Bretton Woods en 1944, en la que se

debatíó el proyecto de creación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial y también en otras negociaciones internacionales. Abogó por una organización financiera internacional con importantes posibilidades de expansión monetaria. Su plan no fue adoptado en aquel momento pero sí llegó a realizarse parcialmente más tarde.

La economía política convencional aconsejaba nuevas deflaciones, bajas de salarios y restricciones presupuestarias, pero todos estos remedios demostraban no hacer sino agravar la enfermedad, en lugar de aliviarla. Se oían voces que anunciaban el derrumbamiento del capitalismo y que proclamaban el cumplimiento de las predicciones de Marx. Keynes indicó el camino para una solución diferente y su trabajo proporcionó un marco teórico que contenía tanto un diagnóstico de las enfermedades económicas principales de la época, como sugerencias para su curación. Su pensamiento fue conquistando gradualmente la opinión económica y, bajo su influencia, el pleno empleo se convirtió en un objetivo que fue explícitamente apoyado por los gobernantes de muchos países y buscado mediante las políticas propuestas por él. En las décadas que siguieron a la II Guerra, las depresiones se convirtieron en los países muy desarrollados en suaves y cortas recesiones, transformación que muchos observadores han atribuido a la efectividad de la economía keynesiana.

En la evolución del pensamiento de Keynes las ideas expresadas en la teoría general representan un desplazamiento desde la estabilización de los precios como objetivo de la política pública, a la estabilización de la renta y del empleo a altos niveles. La esencia de esta obra se puede resumir así: La renta nacional es igual a la suma de los gastos de consumo e inversión. Una renta nacional de subempleo indica que los gastos son deficientes. Entre los gastos de consumo e inversión, los de consumo son más pasivos y tienden a variar como respuesta a las variaciones de la renta. Las variaciones de la renta están originadas por las variaciones de la inversión, a las que reflejan en forma ampliada. El gasto de inversión está determinado por la relación existente entre la tasa de retribución de la inversión esperada y el tipo de interés. El tipo de interés refleja la preferencia del público por mantener parte de sus haberes en forma líquida. El gasto deficiente, es decir, insuficiente para generar el pleno empleo, puede ser aumentado mediante el estímulo del consumo y de la inversión. La inversión privada puede ser complementada mediante la inversión pública, o sea, por el gasto compensatorio de las autoridades públicas, que dará por resultado una "economía compensatoria" y la socialización parcial de la inversión.

Keynes construyó esta teoría con la ayuda de un instrumento analítico:

1.-En primer lugar, la función de consumo o propensión al consumo, es decir, la relación funcional entre el consumo y la renta. Formulada en forma media o marginal y tiene su contraparte en la propensión al ahorro, siendo la suma de ambas propensiones igual a la renta o unidad. La relación entre el consumo y la renta se supone bastante estable, y no fija, y ello facilita las predicciones acerca de las cantidades que los consumidores desembolsarán de las diferentes e hipotéticas rentas.

2.-En segundo lugar, el multiplicador, inversamente relacionado con el ahorro, y definido como el inverso de la propensión marginal al ahorro, el cual indica la forma que una variación de la inversión origina una variación múltiple del gasto de consumo y, por lo tanto, de la renta. Para una propensión al consumo determinada, el multiplicador hacía posible calcular las variaciones de la renta producidas por las variaciones de la inversión.

3.-El tercer elemento del instrumento analítico de Keynes es la relación entre el ahorro y la inversión, considerada nuevamente en la Teoría general. En el tratado el ahorro y la inversión son considerados como desiguales, en ésta son descritos como iguales por definición, al ser descritos ambos como la diferencia existente entre la renta y el consumo durante el mismo período. Sin afectar a la esencia del argumento de Keynes, muchos intérpretes de su pensamiento prefieren, sin embargo, una diferente formulación, en la que se distingue entre el ahorro ex- ante o planeado y el ahorro ex-post o realizado. En esta interpretación, mientras el ahorro ex-post es definido, al igual que la inversión, como la diferencia entre la renta y el consumo del mismo período, con lo que el ahorro y la inversión son por definición iguales entre sí, el ahorro ex-ante es considerado como la diferencia entre el consumo de un período y la renta del período precedente. El ahorro ex- ante puede ser menor o mayor que la inversión; en el primer caso, la renta y el ahorro se elevarán consiguientemente durante los períodos siguientes hasta que el ahorro ex-ante, el ahorro ex-post y la inversión sean iguales entre sí cuando se alcance la renta de equilibrio. En el segundo caso, la renta, y con ella el ahorro, bajarán durante los períodos siguientes hasta que hayan descendido hasta el nivel de equilibrio.

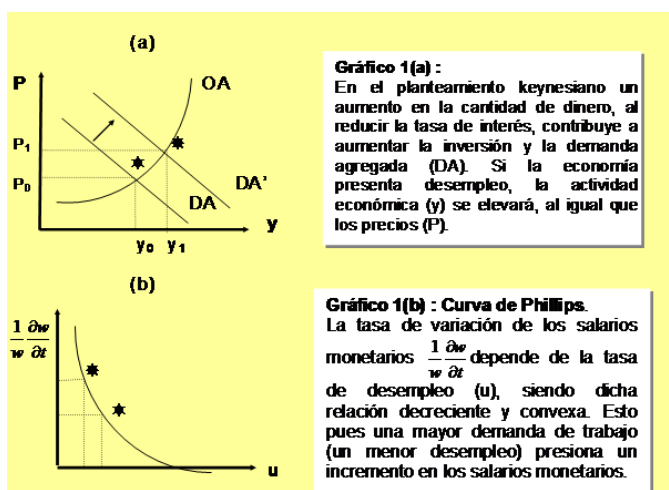
4.-La cuarta parte del instrumento analítico de Keynes lo constituye el incentivo a invertir, que refleja las variaciones de la eficacia marginal del capital o tasa de rendimiento esperada de las diferentes sumas de inversión, y el tipo de interés. Este análisis adjudica un lugar prominente al papel representado por las expectativas y subraya el carácter volátil de las inversiones, cuyas fluctuaciones afectarán a su vez, a

la renta. Coordina la decisión de inversión con el cuerpo central de la teoría microeconómica al interpretar dicha decisión en función del principio de maximización. Si disminuyen los rendimientos marginales esperados, conforme aumentan las sumas dedicadas a la hipotética inversión, los rendimientos serán maximizados mediante un gasto de inversión cuya tasa marginal de rendimientos sea igual al tipo de interés. Si se realizan gastos mayores, el coste será superior a los rendimientos y si son menores los inversionistas no agotarán las oportunidades para conseguir rendimientos por encima del costo.

Keynes se adhiere a la teoría de la preferencia por la liquidez para interpretar el interés, teoría monetaria que explica el fenómeno en función del dinero, a diferencia de las teorías "reales", como la teoría de la preferencia de tiempo o la teoría del interés-productividad. Desde aquel punto de vista, el tipo de interés está relacionado funcionalmente con la cantidad de dinero en efectivo que el público desea retener disminuyendo los tipos de interés conforme suben los supuestos saldos en efectivo. La función de preferencia por la liquidez refleja los diversos motivos para retener dinero en efectivo: motivos de especulación inducen a los hombres a preferir el dinero en metálico a los valores cuando, en contraste con la opinión reinante en el mercado, esperan que los precios de los valores vayan a bajar o, lo que es lo mismo, que el tipo de interés vaya a subir. Las autoridades monetarias, al dotar al público de mayores saldos en efectivo, pueden hacer que el tipo de interés descienda, estimulando con ello un mayor volumen de inversión.

La trampa de la liquidez, pone un límite a esta oportunidad porque una vez que el tipo de interés ha llegado a un nivel muy bajo, el posterior aumento de los saldos en efectivo no podrá ya seguir haciéndolo bajar. A este bajo nivel, los poseedores de valores creerán que lo único que puede esperarse es un aumento de los tipos de interés o una disminución de los precios de los valores, y estarán por ello, dispuestos a vender valores a las autoridades monetarias a los precios reinantes, a fin de mantener el tipo de interés como está. Por lo tanto, la pretensión de enfrentarse a una depresión mediante una política puramente monetaria puede resultar un fracaso y deberá recurrirse a la política fiscal.: obras públicas o reducciones de impuestos.

El modelo keynesiano queda resumido en las ecuaciones:



$$Y = a + bY + I$$

$$Y = (a + I)$$

a = consumo autónomo

b = propensión marginal a consumir. I = Inversión.

1.4 Otras teorías sobre la gestión de la liquidez:

Teoría de la gestión de la liquidez (liquidity management) : Antes de los años 60 los banqueros veían la liquidez casi exclusivamente en el activo del balance. Desde entonces empezaron a verla en el pasivo. En lugar de adaptar los activos a las deudas, decidieron hacer lo contrario. No había por qué mantener liquidez a mano en absoluto en vista de su poca rentabilidad, ya que era posible comprarla en el mercado cuando fuera necesario. Los bancos creaban las condiciones para un crecimiento y unos beneficios ilimitados pujando por el dinero sólo cuando sus reservas fueran insuficientes. Esto condujo a la legitimación del mercado de fondos federales por el cual el exceso de los depósitos con los bancos de la Reserva Federal podía ser recolocado, así como los certificados de depósito (los certificados de depósito son títulos, resguardos o documentos entregados por un Banco o Caja de Ahorros como contrapartida de una suma de dinero depositada en el mismo a un plazo y tipo de interés determinados; Su tipo de interés un poco superior al normal y la posibilidad de negociarlos en el mercado secundario en el caso de que el inversor necesitara dinero antes de que expirara el plazo, hicieron que los certificados de depósito tuvieran buena acogida entre los ahorradores). Se dieron cuenta que el gran mérito de los certificados de depósito era su flexibilidad ya que podían ser emitidos a diferentes tipos y vencimientos y se podían ajustar sus pujas por la liquidez según las necesidades del momento. Junto con las obligaciones subordinadas y los bonos convertibles, algunos de sus depósitos eran considerados como parte del pasivo no exigible. Esta teoría alcanzó su apoteosis en el mercado de eurodólares. Las grandes entidades financieras encontraron más cómodo proveerse de liquidez a través de sus sucursales de Londres.

Teoría de Diamond y Dybvig (1983) : Esta teoría se aplica en las economías cerradas. La alteración de la confianza de los depositantes en el sistema bancario doméstico puede hacer que la economía se desplace desde un buen equilibrio (sin crisis bancarias) hacia un mal equilibrio (con crisis bancarias).

Teoría de Chang y Velasco (1998): Se basa en el modelo anterior con supuestos de economía abierta.

Teoría de Goldfajn y Valdés (1997) : El origen de las crisis es la volatilidad de los flujos internacionales de capital y la propia labor de los intermediarios financieros.

Teoría de Allen y Gale (1998) y Buch y Heinrich (1999) : Las crisis bancarias se producen cuando los depositantes perciben que un deterioro de los fundamentos acabará afectando al valor neto de las instituciones bancarias.

Base de las crisis bancarias: Hay una violación del principio de liquidez. Según Adam Smith las prácticas bancarias se apartan de la idea que deben prestar a corto ya que piden prestado a corto. Actualmente hay un desfase entre los vencimientos de los activos y los pasivos del balance.

Se presume que el negocio interbancario ha dejado de funcionar ya que las entidades ya no se prestan entre ellas lo que les ha llevado a una situación problemática; con la llegada de la crisis crediticia y la incertidumbre sobre si otro banco puede presentar problemas de solvencia, el mercado interbancario se ha cerrado. Se coincide en que esta crisis de liquidez es una crisis de confianza. El hundimiento de las hipotecas de alto riesgo se ha llevado consigo las arcas de grandes hipotecarias y a entidades financieras, lo que alteró la percepción del riesgo entre los inversores.

Las inyecciones de liquidez tendrían que servir para dinamizar la operatividad de un sistema calificado como fundamental para que siga creciendo la economía de los distintos países. Estas medidas al no tener como fin el gasto sino la acumulación se descartan como productoras de inflación. Con estas inyecciones lo que se pretende es mejorar la solvencia de las entidades ya que cuando consiguen el dinero lo incluyen en sus reservas para poder hacer frente a cualquier compromiso de liquidez a corto plazo.

Por tanto, el capital que prestan los bancos centrales no sirven para reactivar el sistema financiero, que sigue colapsado.

Regulación de la actividad bancaria:

- Basilea II. Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Junio 2004.
- Circular 4/2004, de 22 de diciembre. Entidades de Crédito. Normas de Información Financiera Pública y Reservada y Modelos de Estados Financieros.
- Directiva 2006/48/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2004, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).
- Directiva 2006/49/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de

crédito
(refundición).

- Real Decreto 216/2008, de 15 febrero, de recursos propios de las entidades financieras (BOE 16.02), que traspone las Directivas 2006/48 y 2006/49, del Parlamento europeo.

La gestión del riesgo de liquidez tiene por objeto garantizar unos niveles razonables de fondos líquidos para que las entidades puedan hacer frente a los compromisos adquiridos con sus clientes y para financiar sus planes de negocio. La gestión del riesgo de liquidez está regulada, junto con los otros tipos de riesgo, por directivas europeas específicas, que recogen las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (“Basilea II”) cuyas normas han sido traspuestas por el R.D. 216/2008 y por la Circular 4/2004 del Banco de España. La Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio, en parte de sus 160 artículos y anexos, se hace referencia a este tipo de riesgo, especialmente en su Anexo V, “Criterios técnicos sobre organización y tratamiento de riesgos”, apartado número 10:

14. Deberán establecerse políticas y procedimientos para medir y gestionar la posición neta de financiación, así como posibles necesidades de ella en términos actuales o futuros. Se estudiarán escenarios alternativos y se revisarán periódicamente los supuestos en los que se basen las decisiones relativas a la posición neta de financiación.

15. Se establecerán planes de emergencia para afrontar las crisis de liquidez.

Igualmente, el R.D. 216/2008, regula la política de gestión de riesgos en su artículo 67, apartado h), y al tratar el “riesgo de liquidez”, traspone exactamente lo regulado por la Directiva europea. El Banco de España en su Circular 4/2004, en su Norma Sexagésima², establece la clasificación de los activos y pasivos, según los plazos contractuales de las operaciones con sus clientes, además de las exigencias de una metodología para evaluar la liquidez de los instrumentos financieros:

7. Se clasificarán los activos y pasivos, por plazos de vencimiento, tomando como referencia los periodos que resten entre la fecha a que se refieren los estados financieros y la fecha contractual de vencimiento de los activos y pasivos. Cuando no exista una fecha contractual de vencimiento, se clasificarán según su plazo esperado de realización o liquidación.

8. Los plazos considerados serán los siguientes: a) a la vista; b) hasta un mes; c) entre uno y tres meses; d) entre tres meses y un año; e) entre uno y cinco años, y f) más de cinco años.

9. En el caso de activos y pasivos que impliquen pagos escalonados, se entenderá por plazo de vencimiento el tiempo que transcurra entre la fecha a que se refieren los estados financieros y la fecha de vencimiento de cada pago.

10. La entidad revelará la metodología para evaluar la liquidez de sus instrumentos financieros, distinguiendo entre instrumentos financieros cotizados en mercados poco activos, y no cotizados, y realizará una descripción de cómo gestiona el riesgo de liquidez descrito en los apartados anteriores, informando sobre los importes y plazos esperados de cancelación en función de la experiencia histórica de la entidad u otros factores. Asimismo, la entidad revelará cómo son determinados los plazos esperados y las razones principales de las diferencias con los plazos contractuales.

Para el control de la liquidez de las entidades financieras, el Banco de España, dentro de la documentación³ que éstas están obligadas a remitir en distintos plazos al regulador, están los Estados T.9-1, T.9-2 y T.9-3. El primero de ellos, denominado: “Clasificación por plazos remanentes del Activo y del Pasivo en Euros”. El segundo y el tercero se refieren a “Moneda extranjera cotizada” y “Moneda extranjera no cotizada”. La información de estos estados es trimestral y deberá ser remitida al Banco de España el fin del mes siguiente.

Figura 1. Estado T.9-1 (En Euros). Circular 4/2004, Banco de España.

CLASIFICACIÓN POR PLAZOS REMANENTES DEL ACTIVO Y DEL PASIVO EN EUROS										
ACTIVO	Total	A la vista	Plazo de 1 mes	Más de 1 mes y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 6 meses	Más de 6 meses y hasta 1 año	Más de 1 año y hasta 2 años	Más de 2 años	Plazo indeterminado	Plus/menos: ponderación según el riesgo de crédito
TIPO Y DESCRIPCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS										
RECURSOS DE CARÁCTER PASIVO										
RECURSOS DE CARÁCTER ACTIVO										

La gestión de este riesgo tiene como finalidad garantizar unos niveles de liquidez para que las entidades puedan financiar los compromisos adquiridos con sus clientes y llevar a cabo sus planes de negocio. Los análisis de este riesgo de liquidez se basa en diferentes mediciones estáticas y dinámicas, denominadas generalmente como:

El Gap estático de liquidez mide la necesidad o el exceso neto de fondos por diferencias entre entradas y salidas de caja contractuales por un periodo determinado

en cada una de las monedas en que opera la entidad o grupo, y refleja el nivel de liquidez mantenido en condiciones normales de mercado. Se tienen en cuenta la estacionalidad y comportamiento de flujos, basándose en su fecha de vencimiento esperado.

El Gap dinámico de liquidez proporciona información adicional sobre el estático, al incorporar tanto los flujos contractuales como los esperados, lo que permite determinar los

objetivos estratégicos y comerciales de la entidad o grupo.

Los ratios de liquidez se establecen para el corto, medio y largo plazo, y tienen como finalidad determinar con anticipación posibles situaciones de iliquidez futura, lo cual puede hacer necesario, en su caso, la revisión del plan financiero de la entidad o grupo. Por el contrario, también sirven para poner de manifiesto excesos de liquidez.

Plan de contingencia. Tiene como finalidad prevenir una crisis y adoptar las medidas necesarias para evitarla. Para ello se analizan distintos escenarios, identificando el tipo de crisis, local o global, especificando a la primera señal las líneas de comunicación y el tipo de actuaciones ante distintos niveles de crisis.⁴

Figura 2. Estado real de plazos de activo y pasivo, en Euros.⁵

	31 de diciembre de 2008							Tipo de breves Medio
	Millones de Euros							
	A la Vista	Hasta 1 Mes	Entre 1 y 3 Meses	Entre 3 y 12 Meses	Entre 1 y 4 Años	Más de 5 Años	Total	
Activos:								
Caja y depósitos en bancos crediticios	7.231	4.701	4.132	1	-	-	16.065	2,62%
Activos financieros disponibles para la venta	77	1.709	4.219	4.353	41.930	15.486	64.074	3,98%
Valores representativos de deuda								
Depositos en entidades de crédito	4.102	20.681	9.121	7.070	8.247	845	47.066	2,92%
Crédito a la clientela	11.131	14.728	24.026	43.308	83.929	223.196	455.918	3,86%
Valores representativos de deuda	-	-	-	17	46	108	171	2,49%
Otros activos financieros	4.888	2.988	20	267	200	996	9.659	N/A
	27.198	44.807	41.567	55.716	133.945	241.031	543.924	3,10%
Pasivo:								
Préstamos financieros a coste asociado	296	18.262	3.993	-	-	-	22.431	2,42%
Depositos de bancos crediticios	3.709	30.254	20.781	11.380	4.195	1.496	64.228	2,91%
Depositos de entidades de crédito	166.531	42.122	39.299	23.199	16.742	1.237	291.728	3,99%
Depositos de la clientela	-	7.116	13.613	9.124	46.838	90.318	117.209	3,91%
Deudas representadas por valores negociables	-	-	175	1.437	4.240	22.362	28.763	Nota 23
Préstamos subordinados	7.812	971	295	1.168	893	38	11.793	N/A
Otros pasivos financieros	178.461	116.992	78.122	48.627	74.876	46.648	465.692	3,54%
	(151.252)	(74.118)	(36.568)	7.179	58.649	174.985	(71.776)	

Partiendo de los datos del Estado T.9-1 anterior el coeficiente de liquidez a los distintos plazos, hasta 1 año, que dan el siguiente resultado:

- Activo/Pasivo a la vista 0,15
- Activo/Pasivo hasta 1 mes 0,38
- Activo/Pasivo hasta 3 meses 0,53
- Activo/Pasivo hasta 1 año 1,15

No cabe duda de que los coeficientes de liquidez hasta 3 meses (soportables en una situación normal), denotan una insuficiencia de liquidez para el caso que se produjera una situación de desconfianza de los depositantes de fondos por causas propias o

genéricas del sector (por ejemplo: la intervención de una entidad por parte del Banco de España). En este caso, tendría que ser el propio banco central (coordinado con el BCE), el que suministrara la liquidez suficiente hasta que la situación se normalizase y la entidad pudiera realizar en el mercado otros activos para equilibrar su situación financiera. Si la crisis es sistémica y se extiende a todo el sector, las soluciones tendrían que ser más drásticas y no deseables, que desembocarían en una crisis económica grave.

2. Medidas Globales adoptadas frente a la crisis:

2.1 Cronología de la crisis:

- Subprime: 09/08/2007: traslado de la crisis a todas las bolsas del mundo- carry trade : los activos pueden ser retirados del activo del balance de la entidad concesionaria.
- US: 11/09/2001: inestabilidad internacional : los Bancos Centrales bajan los tipos de interés.
- 2004: FED sube los tipos de interés (evolución de 2004 a 2006, del 1% al 4%)
- 10/08/2007: Europa : BNP Paribas suspende tres fondos por falta de liquidez.
- 23/08/2007: Quiebra de First Magnus Financial (US), entidad hipotecaria.
- 13/09/2007: Rescate de Northern Rock (UK) por parte del Banco de Inglaterra.
- 30/10/2007: Merrill Lynch (US) una de las primeras compañías en reagrupar las deudas incobrables (7900MM\$) en garantías negociables.
- 11/2007 : Nacionalización de Northern Rock (UK).
- 21/01/2008 : Histórica caída bursátil mundial a excepción de US (festivo).
- 17/03/2008 : Histórica caída bursátil mundial : JP Morgan compra Bear Sterns.

- 07/2008 : FED rescata Fannie Mae y Freddy Mac (mayor nacionalización de la historia). Nacionalización de Indy Mac y rescate de Bear Sterns.
- 15/09/2008 : Quiebra de Lehman Brothers. Bank of America obligado a comprar Merrill Lynch.
- 18/09/2008 : Gobierno US anuncia un plan de rescate multimillonario.
- 22/09/2008 : FED aprueba la conversión de los dos últimos bancos de inversión independientes (Goldman Sachs y Morgan Stanley) en bancos comerciales. FED +GP Morgan rescatan la mayor caja de ahorros de US :Washington Mutual.
- 29/09/2008 : Dow Jones (NYSE) cae en 777,68 puntos, la mayor de su historia. El senado de US rechaza el plan de rescate de George Bush (inyección de 900.000MM\$). Se aprueba a 03/10/2008 con modificaciones.

2.2. Causas que han provocado la crisis:

Ya nadie cuestiona que nos encontramos ante la mayor crisis financiera internacional desde la Gran Depresión. Desde septiembre de 2008 se han producido acontecimientos sin precedentes que están reconfigurando el sistema financiero internacional y que desafían la ortodoxia económica liberal, que se mantenía prácticamente incuestionada desde los años 90 bajo el liderazgo de EEUU. Así, la crisis subprime que estalló en agosto de 2007 se ha transformado en una crisis financiera sistémica, cuyo epicentro ya no está sólo en EEUU, sino que se ha desplazado a Europa y Japón y está teniendo un fuerte impacto en el crecimiento de las economías emergentes.

La banca de inversión ha desaparecido, los gobiernos han redefinido el papel de prestamista de última instancia y se han lanzado paquetes de rescate a ambos lados del Atlántico, primero para instituciones concretas y después para el conjunto del sistema bancario. El G7 asegura que empleará todos los instrumentos a su alcance para apoyar a las instituciones financieras que lo necesiten, pero al no haber presentado un plan coordinado carece de credibilidad. El Congreso estadounidense ha dado luz verde a la segunda a su plan de rescate, el Troubled Asset Relief Program (TARP), dotado con 700.000 millones de dólares y que finalmente dedicará 250.000 millones a inyectar fondos para recapitalizar –y nacionalizar parcialmente– la banca, algo que muchos republicanos no aprueban (el resto se destinará a la compra de activos tóxicos). El Reino Unido, mostrando un inusual liderazgo, ha nacionalizado

parte de su sistema bancario y asegurará los créditos interbancarios. El eurogrupo seguirá el modelo británico, aunque cada país ha habilitado cuantías diferentes para comprar acciones preferentes de los bancos descapitalizados o apoyarlos con sus problemas de financiación a corto plazo (el total de fondos disponibles para atajar la crisis en Europa asciende a más de 2,5 billones de euros).

Además, los bancos centrales han abierto nuevas vías para aumentar la liquidez. En EEUU la Fed ha comenzado a prestar directamente al sector privado a través de la compra de papel comercial sin garantías, lo que supone saltarse a los intermediarios financieros bancarios. En Europa, el BCE ha eliminado las subastas hasta enero, lo que supone que pondrá a disposición del sistema bancario toda la liquidez que sea necesaria, y el Banco de Inglaterra ha decidido asegurar las emisiones de deuda a corto y medio plazo de los bancos. En definitiva, las autoridades de los países avanzados han dejado claro que están dispuestos a facilitar toda la liquidez que sea necesaria, tanto para garantizar los depósitos y rescatar instituciones en riesgo como para que se recupere la confianza en el mercado interbancario y que el dinero vuelva a fluir hacia las empresas, nacionalizando la banca si es necesario. Lo harán incluso si eso supone tomar riesgos que podrían llevar a la propia descapitalización de sus bancos centrales. Por último, en una acción sin precedentes, el 9 de octubre los principales bancos centrales del mundo (incluido el de China) han rebajado de forma coordinada los tipos de interés en medio punto, lo que supone reconocer que sólo una respuesta global puede frenar la crisis.

A pesar de la batería de medidas adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales – que han llegado tarde pero que demuestran que se ha aprendido de anteriores crisis– por el momento la falta de liquidez y de confianza se mantienen. Además, el contagio se ha visto facilitado por la elevada integración del sistema financiero internacional y por la sensación de falta de un liderazgo claro y de coordinación transatlántica. Un elemento que ha aumentado aún más la desconfianza es que el FMI ha revisado al alza su estimación de las pérdidas del sistema bancario mundial derivadas de la crisis hipotecaria estadounidense. Ahora las sitúa en 1,4 billones de dólares (455.000 millones más que en abril), lo que supone que hasta el momento sólo se habrían hecho públicas la mitad de las pérdidas, es decir, que todavía podrían quebrar más bancos. Además, en sus perspectivas económicas de octubre el FMI ha constatado que la contracción del crédito ya ha golpeado a la economía real, precipitando la recesión en varios países desarrollados y haciendo previsibles incrementos significativos en las tasas de desempleo durante 2009. De hecho, el Fondo pronostica que la economía mundial se desacelerará considerablemente y crecerá al 3,9% en 2008 y al 3,0% en 2009 (1,9% si se mide a tipos de cambio de mercado), su tasa más lenta desde 2002. Este menor crecimiento contribuirá a moderar significativamente la inflación

(especialmente la de los alimentos, las materias primas y la energía), pero el actual contexto de crisis y la situación de “trampa de la liquidez” en la que parecen encontrarse algunas economías avanzadas indican que la deflación supone un riesgo mayor a medio plazo que la inflación.

Y es que lo que en un principio parecía sólo un problema de liquidez se está revelando además como un problema de solvencia que requiere una fuerte recapitalización del sistema bancario en los países avanzados, que necesariamente pasa por un rescate del sector público (la pregunta, sobre todo en EEUU, es en qué medida el Estado nacionalizará la banca). También se hace imprescindible un paquete de estímulo fiscal coordinado en el que los países emergentes, sobre todo China, deberían jugar un papel. Aumentar el gasto y recapitalizar la banca no evitará la recesión, pero reducirá su duración y su impacto sobre el empleo siempre que se haga de forma coordinada (las soluciones unilaterales corren el riesgo de ser inefectivas y servir sólo para aumentar la deuda pública de los países ricos). Por último, es necesario mejorar la regulación financiera, reforzando la supervisión de los mercados de derivados de crédito y elevando los requerimientos de capital de las instituciones financieras para evitar niveles de apalancamiento y riesgo tan elevados como los actuales.

Pero todo ello exige liderazgo político, porque la historia muestra que en un momento como el actual las soluciones técnicas, por sí solas, no devuelven la confianza a los mercados. En un mundo multipolar como el actual no existe una potencia hegemónica capaz de tomar las riendas de la situación. Eso no significa que no pueda haber liderazgo, pero para bien o para mal sólo se puede aspirar a un liderazgo compartido. Por lo tanto, las instituciones nacionales de los países avanzados y de las potencias emergentes tendrán que coordinarse y además será necesario reforzar los foros de cooperación multilateral, lo que requiere aumentar su legitimidad.

Este artículo analiza las causas de la crisis, evalúa las respuestas económicas y políticas que los gobiernos han puesto en marcha y explora su impacto geopolítico.

¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

La crisis financiera mundial es el resultado la liberalización financiera de las últimas dos décadas –que no fue acompañada de una nueva regulación adecuada– y del exceso de liquidez global, generado principalmente por EEUU. Ambas alimentaron una euforia financiera que distorsionó la percepción del riesgo, llevando a un exceso de

apalancamiento que, sumado al sobreendeudamiento de familias y empresas y a la escasa regulación del sector bancario no tradicional, dieron lugar a burbujas, tanto inmobiliarias como de otros activos. El estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU precipitó la crisis y la globalización financiera la extendió rápidamente por todo el mundo.

Pero todo ello no hubiera sido posible sin el cambio radical que el sector financiero ha experimentado en los últimos años. La banca comercial, cuyo negocio tradicional era aceptar depósitos y dar préstamos que se mantenían en sus balances, ha dejado de ser el actor principal del sistema financiero internacional. El nuevo modelo, basado en la titulización de activos, consistía en que los bancos de inversión (los nuevos intermediarios entre los bancos comerciales y los inversores) creaban derivados financieros estructurados (conocidos como Structured Investment Vehicles, SIV) que permitían que los bancos comerciales subdividieran y reagruparan sus activos, sobre todo hipotecas, y los revendieran en el mercado en forma de obligaciones cuyo respaldo último era el pago de las hipotecas (Mortgage Backed Securities, MBS), muchas veces fuera de su balance. Este modelo, conocido como “originar y distribuir” y que tuvo como principal defensor al ex presidente de la Fed Alan Greenspan, debía permitir tanto la cobertura de riesgos como su transferencia desde aquellos inversores más conservadores hacia los que tenían una menor aversión al mismo y buscaban mayor rentabilidad. Con ello, se aseguraría una asignación óptima de capital, que multiplicaría de forma espectacular el crédito y promovería el crecimiento económico a largo plazo. La libre movilidad de capitales permitió que los derivados financieros se comercializaran en todo el mundo. Hoy su valor total asciende a 390 billones de euros, casi siete veces el PIB mundial y cinco veces más que hace seis años. Los mercados financieros están plenamente globalizados.

Pero con la repetida reestructuración de activos y las múltiples ventas para transferir el riesgo llegó un momento en que se hizo imposible dilucidar el nivel de riesgo real de cada uno de los títulos. En este sentido las agencias de rating, pese a no reconocerlo, eran incapaces de cumplir su tarea. Aunque la mayoría de los derivados financieros tenían como activo subyacente el pago de las hipotecas estadounidenses, el mercado que más creció en los últimos años (hasta los 62 billones de dólares) fue el de las permutas financieras para asegurar contra el riesgo de impagos de los nuevos derivados de crédito (Credit Default Swaps, CDS), lo que permitió que nuevos actores, como las compañías de seguros, entraran en el mercado de derivados. De hecho, mientras no se produjeron impagos los CDS se convirtieron en un excelente negocio.

Este modelo generó enormes beneficios para sus participantes y contribuyó (aunque no fue la única causa) al elevado e insostenible crecimiento de la economía mundial

entre 2003 y 2007. Además, el exceso de ahorro en las economías emergentes (sobre todo en China y los países exportadores de petróleo) y su escasez en EEUU incrementó los flujos de capital hacia EEUU, alimentando su déficit por cuenta corriente, y con él los desequilibrios macroeconómicos globales (en 2007 EEUU absorbió casi la mitad del ahorro mundial, el Reino Unido, España y Australia otro 20% y las reservas de los bancos centrales de los países en desarrollo superaron los 5 billones de dólares –1,9 billones en China–). Pero como la mayoría de las entradas de capital iban a parar al sector inmobiliario y no a otro tipo de inversiones más productivas, en última instancia el modelo se basaba en que los estadounidenses pudieran pagar sus hipotecas, lo que a su vez dependía de que el precio de sus viviendas siguiera subiendo, condición necesaria para que los hipotecados pudieran refinanciar su deuda contra el valor apreciado de su inmueble. Y la existencia de un mercado hipotecario subprime, en el que se otorgaban hipotecas a individuos con dudosa capacidad de pago, incrementaba los riesgos (también debe reconocerse que gracias a ese mercado muchos estadounidenses que anteriormente no tenían acceso al crédito, pudieron comprar un inmueble. Y algunos sí están pudiendo hacer frente a su hipoteca).

Aunque fuera posible prever que los precios inmobiliarios no podrían continuar subiendo indefinidamente, el elevado crecimiento de la economía mundial, la baja inflación, los bajos tipos de interés (negativos en términos reales) y la estabilidad macroeconómica (lo que se conoce como el período de “la gran moderación”) redujeron la aversión al riesgo. Ello llevó a un mayor apalancamiento, incentivó aún más la innovación financiera y las operaciones fuera de balance y dio lugar a lo que a la postre se ha revelado como una euforia irracional. Además, mientras duró el boom, no parecía existir la necesidad ni de revisar la regulación ni de modificar la política monetaria. Ninguna autoridad quería ser responsable de frenar el crecimiento. De hecho, la brusca bajada de tipos de interés de la Fed ante la recesión de 2001 (y el mantenimiento de los mismos en el 1% durante un año) fue considerada como una excelente maniobra para acortar la recesión en EEUU tras los ataques del 11-S. Sin embargo, hoy se interpreta como una política errónea que contribuyó a inflar los precios de los activos, sobre todo los inmobiliarios, impidiendo el ajuste que la economía estadounidense necesitaba para tener un crecimiento sostenible a largo plazo (también puede argumentarse, como hizo el presidente de la Fed Ben Bernanke con su hipótesis del Global Savings Glut, que China, con su elevada tasa de ahorro y su tipo de cambio intervenido y subvalorado, fue el auténtico causante de los desequilibrios externos estadounidenses). Por último, la idea de que los mercados financieros funcionan de forma eficiente y que los agentes son suficientemente racionales como para asignar de forma adecuada el riesgo (sobre todo si utilizan modelos matemáticos sofisticados) terminaban de legitimar el modelo.

Pero al final la confianza en el mercado fue excesiva porque Hyman Minsky tenía razón. Los mercados financieros son incapaces de autorregularse y tienden al desequilibrio, sobre todo tras largos períodos de crecimiento y estabilidad que incentivan los excesos y las Manías. El sistema financiero internacional es inherentemente inestable por lo que, según Minsky, no es posible escapar de crisis financieras periódicas, cuyas consecuencias serán más devastadoras cuanto mayor sea el período de crecimiento que las preceda.

Aún así, el desarrollo de la crisis no ha sido lineal y las decisiones, tanto técnicas como políticas, tomadas en el último año y medio han condicionado (y continuarán condicionando) su desarrollo, para bien o para mal. Por eso es esencial que las autoridades no repitan algunos de los errores cometidos y muestren el liderazgo suficiente para evitar un largo período de estancamiento. Algo que tanto el Reino Unido como el eurogrupo han empezado a hacer.

El estallido de la burbuja inmobiliaria en EEUU y las primeras quiebras derivadas del mercado subprime se remontan a agosto de 2007, cuando el aumento de la morosidad generó importantes pérdidas en las instituciones financieras. Desde entonces, la Fed ha recortado los tipos de interés y los bancos centrales de todo el mundo han inyectado liquidez al sistema bancario, lo que ha permitido contener la situación aunque no evitar la desaceleración ni recuperar la confianza en el mercado interbancario. En febrero y marzo de 2008, los rescates del banco comercial británico Northern Rock y del banco de inversión estadounidense Bear Stearns supusieron una primera llamada de atención sobre la gravedad de la crisis. Era la primera vez (en esta crisis) que un banco de inversión estadounidense era rescatado para evitar un colapso sistémico y que las autoridades británicas intervenían para evitar un pánico bancario.

Pero fue en septiembre de 2008, con la quiebra de Lehman Brothers, cuando la crisis alcanzó una nueva dimensión (el rescate de los dos gigantes hipotecarios estadounidenses, Fannie Mae y Freddie Mac, también puso de manifiesto que el colapso inmobiliario norteamericano era de enormes proporciones, pero ambas instituciones tenían un estatus semipúblico, por lo que era de esperar que el gobierno estadounidense utilizara fondos públicos para salvarlas). Dejar caer a Lehman Brothers ha sido, posiblemente, el mayor error que se ha cometido hasta la fecha y nunca se sabrá si el Tesoro estadounidense y la Fed no lo rescataron porque su visión pro-mercado (según la cual el Estado no debería ayudar a todas las instituciones financieras en problemas) les impidió analizar objetivamente las consecuencias de sus actos o porque no tenían información suficiente y adecuada para evaluar el impacto real de la medida. En cualquier caso, como Lehman Brothers era un actor tan relevante a nivel global su desaparición, además de generar enormes pérdidas para

sus acreedores, congeló el mercado monetario estadounidense a corto plazo, un mercado de 2,5 billones de euros que las empresas de todo el mundo utilizan para financiar sus operaciones a corto plazo. El pánico global que desató la quiebra de Lehman Brothers también terminó de secar el mercado interbancario y dio lugar a una volatilidad en los mercados sin precedentes. La quiebra de una institución sistémica desataba una crisis sistémica.

El rescate y la nacionalización días después de American International Group (AIG), la mayor aseguradora estadounidense, no sólo significó una redefinición del papel de prestamista de última instancia (las empresas de seguros en principios no se consideraban sistémicas, pero AIG se había introducido en el mercado de CDS), sino que introdujo todavía más incertidumbre sobre qué instituciones merecían ser rescatadas y cuales no. Ello obligó al gobierno Bush a lanzar el plan de rescate de 700.000 millones de dólares al tiempo que desaparecía la banca de inversión (Bear Stearns y Lehman Brothers ya habían quebrado, Merrill Lynch fue adquirida por Bank of America y Goldman Sachs y Morgan Stanley solicitaron la transformación en bancos comerciales, sujetos a mayor regulación y capaces de captar depósitos). Al mismo tiempo, el contagio alcanzó a Europa, con quiebras bancarias en el Reino Unido, el Benelux y Alemania, lo que aceleró acciones unilaterales que pusieron de manifiesto la falta de coordinación y la debilidad de la gobernanza económica europea.

Como explica Krugman, a quien se concedió el premio Nobel de economía en medio de la crisis, el sistema financiero está más integrado y apalancado que en cualquier momento de la historia. Por lo tanto, según iba cayendo el precio de los activos inmobiliarios y sus derivados y se iban haciendo públicas las pérdidas bancarias, las instituciones financieras se encontraban con demasiada deuda y poco capital. Entonces se veían obligados a vender parte de sus títulos (la falta de liquidez les impedía pedir nuevos préstamos a otros bancos), lo que deprimía aún más los precios y causaba nuevas pérdidas, además de dejar sin crédito al sector productivo. Este círculo vicioso de desapalancamiento y descapitalización era a la vez imparable y global. Solo una fuerte intervención pública podía frenarlo.

La respuesta a la crisis: el reto del liderazgo

Aunque esta crisis es la mayor desde el crash del 29, las dos son muy diferentes. En aquella ocasión la economía mundial experimentó deflación y las tasas de desempleo superaron el 20% en un momento en que los Estados no tenían redes de cobertura social como las que existen actualmente. Además, no había economías emergentes (entonces periféricas) capaces de aportar crecimiento y financiación al centro. Por lo tanto, aunque en los próximos años el desempleo crecerá y la inflación caerá es muy

probable que la economía mundial pueda escapar de una depresión como la de los años 30. Y la razón fundamental es que se ha aprendido mucho de aquella crisis, sobre todo en el aspecto técnico. La asignatura pendiente continúa siendo la del liderazgo político.

De hecho, las autoridades no están repitiendo los dos errores más graves que se cometieron en los años 30 porque han internalizado las dos explicaciones más conocidas de la Gran Depresión, la de John Maynard Keynes en la Teoría general de 1936 y la de Milton Friedman y Anna Schwartz en Una historia monetaria de Estados Unidos, 1867–1960, publicada en 1963. Keynes explicó la Gran Depresión por la insuficiencia de demanda efectiva de la que sólo se pudo escapar mediante una política fiscal expansiva. Para Friedman y Schwartz el crash del 29 fue el resultado de una mala política monetaria de la Fed, que no inyectó suficiente liquidez en la economía a tiempo. Afortunadamente, como hemos visto arriba los bancos centrales están inyectando liquidez y los gobiernos están aumentando el gasto; es decir, Keynes, Friedman y Schwartz han sido escuchados.

Pero es la tercera explicación de la Gran Depresión, la del historiador Charles Kindleberger en El mundo en depresión, 1929–1939 (1973), de la que la comunidad internacional tiene más que aprender. Para Kindleberger, el crash bursátil se convirtió en una prolongada depresión por la falta de liderazgo de una potencia hegemónica mundial capaz de encargarse de la provisión de los bienes públicos necesarios para el mantenimiento de un orden económico liberal y abierto, incluida la provisión de un mecanismo que proporcione liquidez al sistema cuando se producen situaciones de crisis. Durante la Gran Depresión el Reino Unido ya no era capaz de actuar como potencia hegemónica porque su imperio estaba en decadencia. Y EEUU, la potencia en auge, no quiso cargar con los costes de actuar como líder por razones políticas internas relacionadas con la doctrina Monroe del aislacionismo. Esta situación provocó un vacío de liderazgo que llevó a los países industrializados a poner en práctica políticas proteccionistas y devaluaciones competitivas que no hicieron más que extender y generalizar la crisis hasta el comienzo de la Segunda Guerra Mundial.

Aunque forjar y consolidar un liderazgo político fuerte en momentos de crisis es especialmente difícil, la economía mundial no tiene otra salida porque ante el pánico las soluciones técnicas no son suficientes para devolver la confianza a los mercados. El problema es que el mundo es multipolar y no existe una potencia hegemónica. Y además, el impacto de la crisis es asimétrico y está acelerando la reconfiguración del equilibrio de poder a nivel mundial en favor de las potencias emergentes, muchas de las cuales ven en la crisis tanto riesgos como una gran oportunidad para cambiar las

reglas de juego del mercado global en su favor. Por ello el liderazgo sólo puede ser compartido y debe basarse en la cooperación internacional.

Afortunadamente, lo que en un principio fueron rescates ad hoc de instituciones financieras concretas y acciones unilaterales descoordinados se han ido convirtiendo en planes más amplios y con cierto nivel de coordinación, sobre todo en el eurogrupo. Además, el primer ministro británico Gordon Brown, el único presidente del G7 con conocimientos significativos de economía, se ha erigido en el líder político e intelectual tanto de los planes públicos de rescate como de la reforma del sistema financiero internacional.

Así, el pragmatismo parece haber vencido a la ideología, la negociación ha funcionado y se han terminado aprobando planes coherentes en casi todos los países avanzados, planes que coinciden tanto en la necesidad de recapitalizar el sistema bancario nacionalizando parcialmente la banca como en asegurar los créditos interbancarios. En este sentido es particularmente importante tanto la aprobación del plan estadounidense –que sólo fue aceptado por el Congreso tras la introducción de importantes enmiendas– como las clarificaciones posteriores del Tesoro, que finalmente aceptará nacionalizar temporalmente parte de la banca (los detalles técnicos sobre el sistema de subasta para adquirir los activos tóxicos del sistema bancario todavía no han sido aclarados). Todo ello tendrá un importante impacto en las cuentas públicas que, dependiendo de cómo respondan los mercados, verán incrementar su déficit y su nivel de deuda pública sobre el PIB en mayor o menor medida. Pero en cualquier caso, por el momento, el desembolso público para hacer frente a las pérdidas se estiman en el entorno del 5% del PIB combinado de EEUU y la UE, una cifra mucho menor, en proporción al PIB, que en anteriores crisis.

En definitiva, hacia mediados de octubre el emergente liderazgo europeo y las acciones concertadas habían permitido recuperar cierto nivel de confianza. Pero el capital seguía huyendo hacia activos seguros, el mercado interbancario seguía teniendo problemas y las causas estructurales de la crisis no habían sido resueltas. Además, el impacto del colapso financiera sobre la economía real será muy significativo durante 2009 por lo que el liderazgo compartido tendrá que continuar. El reto consiste en que incluya a las potencias emergentes en la inminente reforma de la gobernanza económica global. De hecho, además de jugar un papel importante en la modificación de los sistemas de regulación y supervisión financiera, las potencias emergentes serán la fuente principal de demanda si las economías avanzadas entran en recesión. Pero la decisión de aumentar el gasto es política y en el caso de China está ligada a la de reevaluar el tipo de cambio.

Conclusiones: La crisis financiera internacional, causada por el exceso de liquidez y la inadecuada regulación de un sistema financiero internacional muy integrado, ha colocado a la economía mundial al borde de la recesión. Además, las acciones unilaterales que los distintos gobiernos adoptaron en un principio pusieron de manifiesto la dificultad de la coordinación en un mundo económico multipolar y sin un liderazgo claro. Afortunadamente, se han aprobado paquetes de rescate y, bajo liderazgo británico, parece haberse forjado un consenso sobre la necesidad de recapitalizar el sistema bancario y asegurar los depósitos y los préstamos interbancarios. Ello no evitará la recesión, pero podría servir para que no sea profunda y duradera. En ese sentido, las lecciones de anteriores crisis han permitido a las autoridades reaccionar con cierta celeridad. Aún así, persisten importantes retos sobre cómo establecer un liderazgo compartido para dotar de mejores reglas a la globalización financiera.

Esta crisis tendrá consecuencias geopolíticas importantes, que todavía son difíciles de anticipar. Primero, la crisis significará un punto de inflexión en la globalización económica y pondrá fin al período de liberalización iniciado en los años 80 de la mano de Ronald Reagan y Margaret Thatcher. Aunque la crisis no supondrá la debacle del capitalismo, el Estado recuperará legitimidad y poder en relación al mercado y el modelo liberal anglosajón perderá parte de su atractivo e influencia, especialmente en favor de los modelos de inspiración europea con mayor regulación e intervención pública. Segundo, la crisis acelerará el declive relativo de EEUU y el auge de las potencias emergentes en la economía mundial (que con sus fondos soberanos adquirirán multitud de activos en los países ricos), lo que posiblemente anticipará y hará más radical la reforma de las instituciones de gobernanza global. En este sentido sería importante integrar rápidamente a las potencias emergentes en las deliberaciones sobre las reformas de los organismos económicos internacionales con el fin de que sean partes activas del proceso y lo consideren legítimo. Para ello las economías de la OCDE deberían reconocer que necesitan contar con las potencias emergentes en el diseño de nuevas reglas globales. Pero al mismo tiempo, como es previsible que la crisis reduzca los precios de la energía y de las materias primas, algunas de las economías emergentes más antagónicas con occidente, como Rusia, Venezuela o Irán, podrían perder influencia.

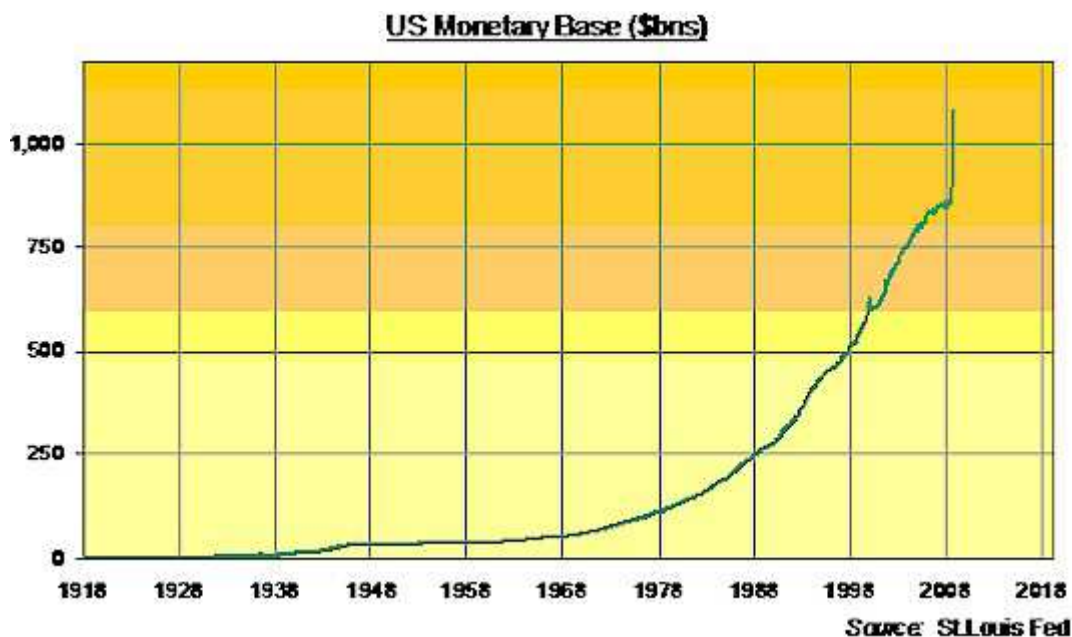
Por último, la crisis supone una oportunidad para la UE en general y para el euro como moneda de reserva mundial en particular. Primero, porque es de esperar que la nueva arquitectura financiera internacional que emerja tras la crisis sea más similar a la de Europa continental que a la anglosajona, lo que supondrá una oportunidad para que la Unión adquiera un mayor liderazgo global si es capaz de hablar con una sola voz en el mundo. Segundo, porque esta crisis supone una oportunidad para que el

euro continúe ganándole terreno al dólar como moneda de reserva internacional, lo que requiere que la estructura político-institucional de la eurozona sea lo suficientemente sólida. En definitiva, la crisis supone una oportunidad para la UE si ésta es capaz de utilizar la actual y difícil coyuntura para fortalecerse y mejorar su gobernanza económica interna.

2.3 Medidas adoptadas según zonas económicas:

2.3.1. Estados Unidos de América:

Evolución de Estados Unidos:



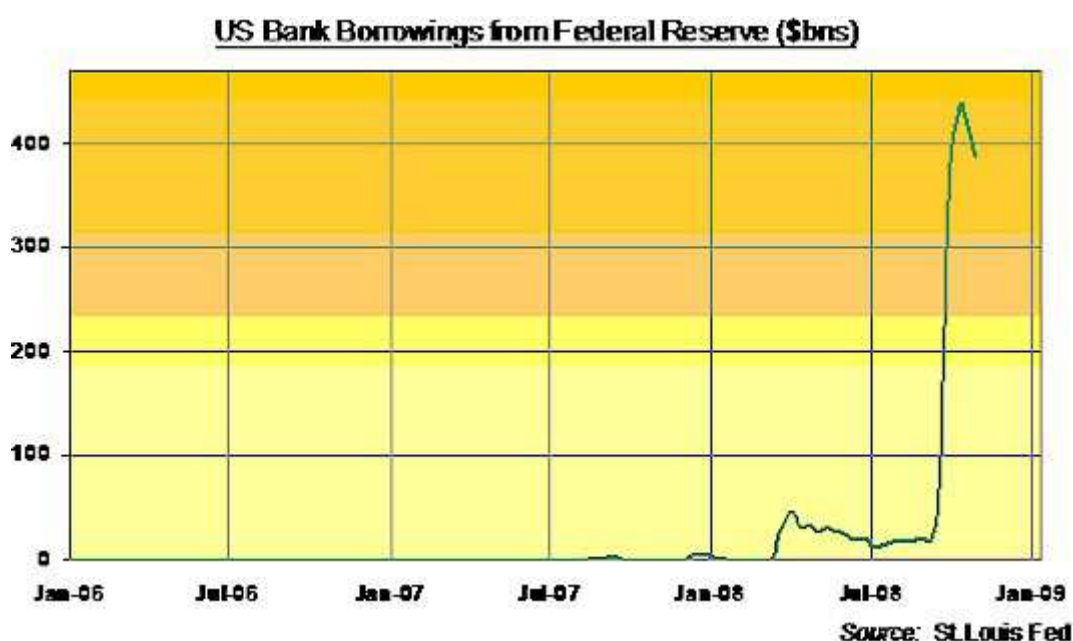
"A COUNTRY'S LONG-RUN INFLATION is caused primarily, or perhaps exclusively, by increases in its own monetary base," wrote Richard G. Anderson - a vice-president and senior economist at the Federal Reserve Bank of St. Louis.

Base money significa "caja" (monedas y billetes) localizados fuera del Banco Central y del Gobierno.

No se incluye ninguna medida de crédito; la base monetaria es simplemente la suma total de billetes y monedas disponibles en la economía. Es la fuente de lo que después será crédito, deuda cuando de presta, re-presta y re-presta otra vez por parte de los bancos.

Como se puede ver, el constante crecimiento de la base monetaria de US (promedio del 6% desde la Primera Guerra Mundial) ha hecho recientemente un salto impredecible. La cantidad de la base monetaria aumentó en un 25% desde el pasado octubre.

La inflación prolongada (y la hiperinflación) no puede continuar sin incrementos de la base monetaria, considerando que la reducción de la inflación, como ocurrió en US durante el período 1979-1980, se acompaña y requiere reducciones de la masa monetaria. Actualmente no parece que tenga que haber una reducción en el dinero que fluye en US mientras la FED bombee con dinero prestado los bancos americanos, los brokers y los dealers.



Los bancos de US debían, en promedio, menos de 600MM\$ a la Reserva Federal entre 1986 y principios del 2008. Su deuda se incrementó llegando a 12BB\$ después de los ataques terroristas del 11/9/2001. A mediados de octubre del 2008 la deuda se situó por encima de los 400BB\$ gracias a dos puntos:

En marzo del 2008 los préstamos incluían no sólo los préstamos a bancos; también a los dealers, brokers y holdings de inversión entre otras instituciones financieras.

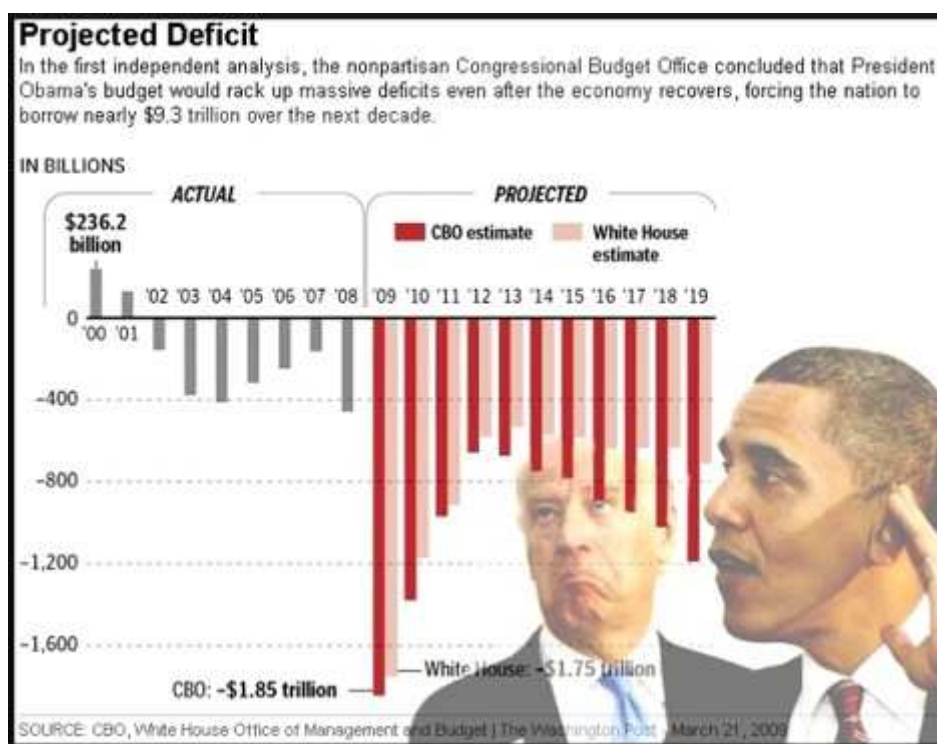
La FED ha extendido estos nuevos préstamos a estos nuevos tipos de prestatarios en vez de hacer sólo préstamos a corto plazo a los bancos que aceptan depósitos.

** Cabe tener en cuenta que los cada vez más crecientes préstamos a los mercados monetarios (Term Auction Credit) no se reflejan en los números publicados por la FED, por lo que se les tiene que incrementar otros 750BB\$ del período Octubre-Diciembre del 2008.

Según Stephen King, economista jefe de HSBC en Londres, la deflación y el estancamiento de la deflación se convierten en el principal problema de las autoridades políticas, hecho corroborado por Frederic Mishkin, profesor de la Universidad de Columbia.

El acceso al crédito se ha evaporado, y la verdadera riqueza se ha evaporado. El gasto público crece a una tasa mayor y conduce a un incremento exponencial en el déficit presupuestario.

Hay un déficit en cuenta corriente, especialmente en términos reales ya que los estadounidenses son menos capaces de importación y compra de bienes extranjeros economías reales.



Durante los últimos ocho meses, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha inyectado más de US\$800.000 millones en el sistema financiero del país, una medida que en tiempos normales podría desatar una alza de la inflación. Ben Bernanke, presidente de la Fed, confía en que eso no sucederá esta vez. Para aplacar las críticas y calmar a los mercados, Bernanke no ha escatimado esfuerzos en los últimos días

para explicar por qué no habrá presiones inflacionarias y presentar las herramientas a su disposición para combatir un alza de precios.

La Fed no es la única entidad preocupada de la inflación. En un reciente informe, los economistas de Goldman Sachs buscaron calmar lo que describieron como una ola de "alboroto inflacionario" que han estado escuchando de clientes y corredores de bonos.

La inflación puede parecer una preocupación lejana hoy en día. El Departamento de Trabajo de EE.UU. informó que la inflación acumulada entre marzo de 2008 y 2009 cayó, la primera vez que ello ocurre en 54 años.

El aumento del desempleo y la inactividad en las fábricas significan que las empresas tienen pocos incentivos o capacidad para elevar los sueldos o los precios que les cobran a sus clientes. Existe el riesgo de que si la economía se debilita mucho más, lo opuesto a la inflación —la deflación— podría pasar a ser una seria amenaza.

Por eso es que el objetivo de la Fed por ahora es aumentar la inflación, no reducirla. Ha estado imprimiendo dinero como parte de sus medidas de rescate. Cuando compra valores respaldados por hipotecas u otorga préstamos en el mercado de papel comercial, al que las empresas no financieras acuden para conseguir financiamiento de corto plazo, la Fed les abona efectivo a los bancos de forma electrónica, lo que inyecta dinero fresco en el sistema financiero.

Cuando la economía se recupere de la recesión, la Fed va a tener que retirar este dinero y subir las tasas de interés. Debido a que la Fed todavía está acrecentando muchos de sus programas, el dinero que tendrá que retirar seguramente excederá los ya astronómicos niveles de la actualidad.

Si la Fed demora demasiado en retirar este dinero del sistema, la economía estadounidense podría sobrecalentarse y generar un brote inflacionario.

Si los inversionistas no creen que la Fed sea capaz de hacerlo, las tasas de interés a largo plazo podrían subir, lo que socavaría una recuperación antes de que empiece.

"Estamos analizando cuidadosamente estos temas", dijo Bernanke durante un discurso en Atlanta. "De hecho, han ocupado una considerable parte de las recientes reuniones [del Comité Federal de Mercado Abierto]".

Una preocupación es que la Fed ha inyectado tanto dinero en la economía, y lo ha hecho de tantas maneras poco convencionales, que va a ser operacionalmente difícil cambiar de curso cuando llegue el momento. "Tenemos un número de herramientas

que podemos usar para absorber [efectivo en el sistema financiero] y subir las tasas de interés cuando llegue la hora", afirmó el vicepresidente de la Fed, Donald Kohn.

Muchos de los programas de la Fed fueron diseñados para que se agoten naturalmente a medida que los mercados a los que asisten mejoran. Por ejemplo, sus posiciones de papel comercial a corto plazo se han reducido a US\$250.000 millones, de US\$350.000 millones en enero, a medida que el mercado privado se ha recuperado.

Programas como el del papel comercial de la Fed imponen condiciones severas una vez que los mercados se recuperan, dándoles a los inversionistas un incentivo para que rompan las ataduras con el banco central.

En algún momento, la Fed también podría desprenderse de sus posiciones a largo plazo, como los bonos del Tesoro o los valores respaldados por hipotecas. Esto retiraría dinero del sistema financiero e impulsaría las tasas de interés en esos mercados, lo cual podría ayudar a la Fed a moderar el crecimiento si la economía empieza a sobrecalentarse. La Fed tiene otros métodos para sacar efectivo del sistema financiero y subir las tasas de interés cuando lo estime conveniente. Abrir el grifo de forma adecuada es parte del desafío. No obstante, un reto aún mayor es decidir cuándo cerrarlo.

Paul Kasriel, economista jefe de la firma financiera Northern Trust, no está tan seguro de que el banco central lo hará correctamente. No está preocupado de lo que la Fed ha hecho hasta ahora, sino de que la entidad tarde demasiado en tomar la decisión de desandar el camino andado.

2.2.2 Zona Euro:

Medidas adoptadas por zonas económicas: Zona Euro.

1. Para garantizar la recuperación y el restablecimiento de un crecimiento autosostenido, las autoridades deben adoptar medidas contundentes adicionales, especialmente en el sector financiero. La zona del euro está hundida en la recesión, con signos iniciales de mejora que todavía tienen que germinar para lograr la recuperación. El conjunto de políticas implantadas para afrontar la crisis es amplio, y abarca desde la inyección de considerables volúmenes de recursos públicos para intervenciones en el sistema financiero, hasta medidas de relajación monetaria y de estímulo fiscal discrecional. Un elemento fundamental ausente es una estrategia proactiva para dar solución a un sistema financiero debilitado revisando las

necesidades de capital para gestionar la recesión, depurando el sistema financiero de sus activos deteriorados, y reestructurando las instituciones dañadas. El ímpetu para reformar los mecanismos de estabilidad financiera en Europa activados por la crisis debe aprovecharse sin demora y aplicarse también a los esfuerzos para conseguir la sostenibilidad fiscal y a las reformas estructurales, las cuales son esenciales para reforzar el desfalleciente potencial de crecimiento. Una coordinación más efectiva de las medidas de política entre áreas y fronteras —además del apoyo a las economías emergentes vecinas— será altamente positiva para ayudar a restablecer la confianza en la economía de la región.

Perspectivas: Recuperación incierta

2. Tras una contracción muy acusada de la actividad económica, han aparecido signos de mejora. La zona del euro ha resultado duramente afectada por el derrumbe del comercio tras las turbulencias financieras mundiales, el cual se agudizó por la corrección de los desequilibrios internos en algunos países. Se han producido dos círculos viciosos: uno transfronterizo, debido a la estrecha integración financiera y comercial de la región, y otro entre el sector financiero y la economía real, habiendo acrecentado la recesión las dificultades del sector financiero. Los préstamos bancarios siguen contenidos y las condiciones de financiamiento continúan siendo relativamente duras, pero el acceso de las empresas a los mercados de capital ha mejorado. Los indicadores de las encuestas se han ido recuperando y la caída de los indicadores de actividad económica se ha ralentizado. En resumen, el descenso de actividad debería moderarse en lo que resta de 2009 y dejar paso a una ligera recuperación que comenzará en la primera mitad de 2010.

3. Es probable que la recuperación sea lenta, con un perfil y en un momento altamente inciertos. El actual desapalancamiento, las reestructuraciones empresariales y el creciente desempleo pesarán sobre la demanda interna. El ajuste de los desequilibrios mundiales y el tipo de cambio real relativamente fuerte limitarán el apoyo procedente del exterior. Sin embargo, los reducidos niveles de existencias, una demanda contenida y los nuevos descensos del costo del crédito podrían adelantar el repunte de la actividad económica. Sin embargo, es probable que las rigideces que se mantienen en los mercados de trabajo y de productos de la zona del euro, los débiles balances del sector privado en algunos países y el mayor papel del sector público lastren el potencial de crecimiento a mediano plazo. Los riesgos de cola negativos se derivan del sector financiero así como de la preocupación sobre la solvencia fiscal y los efectos de contagio adversos transfronterizos.

4. La zona del euro se enfrenta a fuertes presiones desinflacionarias. Debido principalmente a la acusada caída de los precios de las materias primas, pero también al significativo deterioro de la actividad económica, la inflación global ha disminuido hasta niveles muy bajos y es probable que pase a ser negativa alrededor de mediados de 2009. Las previsiones son que después repunte, pero se quede por debajo de la definición de estabilidad de precios del BCE durante algún tiempo. Aunque el riesgo de deflación no es despreciable, es escaso dadas las políticas macroeconómicas de respaldo, las rigideces nominales y las recientes subidas ligeras de los precios de las materias primas. Conviene señalar que las expectativas de inflación han permanecido hasta el momento bien ancladas. Sin embargo, la reciente apreciación del euro y las importantes y crecientes brechas de producción reducirán la capacidad para fijar precios. En este entorno, un nuevo círculo vicioso entre el sector financiero y la economía real podría generar una deflación prolongada.

El sector financiero: Restablecimiento del funcionamiento normal

5. El sector financiero tiene la llave del perfil y la solidez de la recuperación. Las medidas sin precedentes emprendidas por las autoridades han ayudado a estabilizar el sistema bancario. Sin embargo, continúan las tensiones, las condiciones para acceder al crédito bancario son duras, los costos de financiamiento siguen siendo elevados y algunos segmentos de los mercados financieros están funcionando mal. Además, se avecinan pérdidas cuantiosas a medida que evoluciona la recesión. Por consiguiente, el sector financiero se encuentra imposibilitado de cumplir su función esencial de intermediación.

6. Ahora resulta fundamental el saneamiento firme y coordinado del sistema bancario para restablecer la confianza en el sistema financiero. Europa difícilmente puede permitirse adoptar un planteamiento fragmentado que perpetúe la incertidumbre, margine a los inversionistas privados y permita que la intervención pública en el sector entorpezca la eficiencia global. Es necesaria una revisión integral de la situación financiera de los bancos a fin de evaluar sus necesidades de capital y su viabilidad. Además de identificar deterioros, habría que realizar una valoración prospectiva del impacto de la recesión actual sobre el capital. Y lo que es más importante, esta revisión debe traducirse en medidas de seguimiento que abarquen divulgación, recapitalización y, en su caso, reestructuración o resolución de instituciones financieras. La minimización de los costos fiscales, las salvaguardas frente al riesgo moral y la transparencia del proceso son indispensables para dar legitimidad política a estas acciones. Entre tanto, hay que cumplir los principios previamente acordados por el ECOFIN para la gestión de crisis y garantizar una coordinación plena entre los países de origen y de acogida, incluso con respecto a las

economías emergentes de la región. Aunque los supervisores nacionales deben tomar el timón, las instituciones de la UE deberían intervenir para armonizar los parámetros de este ejercicio —en particular el entorno macroeconómico, la definición de capital y las metodologías de valoración—, con el fin de evitar distorsiones transfronterizas, garantizar que se lleve a cabo de forma sincronizada y oportuna, e impedir una salida ineficiente y desordenada de las intervenciones públicas.

7. Es fundamental establecer o mejorar los sistemas de resolución de las instituciones financieras. En las circunstancias actuales, las autoridades de muchos países de la UE se enfrentan a una alternativa desagradable a la hora de dar solución a las instituciones financieras inviables: quiebra desordenada o rescate costoso y recurrente financiado por los contribuyentes. En su lugar, deberían ampliarse los instrumentos de resolución —si es necesario mediante una revisión de los marcos jurídicos existentes— para permitir a las autoridades nacionales asumir el control de las instituciones financieras en una fase temprana e implantar las medidas de resolución necesarias. Para evitar obstrucciones, el efecto de dichas medidas no debe depender del consentimiento previo de los accionistas o los acreedores, sino que debe someterse a una revisión judicial posterior.

8. Hay que aprovechar plenamente el ímpetu, reforzado por la crisis, para reformar los mecanismos de estabilidad financiera de la UE. Las propuestas de la Comisión para aplicar las recomendaciones del grupo de Larosière deberían ejecutarse con un calendario ambicioso. Será fundamental garantizar recursos adecuados e independencia para las nuevas estructuras, compensados con la obligación de rendir cuentas, así como un flujo de información sin restricciones entre los supervisores y los bancos centrales dentro de dichas estructuras. Los bancos centrales tendrán que desempeñar un papel de fuerte liderazgo en el Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos, que necesitará un mandato amplio para facilitar alertas tempranas de cualquier acumulación del riesgo sistémico y recomendar medidas correctoras. Como propone la Comisión, el Sistema Europeo de Supervisores Financieros debería poseer poderes suficientemente vinculantes y un mecanismo eficiente de creación de reglas con el fin de establecer y mantener unas reglas universales. El establecimiento de colegios de supervisores para grupos internacionales con la participación de las autoridades de la UE contribuirá a fomentar la confianza y a garantizar el diálogo entre las autoridades supervisoras. En paralelo a estas reformas, la UE tiene que basarse en su actual hoja de ruta para la gestión de crisis y abordar con decisión las cuestiones relativas a la resolución de la crisis y el reparto de cargas a mediano plazo, creando unos cimientos sólidos para mantener el pasaporte único.

Política monetaria: Mantenimiento de la estabilidad de precios

9. Desde el principio, el BCE ha mostrado una respuesta admirable ante la crisis financiera. El BCE fue el primero en inyectar liquidez al sistema financiero mediante medidas poco convencionales y de amplio alcance, centrándose acertadamente en el sistema bancario, dado su papel dominante para la zona del euro, y, más recientemente, extendiendo también su respaldo al mercado de bonos garantizados. Aunque podría haber reducido las tasas de interés con mayor rapidez inicialmente, desde entonces el BCE ha recortado las tasas de política monetaria hasta mínimos históricos. Como consecuencia de su amplia política de garantías y sus adjudicaciones ilimitadas a la tasa de política monetaria, incluso a plazos más largos, el balance del BCE ha aumentado considerablemente. Estas operaciones han reducido de manera significativa la prima de liquidez en los mercados monetarios y han ayudado a anclar las expectativas de inflación en niveles positivos.

10. Ahora hay que mantener la política monetaria de apoyo. La política monetaria debería centrarse en mantener bajas las tasas de interés y seguir proporcionando financiamiento ilimitado a tasas fijas y a plazos más largos mientras continúen las presiones desinflacionarias. Si se intensificaran los riesgos a la baja, sería necesaria una señal más contundente para mantener las tasas de interés en niveles reducidos. Con el fin de hacer frente a las contingencias, habrá que seguir barajando todas las opciones no convencionales, incluida la relajación activa del crédito. Se deben sopesar las ventajas de nuevos recortes de la tasa de política monetaria frente a sus posibles efectos adversos sobre el funcionamiento de los mercados monetarios, pero convendría explorar cuanto antes cualquier margen de reducción adicional. En su planteamiento, el BCE se ha ocupado de garantizar una salida segura, reforzando así la confianza global.

Política fiscal: Garantía de sostenibilidad

11. Anclar la política fiscal a mediano plazo es más importante ahora que nunca. La política fiscal tiene la difícil carga de tener que proporcionar recursos públicos significativos para reforzar al sector financiero y amortiguar la desaceleración, ocupándose al mismo tiempo de la solvencia y la sostenibilidad. ¿Cómo puede desenvolverse en esta ardua tarea?

- Con las tensiones constantes en los mercados financieros y un pronóstico de lenta recuperación, será esencial un respaldo fiscal continuado a la actividad económica entrado el año 2010. Dados los importantes estabilizadores automáticos de la zona del euro, parece que las medidas discrecionales adoptadas en la actualidad son adecuadas, en general, siendo necesario preparar medidas de estímulo adicionales para contingencias.

- Para aumentar la eficacia y evitar distorsiones en el mercado único, sería deseable una mayor coordinación previa de las medidas fiscales. Hay que adaptar las medidas fiscales discrecionales a las circunstancias de cada país, emprendiendo más acciones aquellos países que partan de una posición mejor en términos de deuda y déficit, y que posean sistemas financieros más sólidos y marcos de saneamiento más creíbles. En el contexto de la actual revisión a mediano plazo, sería conveniente ajustar las políticas presupuestarias en esta línea.
- Para abordar los problemas de solvencia, hay que incorporar las medidas a corto plazo dentro de programas de saneamiento a mediano plazo creíbles, respaldados por la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con la implantación de ajustes presupuestarios previamente anunciados en cuanto arraigue la recuperación. Para garantizar la solvencia a más largo plazo de las finanzas públicas, las instituciones fiscales nacionales deberían fomentar la identificación con los objetivos de saneamiento y prestar más atención al nivel inicial de la deuda y al costo previsible del envejecimiento de la población, como propuso la Comisión. Al mismo tiempo, habrá que vigilar con más intensidad, a escala tanto nacional como de la UE, el avance hacia el cumplimiento de estos objetivos a mediano plazo.

Cuestiones estructurales: Promoción de la capacidad de recuperación

12. Son esenciales unas reformas estructurales más intensas para garantizar que la recuperación tras la crisis esté asentada en unos cimientos sólidos. La crisis financiera ha frenado el crecimiento potencial, ha puesto en peligro el saneamiento de las finanzas públicas y ha generado una caída del comercio sin precedentes. Las reformas establecidas en la Agenda de Lisboa han dado resultados, pero sigue siendo fundamental intensificar las reformas estructurales para evitar un prolongado período de crecimiento contenido. Por tanto, las medidas adoptadas para favorecer una jornada laboral más corta y aumentar las prestaciones sociales —aunque han sido importantes para apoyar los ingresos y mantener a la mano de obra ligada al mercado de trabajo— deberían incorporar la posibilidad de poder revertirlas. Con la reestructuración económica pendiente, será esencial prestar más atención a la formación, a la educación y a la colocación de postulantes. Y aplicar la directiva de servicios, remodelar la Agenda de Lisboa y facilitar una conclusión ambiciosa y temprana de la ronda de Doha ayudarán a sentar los cimientos de una sólida recuperación.. El nivel actual de los tipos de interés es el apropiado teniendo en cuenta las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno a principios de mayo, incluida la ampliación de las medidas de apoyo al crédito, y toda la información y análisis disponibles desde entonces. El Consejo de Gobierno reiteró su expectativa de que el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo

el mundo seguirá conteniendo la evolución de los precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con los resultados de las encuestas recientes, tras dos trimestres de crecimiento muy negativo, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto del 2009 aunque a un ritmo mucho menos intenso. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Paralelamente, los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. Los resultados del análisis monetario apoyan la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas, dado que el crecimiento monetario y del crédito ha continuado ralentizándose en términos anuales. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Por lo que se refiere al análisis económico, como reflejo del impacto de las turbulencias de los mercados financieros y, en particular, de la notable disminución de la demanda y del comercio internacionales, la actividad económica se debilitó considerablemente en el primer trimestre del 2009. Según la primera estimación de Eurostat, la actividad económica en la zona del euro se contrajo en un 2,5% en términos intertrimestrales, tras reducirse en un 1,8% en el último trimestre del 2008. Esto tendrá una incidencia considerablemente negativa en la tasa de crecimiento medio del 2009. No obstante, más recientemente, los resultados de las encuestas han mostrado cierta mejora, aunque en niveles muy bajos. De acuerdo con estos datos, tras un primer trimestre extraordinariamente débil, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto del año aunque a tasas muchos menos negativas. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010.

En general, esta valoración está en consonancia con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio del 2009, según las cuales el crecimiento anual del PIB real se situará en un intervalo comprendido entre el -5,1% y el -4,1% en el 2009 y entre el -1,0% y el 0,4% en el 2010. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de marzo del 2009, los intervalos se han revisado a la baja, en particular para el 2009. El importante «efecto arrastre» negativo del año anterior y los resultados muy débiles del primer trimestre del 2009 han contribuido significativamente a dicha revisión a la baja. La recuperación gradual prevista para el

próximo año, con tasas de crecimiento que volverán a situarse en niveles positivos hacia mediados del 2010, refleja los efectos de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando, así como los de las adoptadas para normalizar el funcionamiento del sistema financiero, tanto dentro como fuera de la zona del euro. Las previsiones de organismos internacionales están, en general, en consonancia con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2009, habida cuenta de los resultados del primer trimestre.

En opinión del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas económicas están equilibrados. En cuanto a los aspectos positivos, puede que los efectos derivados de las importantes medidas de estímulo macroeconómico que se están aplicando y de otras medidas adoptadas sean mayores de lo esperado. También es posible que la confianza mejore más rápidamente de lo que se prevé actualmente. Por otra parte, sigue existiendo preocupación relacionada con la posible incidencia de los siguientes factores: un mayor impacto de las turbulencias de los mercados financieros sobre la economía real, una evolución más desfavorable en los mercados de trabajo, una intensificación de las presiones proteccionistas, y una evolución adversa de la economía mundial derivada de una corrección desordenada de los desequilibrios mundiales.

En cuanto a la evolución de los precios, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 0,0% en mayo, frente al 0,6% registrado en abril. El nuevo descenso de las tasas de inflación estaba absolutamente previsto y refleja principalmente efectos de base resultantes de las fuertes oscilaciones de los precios mundiales de las materias primas durante los últimos doce meses.

En lo que respecta al futuro, como consecuencia de dichos efectos de base, se estima que las tasas de inflación interanual continuarán reduciéndose y se mantendrán temporalmente en niveles negativos durante los próximos meses, antes de retornar a niveles positivos hacia finales del 2009. Sin embargo, dicha evolución a corto plazo no es relevante desde la perspectiva de la política monetaria. A más largo plazo, se espera que la evolución de precios y costes siga siendo moderada como reflejo de la atonía de la demanda en la zona del euro y en otros países.

Estas perspectivas son coherentes con las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio del 2009 relativas a la inflación en la zona del euro, según las cuales la inflación interanual medida por el IAPC se situará en un intervalo comprendido entre el 0,1% y el 0,5% en el 2009, revisado ligeramente a la baja respecto a las proyecciones de los expertos del BCE de marzo del 2009. Para el 2010, los expertos del Eurosistema estiman que la inflación interanual medida por el IAPC

se situará en un intervalo comprendido entre el 0,6% y el 1,4%, prácticamente sin cambios respecto a las proyecciones de los expertos del BCE de marzo del 2009. Las previsiones elaboradas por organismos internacionales presentan una perspectiva similar.

En este contexto, vuelve a ser importante subrayar que los indicadores sobre expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo.

Los riesgos para estas proyecciones están, en términos generales, equilibrados. A la baja, se relacionan, en particular, con las perspectivas para la actividad económica, mientras que, al alza, se asocian a niveles de los precios de las materias primas superiores a lo esperado. Asimismo, las subidas de los impuestos indirectos y de los precios administrados podrían ser más intensas de lo esperado actualmente debido a la necesidad de saneamiento presupuestario en los próximos años.

En cuanto al análisis monetario, los datos más recientes confirman la continuada desaceleración del ritmo de expansión monetaria subyacente, lo que apoya la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas. En abril, las tasas de crecimiento interanual de M3 y de los préstamos al sector privado volvieron a reducirse hasta situarse en el 4,9% y el 2,4%, respectivamente. Sin embargo, especialmente en lo que concierne al crecimiento de M3, el ritmo de descenso de las tasas de crecimiento interanuales se ha reducido respecto a meses anteriores, como reflejo del vigoroso crecimiento de los agregados monetarios en abril.

La evolución más reciente de los componentes de M3 sigue reflejando, en gran medida, los efectos de anteriores rebajas de los tipos de interés oficiales del BCE, que han dado lugar a descensos de los tipos aplicados a los distintos depósitos y de los diferenciales entre dichos tipos de interés. Esto se ha traducido, por ejemplo, en una disminución de los costes de oportunidad que soportan los participantes en el mercado al desplazar fondos hacia depósitos a un día altamente líquidos, y explica el fortalecimiento del crecimiento interanual de M1 hasta situarse en el 8,4% en abril. Paralelamente, la reducida remuneración de otros depósitos a corto plazo e instrumentos negociables sigue favoreciendo la asignación de fondos a instrumentos no incluidos en M3.

El saldo vivo de los préstamos concedidos por las IFM al sector privado volvió a contraerse ligeramente en abril. Esta evolución sigue debiéndose principalmente al flujo negativo de préstamos a corto plazo a las sociedades no financieras, que en parte es reflejo de la menor necesidad de capital circulante, en vista del grave deterioro de la

actividad económica y de las perspectivas empresariales durante los primeros meses del año, y de la mayor utilización de reservas de liquidez para la financiación de dicho capital. En cambio, el flujo de préstamos a largo plazo a las sociedades no financieras se mantuvo positivo. Las anteriores reducciones de los tipos de interés oficiales del BCE han seguido influyendo en los tipos aplicados a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras y a los hogares. La mejora de las condiciones de financiación resultante debería continuar respaldando la actividad económica en los próximos meses. Sin embargo, habida cuenta de las dificultades que habrá que afrontar, las entidades de crédito deberían adoptar medidas adecuadas para seguir reforzando sus bases de capital y, si fuera necesario, aprovechar plenamente las medidas públicas de apoyo al sector financiero, en particular, en lo que respecta a la recapitalización.

En síntesis, el nivel actual de los tipos de interés oficiales del BCE es el apropiado teniendo en cuenta las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno a principios de mayo, incluida la ampliación de las medidas de apoyo al crédito, y toda la información y análisis disponibles desde entonces. El Consejo de Gobierno reiteró su expectativa de que el notable debilitamiento de la actividad económica en la zona del euro y en todo el mundo seguirá conteniendo la evolución de los precios en el horizonte temporal relevante para la política monetaria. De acuerdo con los resultados de las encuestas recientes, tras dos trimestres de crecimiento muy negativo, se espera que la actividad económica se contraiga durante el resto de este año aunque a un ritmo mucho menos intenso. Tras una fase de estabilización, se prevén tasas de crecimiento intertrimestral positivas hacia mediados del 2010. Esta valoración contempla efectos adversos retardados, como la continuación del deterioro de los mercados de trabajo, que posiblemente se materialicen durante los próximos meses. Paralelamente, los indicadores disponibles de expectativas de inflación a medio y a largo plazo siguen firmemente anclados en niveles compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2% a medio plazo. El contraste con los resultados del análisis monetario apoya la valoración de que las presiones inflacionistas son moderadas, dado que el crecimiento monetario y del crédito ha continuado ralentizándose en términos anuales. En este contexto, el Consejo de Gobierno estima que la estabilidad de precios se mantendrá a medio plazo, respaldando el poder adquisitivo de los hogares de la zona del euro.

Dado el desfase con que se transmiten las decisiones de política monetaria, los efectos plenos de las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno se notarán en la economía de forma progresiva. En consecuencia, mediante todas las medidas adoptadas, la política monetaria seguirá prestando un apoyo continuado a familias y empresas. El Consejo de Gobierno se asegurará de que, una vez mejore el entorno

macroeconómico, puedan revertirse rápidamente las medidas adoptadas y se absorba la liquidez proporcionada, a fin de poder contrarrestar los riesgos para la estabilidad de precios a medio y a largo plazo de manera efectiva y en el momento oportuno. El Consejo de Gobierno continuará garantizando el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, lo que resulta indispensable para apoyar el crecimiento sostenible y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera. En consecuencia, el Consejo de Gobierno continuará realizando un seguimiento muy atento de todos los factores durante las próximas semanas.

En cuanto a las políticas fiscales, las proyecciones más recientes de la Comisión Europea apuntan a un pronunciado incremento del déficit de las Administraciones Públicas y de la ratio de deuda de los países de la zona del euro en el 2009. Se estima que la ratio de déficit aumentará hasta el 5,3% del PIB en el 2009 y que se incrementará hasta el 6,5% en el 2010, frente al 1,9% registrado en 1998, y que la ratio de deuda sobrepasará el 80% del PIB en el 2010. Se espera que en la gran mayoría de los países de la zona del euro el déficit exceda el valor de referencia del 3% del PIB en el 2009 y en el 2010. Para garantizar la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, será necesario un esfuerzo de ajuste ambicioso y creíble a fin de recuperar cuanto antes posiciones fiscales saneadas, basado en un respeto estricto de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La rápida consecución de posiciones presupuestarias saneadas será necesaria para permitir a los países afrontar la carga fiscal adicional derivada del envejecimiento de la población así como los riesgos relacionados con las garantías que los Gobiernos han prestado para estabilizar sus respectivos sectores financieros.

En lo que concierne a las políticas estructurales, existen razones fundadas para incrementar los esfuerzos dirigidos a respaldar el crecimiento potencial de la zona del euro. En este momento, es fundamental poner énfasis en fortalecer la capacidad de ajuste y la flexibilidad de la economía de la zona del euro, en consonancia con el principio de una economía de mercado abierta. A este respecto, la situación actual puede considerarse como un catalizador para acelerar la aplicación de las reformas nacionales necesarias, en particular, de los mercados de trabajo, a fin de contribuir a un adecuado proceso de fijación de salarios y a la movilidad geográfica y sectorial, y de los mercados de productos, para fomentar la competencia y acelerar la reestructuración y el crecimiento de la productividad. Al mismo tiempo, muchas de las medidas adoptadas en los últimos meses con vistas a apoyar segmentos específicos de la economía han de revertirse en el momento oportuno.

2.2.3.Asia:

China ha adoptado una política de cooperación internacional en los últimos meses debido a que la crisis financiera internacional sigue suponiendo un grave peligro para la economía mundial.

En uno de sus más recientes esfuerzos, China, junto con las otras principales economías del mundo, prometió en la cumbre del Grupo de los 20 restaurar la confianza mundial y perseguir una recuperación económica sostenible.

China también ha actuado como miembro responsable dentro de la comunidad internacional implicándose en muchas iniciativas bilaterales y multilaterales orientadas a reencauzar la economía mundial.

TRABAJANDO CON EL G20

China también ha trabajado de manera constructiva dentro del marco del G20 para calmar los actuales trastornos financieros.

La crisis, aunque fue originada por la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, se ha extendido hasta las más lejanas partes del mundo y ha afectado a muchas industrias además del sector financiero.

Muchos opinan que la crisis, mundial por naturaleza, se debe resolver desde una base multilateral. El G20, formado por las economías desarrolladas y por los mercados emergentes, se considera la mejor plataforma para encontrar una respuesta internacional a la crisis.

El presidente de China, Hu Jintao, dijo a Xinhua antes de la cumbre del G20, que concluyó el jueves, que el G20 supone el 90 por ciento de la producción total del mundo, el 80 por ciento del volumen de comercio internacional y las dos terceras partes de la población mundial.

Además, el G20 refleja la redistribución del poder económico del mundo, ya que las principales economías emergentes trabajan al mismo nivel que las principales economías avanzadas para encontrar soluciones.

Hu se reunió con varios líderes de los países del G20, entre ellos el presidente de EEUU, Barack Obama; el primer ministro del Reino Unido, Gordon Brown; el presidente de Rusia, Dmitri Medvedev, y el presidente de Francia, Nicolas Sarkozy.

Estas reuniones ampliaron las bases comunes entre China y los otros miembros del G20, y reforzaron la cooperación para impulsar el crecimiento económico y reformar el sistema monetario internacional.

PROMOVER LA COOPERACION BILATERAL Y REGIONAL

Desde la primera cumbre del G20 celebrada el pasado noviembre en Washington, China ha propuesto varios planes a dos años de estímulos de la economía por un valor de 585.000 millones de dólares.

Mientras se esfuerza por mantener un estable crecimiento económico nacional, China también ha querido ayudar a otros países a impulsar su crecimiento económico a través de la cooperación pragmática bilateral y regional para promover el libre comercio y la libre inversión.

Los líderes chinos lanzaron varias giras denominadas "diplomacia en el primer mes del año lunar chino" en febrero, cuando Hu, el primer ministro Wen Jiabao y el vicepresidente Xi Jinping visitaron un total de 15 países y la Unión Europea. Los tres líderes enviaron un claro mensaje de confianza durante estas giras.

China firmó más de 20 acuerdos de cooperación con cinco países asiáticos y africanos durante el viaje de Hu.

Según esos acuerdos, China promete aumentar su ayuda y ampliar el comercio y la inversión con los países africanos. También condonó parte de las deudas con China de varios países africanos como parte de los acuerdos.

El presidente de Tanzania, Jakaya Kikwete, afirmó que China se ha convertido en el socio más popular de los países en vías de desarrollo.

Después de la visita de Wen a cuatro países europeos y a la sede de la Unión Europea, el gobierno chino firmó una serie de acuerdos con empresas europeas por valor de 13.600 millones de dólares.

China también firmó varios acuerdos de cooperación bilateral con diversos países de América Latina durante la visita de Xi a la región.

Poco antes de la cumbre del G20, China firmó acuerdos de intercambios de divisas por valor de unos 650.000 millones de yuanes chinos con Corea del Sur, Malasia, Bielorrusia, Indonesia y Argentina.

China también ha trabajado de forma activa con bloques regionales como la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático y el Foro de la Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) como parte de sus esfuerzos para ayudar a otros países a hacer frente a la crisis financiera.

INICIANDO POSIBLES REFORMAS INTERNACIONALES

La actual situación ha puesto de manifiesto los puntos débiles y las deficiencias del actual sistema económico y financiero internacional.

Varios altos funcionarios chinos han presentado recientemente una serie de propuestas clave para reformar el sistema monetario internacional con el objetivo de evitar que se produzcan estos problemas de nuevo en el futuro.

El gobernador del Banco Central de China, Zhou Xiaochuan, publicó recientemente un artículo en el que recomendaba que se ampliase el uso de los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el comercio internacional, en el establecimiento de los precios de las mercancías en gran cantidad, en la inversión y en la contabilidad empresarial.

Por su parte, el ministro de Finanzas de China, Xie Xuren, también afirmó que es necesario crear un sistema monetario internacional basado en más divisas de reserva para poder mantener la estabilidad del sistema.

Las propuestas presentadas por los funcionarios chinos han sido bien acogidas por funcionarios de muchos otros países y de varias organizaciones internacionales.

El director ejecutivo del FMI, Dominique Strauss-Kahn, afirmó que las propuestas de Zhou para la creación de una nueva moneda de reserva internacional era razonable.

Los líderes rusos también afirmaron que su país comparten muchas de las ideas expresadas por líderes chinos con respecto a la reforma del sistema monetario internacional. La idea de crear una nueva divisa de reserva mundial también ha sido considerada por importantes economías emergentes como Brasil, la India, Corea del Sur y Sudáfrica.

2.3. Reunión del G20 Abril 2009:

Según el comunicado oficial de los Jefes de Estado reunidos en Londres, el G20 acuerda triplicar los recursos disponibles para el Fondo Monetario Internacional (FMI) hasta 750 mil millones de dólares y apoyar una nueva asignación de derechos especiales de giro por 250 mil millones de dólares. También apoyará el financiamiento de "un mínimo de 100 mil millones de dólares de créditos adicionales a cargo de los bancos multilaterales de desarrollo" y la utilización de los recursos adicionales de las ventas de oro por el FMI para créditos en "condiciones concesionales" a los países más pobres. Todos esos acuerdos constituyen un programa adicional de 1.1 billones de dólares de apoyo que servirán para relanzar los créditos, el crecimiento y el empleo en la economía mundial.

El comunicado agrega que los países del G20 han emprendido una "expansión fiscal sin precedentes y concertada" que salvará o creará millones de empleos y que, para finales del próximo año, "equivaldrá a 5 billones de dólares", incrementará el PIB mundial en un 4 por ciento y "acelerará la transición a una economía verde".

En referencia a la supervisión y la regulación financieras, una exigencia muy concreta de franceses y alemanes, los gobiernos del G20 acuerdan "garantizar la fortaleza de nuestros sistemas reguladores internos". Al mismo tiempo, publican una declaración sobre "reforzamiento del sistema financiero" que incluye el establecimiento de un llamado Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera), sucesor del Foro de Estabilidad Financiera, que incluirá a todos los países del G20, a los miembros de ese último foro, a la Comisión Europea y a España.

El Consejo de Estabilidad Financiera colaborará con el FMI para alertar a tiempo de eventuales "riesgos macroeconómicos y financieros y las medidas necesarias para hacerles frente".

El G20 acuerda también "ampliar la regulación y supervisión a todas las instituciones financieras, los instrumentos y mercados importantes, lo que incluirá por vez primera a los fondos de alto riesgo ("hedge funds") sistémicamente importantes".

También se decidió impedir en el futuro a través de la regulación el apalancamiento excesivo y exigir la creación en épocas de bonanza de "colchones de recursos" que amortigüen el impacto de las crisis cuando cambie la coyuntura.

Asimismo se tomarán medidas "contra las jurisdicciones que no cooperen, incluidos los paraísos fiscales", señala el G20, según la cual "se ha acabado la época del secreto bancario".

"La supervisión reguladora se extenderá también a las agencias de calificación de riesgo para asegurar que cumplen el código internacional de buenas prácticas, particularmente para impedir conflictos de interés inaceptables". Éste se refiere también a los mercados emergentes y países en desarrollo, "que han sido el motor del reciente crecimiento de la economía mundial y ahora afrontan desafíos que se suman a la crisis de la economía global".

Para que esos países sigan beneficiándose de los flujos de capital y la confianza global, el G20 acuerda la disponibilidad de 850 mil millones de dólares en recursos adicionales a través de las instituciones financieras globales.

Esos recursos servirán para "apoyar el crecimiento" en esos mercados, ayudando a financiar inversiones contracíclicas, recapitalizaciones bancarias, infraestructuras, créditos al comercio, el apoyo a las balanzas de pago y a las redes sociales". A tal fin se ha acordado aumentar los recursos a disposición del FMI a través de "la financiación inmediata, a cargo de los miembros, de 250 mil millones de dólares, que se incorporarán luego a nuevos acuerdos para la obtención de préstamos, incrementados en hasta 500 mil millones de dólares".

El G20 expresa además su apoyo a un "incremento substancial de los créditos, incluidos a los países de renta baja, a cargo de los bancos multilaterales de desarrollo por una cantidad mínima de 100 mil millones" y se asegurará de que todos esos bancos disponen del "capital apropiado".

Otro acuerdo es apoyar una asignación general de derechos especiales de giro, que inyectará 250 mil millones de dólares en la economía mundial e incrementará la liquidez global.

En materia de comercio, los países reiteran su compromiso de no elevar nuevas barreras a las inversiones o al comercio de bienes y servicios, no imponer nuevas restricciones a la exportación ni aplicar medidas para estimular la exportaciones "inconsistentes con las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC)".

El G20 se compromete asimismo a "minimizar el impacto negativo de las acciones de política nacional" y a no caer en "el proteccionismo financiero, en particular con medidas que constriñan los flujos globales de capital en especial hacia los países en desarrollo".

"Aseguraremos la disponibilidad de al menos 250 mil millones de dólares en los dos próximos años para apoyar los créditos al comercio mediante las agencias de créditos a las exportaciones y a las inversiones o los bancos multilaterales de desarrollo".

El G20 reitera finalmente su compromiso de terminar la ronda de Doha con un acuerdo "ambicioso y equilibrado", que podría añadir anualmente al menos 150 mil millones de dólares a la economía global.

Con ello, los ministros de Finanzas de la Unión Europea (UE) se mostraron confiados en que las medidas acordadas en la reunión, como la inyección de un billón de dólares en la economía y las regulaciones para los paraísos fiscales y los fondos de riesgo, permitan recuperar la confianza general para salir de la crisis.

El G-20 accedió a reunir un paquete de 1.1 billones de dólares para otorgarlo al Fondo Monetario Internacional (FMI) para que emita los llamados Derechos Especiales de Giro (DEG; es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar los activos de reserva existentes de los países miembros. Los DEG son asignados a los países miembros en proporción a sus cuotas en el FMI. También sirve como unidad de cuenta del FMI y otros organismos internacionales y su valor está basado en una cesta de monedas fundamentales del mundo. En la actualidad, la importancia del DEG como activo de reserva es limitada y su principal función es la de servir como unidad de cuenta del FMI y de otros organismos internacionales. El DEG no es ni moneda ni activo frente al FMI. Representa un activo potencial frente a las monedas de libre uso de los países miembros del FMI. Los tenedores de DEG pueden obtener estas monedas a cambio de sus DEG mediante dos operaciones: primero, la concertación de acuerdos de canje voluntario entre países miembros y, segundo, la designación, por parte del FMI, de países miembros con una sólida situación externa para que compren DEG a países miembros con una situación poco firme))) como parte de un plan global de recuperación a una escala sin precedentes. Pero como han señalado muchos comentaristas, la escala del esfuerzo es mucho menor de lo que está implicado. Primero que nada, parte de esto no es dinero nuevo. Segundo, esto es para financiar y no necesariamente gastar. Tercero, 60 por ciento de los DEG se irán para Estados Unidos, Europa y China, que no los necesitan. Y cuarto, 1.1 billones no es tanto cuando se les coloca junto a los 5 billones que ya fueron destinados a los planes de estímulos fiscales por todo el globo.

No prosperó la tesis de que se creara un supervisor internacional como algunos lo habían sugerido. La responsabilidad de vigilar más estrechamente el funcionamiento seguro de las entidades financieras (donde se ubica la causa precisamente de la actual crisis) seguirá siendo una tarea de cada país. Pero se refuerzan los mecanismos de intercambio de información y de monitoría internacional, puesto que siendo globales los problemas debe haber un grado mínimo de coordinación entre los países.

Por ejemplo, se reitera la importancia de las reuniones periódicas de los 'colegios de

reguladores' para que intercambien informaciones sobre el riesgo que puedan estar experimentando los grandes bancos. Y sobre la armonización recomendable en la regulación financiera y contable de los mercados. En este sentido el llamado 'Consejo de Estabilidad' que había venido siendo un foro subalterno sale inmensamente fortalecido de esta reunión.

Las agencias de calificación de riesgo salen también muy cuestionadas. Las van a hacer registrarse ante los reguladores; tendrán que utilizar estándares contables mucho más transparentes; y deben desmontar todas aquellas operaciones que las conduzcan a manejar conflictos de interés, muy comunes en su actividad hasta la fecha.

Todos salieron contra el proteccionismo y propusieron hacer cosas al respecto. Pero no se adoptaron medidas vinculantes. Además, hay tres clases diferentes de proteccionismo en cuestión.

La primera es la protección de las industrias propias, algo que virtualmente todos los miembros del G-20 ya hacían y que probablemente seguirán haciendo. La segunda es la regulación de los fondos de cobertura y de las agencias de calificación crediticia. Los chinos se alegran por esto, mientras que Estados Unidos y Europa occidental están dudosos. La tercera es regular los paraísos fiscales. Los europeos impulsan esto, los chinos permanecen inmutables y Estados Unidos se halla entre ambos. Nada cambió en Londres.

Francia y Alemania utilizaron la reunión de Londres más para demostrar que los compromisos geopolíticos que rehusaron hacer con Bush también se rehusarán a hacerlos con Obama. Lo que China quería de la reunión del G-20 es que ocurriera esta reunión. China quería ser incluido en el círculo interno de quienes toman las decisiones en el mundo. Celebrar una reunión del G-20 hizo posible esta nueva realidad. Cuando el G-20 decidió reunirse de nuevo, confirmó el lugar de China. Dicho esto, China mostró su reserva acerca de las decisiones que ocurrieron, en muchas formas. Ofreció una cantidad irrisoria al nuevo paquete del FMI. Después de todo, no le dieron garantías de que habrá una reforma real de la gobernanza del FMI, que podría acordar un papel apropiado para China.

Estabilidad financiera mundial a Abril del 2009:

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.

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.

Se requiere con ello un proceso de desapalancamiento 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.

Cabe destacar el comunicado del G-7 de febrero de 2009 que marcó tres puntos que aún conservan su validez:

Asegurar el acceso del sistema bancario a la liquidez, que corresponde a los bancos centrales

Detectar y sanear los activos dañados , que corresponde a los supervisores y los gobiernos

Recapitalizar las instituciones débiles pero viables y proceder rápidamente a la resolución de las instituciones no viables, que corresponde a los supervisores y los gobiernos.

La primera ha progresado, pero las otras dos parecen estar 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.

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 se proyecta 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. Algunos podrán recurrir a sus abundantes reservas en moneda extranjera, pero los mecanismos de canje con los bancos centrales de las economías avanzadas y los servicios financieros del FMI también deben utilizarse como instrumentos de defensa. Gracias a la ampliación de sus recursos decidida en la cumbre del G-20, el FMI puede ayudar a los países a suavizar el impacto de la crisis financiera en la actividad real y —sobre todo en el caso de las economías en desarrollo— moderar sus repercusiones en los sectores pobres de la población. Además, en algunos casos, los programas del FMI pueden contribuir a catalizar el respaldo de otras partes.

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. Algunos países han extendido la garantía de las deudas bancarias a las empresas, centrándose en las que están vinculadas a los mercados de exportación. En ciertos casos se mantiene apuntalado el financiamiento del comercio exterior a través de distintos mecanismos con el objetivo de mantener en circulación las corrientes comerciales y limitar el perjuicio a la economía real. Aun así, habrá que elaborar planes de contingencia en caso de que el deterioro de la situación resulte en reestructuraciones a gran escala.

Dentro de Europa, la fuerte dependencia transfronteriza exige la colaboración de las autoridades de las economías avanzadas y emergentes para encontrar soluciones mutuamente beneficiosas. El informe reciente del Grupo de Larosière constituye un

buen punto de partida para el diálogo sobre la coordinación y la cooperación dentro de la Unión Europea. 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. En el caso de los bancos de Europa occidental que tienen múltiples subsidiarias en las economías emergentes del continente, el diálogo entre los supervisores sobre soluciones a problemas comunes probablemente termine beneficiando a todos los interesados.

3. Hipótesis:



3.1. Hipótesis de Bob Esponja:

Nuestra segunda hipótesis la hemos intentado satirizar con el famoso personaje de cómic Bob esponja. En esta hipótesis partimos de un ejemplo real, ese ejemplo para ser más gráfico consiste en poner una esponja seca debajo de un grifo y abrirlo. Durante unos segundos la esponja debido a su composición porosa retendrá el agua hasta que se sature a partir de ese momento no retendrá ninguna cantidad de agua y tendrá el mismo efecto que si no estuviera. Cabe destacar que efectivamente esta esponja amortigua la caída del agua evitando que salpique.

Una vez realizada la explicación gráfica posiblemente se pregunten a que a venido a cuento la esponja, el agua y que si salpica o no? Pues muy claro, el agua simboliza la liquidez del sistema y la esponja los diferentes bancos centrales. Entendemos que por muchas medidas que se vayan adoptando e inyectando en el sistema no tendrán ningún efecto puesto que la propia textura de la esponja(sistema financiero) está lleno

de pequeños poros que permiten las filtraciones y que mientras no se sellen no habrá una solución generalizada.

Tal y como hemos ido comentando las diferentes medidas que USA, Europa y Asia han adoptado no han hecho nada más que amortiguar la caída del sistema financiero mundial no siendo este su principal objetivo. Existen varias preguntas que nos gustaría saber si los diferentes Gobernadores de los diferentes bancos centrales se han hecho antes de tomar estas medidas orientadas a dar liquidez al sistema. ¿Que coste tiene la maquina de crear dinero? ¿Quién pagará estas medidas millonarias? ¿Realmente es lo que se debía hacer?.

Una vez estudiado el tema creo que estas medidas son un mero parche más a una rueda ya de por sí parcheada y como esta hipótesis indica la esponja solo ha hecho que amortiguar el crash del sistema financiero. El coste de todas estas medidas no es un coste 0 como siempre y una vez más lo acabaremos pagando los contribuyentes cuando 4 cabezas pensantes han creído necesario darle estas inyecciones millonarias. ¿En que estarían pensando? Posiblemente en su silla y su sueldo vitalicio. Como hemos repetido en varias veces entendemos que lo que se ha pretendido hacer es amortiguar una caída del sistema aunque nosotros lo hemos contemplado y la verdad creo que el coste inicial sería grande pero el coste final seguro que sería el mismo.

En el párrafo anterior formulaba 3 preguntas, en la última nos planteábamos si efectivamente estas medidas eran las correctas y a nuestro entender han sido unas medidas más que económicas sociales, es decir, se han tomado unas medidas con el fin de evitar una alarma social o un caos mundial que lo que han hecho es hipotecar los fondos de pensiones de los hijos de los hijos de nuestros nietos. En el punto internacional, causada por el exceso de liquidez y la inadecuada regulación de un sistema financiero internacional muy integrado, ha colocado a la economía mundial al borde de la recesión. Además, las acciones unilaterales que los distintos gobiernos adoptaron en un principio pusieron de manifiesto la dificultad de la coordinación en un mundo económico multipolar y sin un liderazgo claro. Afortunadamente, se han aprobado paquetes de rescate y, bajo liderazgo británico, parece haberse forjado un consenso sobre la necesidad de recapitalizar el sistema bancario y asegurar los depósitos y los préstamos interbancarios. Ello no evitará la recesión, pero podría servir para que no sea profunda y duradera. En ese sentido, las lecciones de anteriores crisis han permitido a las autoridades reaccionar con cierta celeridad. Aún así, persisten importantes retos sobre cómo establecer un liderazgo compartido para dotar de mejores reglas a la globalización financiera.

Nosotros vemos que estas medidas adoptadas son un parche que no servirá para llegar a la siguiente gasolinera puesto que a los diferentes bancos centrales no les importa el largo plazo, para ellos el largo plazo es esta tarde y el corto es en una hora. Entendemos que unas medidas deben ir encaminadas al medio largo plazo puesto que una política fiscal y monetaria va dirigida a la creación de liquidez y movimiento de la masa monetaria no va dirigida a parchear los diferentes poros de la esponja que hacen que se filtre el agua sin obtener ningún resultado a cambio.



3.2. System Crash.

Uno de los principios necesarios para quebrar definitivamente el sistema sería repetir la conducta de los banqueros de antes de los años 60; veían la liquidez casi exclusivamente en el activo del balance, y desde entonces empezaron a verla en el pasivo. En lugar de adaptar los activos a las deudas, decidieron hacer lo contrario; no había por qué mantener liquidez a mano en absoluto en vista de su baja rentabilidad ya que era posible comprarla en el mercado cuando fuera necesario.

Los bancos creaban las condiciones para un crecimiento y unos beneficios ilimitados pujando por el dinero sólo cuando sus reservas se revelaran insuficientes, lo que comportó la aparición de los certificados de depósito, debido a su flexibilidad, y las obligaciones subordinadas o bonos convertibles. Este principio en la actualidad no se da en su integridad debido a la consciencia que hay sobre el problema financiero global, pero un giro de actuación hacia esta conducta comportaría la inviabilidad del actual sistema.

Para reparar la actual situación de falta de liquidez y crisis del sector financiero actualmente se están tomando medidas para eliminar las tensiones en los mercados de financiación 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 unilateral y 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.

Actualmente persisten los problemas de financiamiento y los bancos tienen un menor acceso a la financiación 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.

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 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.

Los gobiernos podrían no estar dispuestos a asignar suficientes fondos para solucionar el problema lo que añadiría, a causa de la incertidumbre en torno a la reacción política, que el sector privado no participe en un diálogo constructivo para encontrar soluciones ordenadas a la turbulencia financiera. Por tanto, en caso de que no haya claridad, coherencia y fiabilidad se pierden importantes elementos para restablecer la confianza ya que las crisis pasadas demuestran que una normalización de los sistemas bancarios conlleva 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, con lo que ya tenemos el primer elemento importante que no debe darse para hacer quebrar el sistema. Se debe de añadir también una coordinación transfronteriza que aborde los problemas del sistema bancario —entre ellos el tratamiento de los activos desvalorizados con toda la problemática adicional que sugiere como previamente se ha analizado— con criterios más coherentes.

Si no se asegura el acceso del sistema bancario a la liquidez, si no se detectan y sanean los activos dañados y no se recapitalizan las instituciones débiles pero viables no se podrá garantizar la base para la recuperación del sistema.

Un segundo elemento primordial para hacer quebrar el sistema es evaluar de forma errónea las necesidades de capital; dichas necesidades son la principal indicación de la gravedad del problema. Según el Informe de Estabilidad Financiera Mundial a abril del 2009, se presume que el apalancamiento, medido como el capital en acciones ordinarias dividido por los activos materiales, regresa a los niveles registrados antes de la crisis (4%). Para alcanzar esos niveles se necesitarían inyecciones de capital de unos US\$275.000 millones en los bancos de Estados Unidos, unos US\$375.000 millones en los bancos de la zona del euro, unos US\$125.000 millones en los bancos del Reino Unido, y unos US\$100.000 millones en los bancos de las demás economías maduras de Europa. Se emplea en dicho informe un cálculo ilustrativo que presume que el apalancamiento retoma los niveles de mediados de la década de 1990 (6%). Ese nivel exige inyecciones de capital más altas, que rondan US\$500.000 millones en Estados Unidos, US\$725.000 millones en la zona del euro, US\$250.000 millones en el Reino Unido y US\$225.000 millones en las demás economías maduras de Europa. Con todos estos datos, una mala estimación sobre el capital adicional para compensar pérdidas y lograr el índice más estricto de apalancamiento provocaría un desequilibrio importante y una grave ineficiencia a la hora de restablecer la liquidez en el sistema financiero global.

Esto nos viene a relacionar los mencionados datos con la participación de los supervisores; si no es activa, no se podrá determinar la viabilidad de las instituciones ni qué tipo de medidas correctivas se tienen que adoptar. Si además el proceso no es completo ni transparente al igual a la publicidad sobre el daño sufrido por los

balances bancarios, los supervisores no podrán estimar el capital requerido ni los plazos para lograr los nuevos niveles de capitalización.

Otro punto a tratar es la valoración de los activos; si no se coordinan entre los distintos países los principios de base utilizados para valorar los activos y decidir el porcentaje de pérdida que deberá soportar el sector público no se podrá hallar una homogeneidad y eficiencia respecto al impacto de las pérdidas futuras. Ello comportarían en la mayoría de los casos una serie de valoraciones exageradamente positivas y con ello distorsiones competitivas que dañarían el sistema a corto plazo.

Todo ello provocaría que no se reduciría el riesgo de contraparte y el déficit de financiamiento en los mercados persistiría, lo que podría comportar una agudización de la ya actual crisis de confianza. Con ello, la coordinación política es muy importante, ya que cuando los países actúan unilateralmente para respaldar su sistema financiero pueden causar repercusiones negativas en otros países debido a, por ejemplo, mediante el intercambio de información entre jurisdicciones.

Si estos puntos no se cumplen de forma estricta, no se tomará una dirección de la política financiera a más largo plazo no solo puede producir un sistema financiero más eficiente al término de la crisis, sino que contribuiría a eliminar la incertidumbre y reforzar la confianza del mercado a corto plazo.

Pretender además que el funcionamiento de los mercados financieros será el mismo sin reducir el apalancamiento, con los mismos desfases de financiamiento, el mismo riesgo de contraparte y la misma transparencia es un error; si no hay una modificación a nivel global y aplicada con criterios uniformes el sistema peligra de acentuar sus actuales deficiencias con un final indeterminado. Por tanto, si no hay una mejora de la regulación y de la supervisión (ambas de forma uniforme y aplicando los mismos criterios) la crisis actual provocará una quiebra definitiva al actual sistema financiero mundial.

Si no hay una mejor evaluación y definición de los riesgos sistémicos, delineando claramente quién es el principal regulador sistémico, éstos no se podrán mitigar. Sin este nuevo enfoque regulatorio, tampoco se puede finalizar con éxito un proceso de desapalancamiento. Si la regulación no refuerza la posibilidad de ayudar a las instituciones financieras a tomar decisiones sólidas basadas en el riesgo, no se reforzará la estabilidad sistémica y la visión a largo plazo. Si no hay visión a largo plazo es sumamente probable que haya un laxo control del riesgo de financiamiento..

La suma de estos factores provocaría otra vez la pérdida de confianza en el sistema financiero a la vez que agravaría una escasez de liquidez en el mercado interbancario.

Los bancos se volverían extremadamente reticentes a prestarse entre sí hasta llegar a un punto en que no se prestarían y la liquidez se agotaría con prontitud. Ante esta situación se produce otro efecto importante : la caída de las bolsas arrastradas por el sector financiero a medida que los mercados observan que los esfuerzos de los distintos gobiernos para restablecer el sistema financiero son erróneas e implican una recesión, en primer término local en cada país y posteriormente global. La mencionada pérdida de confianza llegaría de forma definitiva a la población que no podría resistir otro “bache” financiero con lo que se caería de forma definitiva en una profunda recesión a nivel global que conllevaría inevitablemente el crash del sistema. Todo ello debe presumirse con una constante intervención pública (pero tal y como se ha dicho anteriormente con errores en la supervisión, valoraciones de activos,etc) y que al no llegar a un buen resultado ha resultado en un trasvase del riesgo del sector privado al sector público, por lo que si de forma paralela los distintos gobiernos no planean una estrategia de salida (mediante la coordinación de políticas fiscales, monetarias y financieras) una vez se hayan estabilizado los mercados y se haya puesto fin a la incertidumbre puede haber varias quiebras nacionales.



3.3. Creación de un Bad Bank.

La solución del banco malo está muy bien explicada en un artículo de David Roche (durante muchos años jefe de estrategia de Morgan Stanley y ahora presidente de su firma independiente) publicado en The Wall Street Journal. Roche parte de que la nueva fase de la crisis probablemente acabará con la nacionalización de los principales bancos en todos los países, por culpa de las causas de la crisis: el consumo desaforado, el exceso de endeudamiento y la financiación del festín mediante la creación ilimitada de liquidez.

Entender estas causas explica por qué es tan difícil solucionar esta crisis. "Desesperados por preservar el valor de unos activos inflados por esta enorme burbuja de liquidez, los políticos han rechazado la solución dolorosa. Las inyecciones de liquidez, los planes de rescate, la garantía de los depósitos y los paquetes de estímulo fiscal intentan sostener los precios de los activos, cuando lo que hace falta es que

caigan hasta su valor real para que puedan ser limpiados. Los políticos sólo han prolongado la crisis", explica este analista.

Es más, un informe del Banco Mundial en 2002 concluía que no hay pruebas de que estas políticas "acomodaticias" provocan una recuperación más rápida, sino más bien de que alargan las crisis. El ejemplo de Japón en los 90 también es palmario de lo que ocurre cuando no se permite que el precio de los activos se ajuste a niveles de mercado.

Un banco que se quede con los activos tóxicos

Su propuesta no es la invención de la pólvora, porque ya fue utilizada por las autoridades escandinavas en la crisis bancaria de 1991: "Debe obligarse a los bancos a descubrir sus activos tóxicos (unos 300.000 millones en Alemania y 800.000 millones de dólares en EEUU), que deben ser amortizados a precios de mercado, con el impacto para los accionistas y los bonistas, pero no para los depositantes. Si eso implica que la mayoría de los bancos son insolventes, que así sea".

Para llevar a cabo esa tarea, se puede crear un banco malo como hicieron los suecos. Este banco malo limpia los activos tóxicos de los balances del sistema bancario al comprarlos a precios de mercado y al obligar a los bancos a amortizarlos.

Hay dos variantes de este banco malo: el buen banco malo obliga a los bancos a amortizar esos activos y a limpiar sus balances, y aquellos que son insolventes son recapitalizados, nacionalizados o liquidados por el Estado; pero también es posible usar al banco malo para comprar los activos tóxicos a precios inflados para que el banco puedan empezar a prestar dinero de nuevo (ése es el mal banco malo).

Sin embargo, los políticos en Europa y EEUU han rechazado la creación de un buen banco malo, pese a que la crisis está entrando en su tercer año, a que las medidas adoptadas hasta ahora no han servido y a que los bancos siguen ahogándose en pérdidas y hundiéndose en bolsa.

Las alternativas no sirven

Roche se lamenta especialmente por la oportunidad perdida por el Gobierno británico con su segundo plan de rescate. En vez de crear un banco malo, ha optado por un aseguramiento público de los activos tóxicos que les quedan, a cambio de una prima del 10% de esos activos. Lo cual implica que los contribuyentes asumen el riesgo del 90% restante y que los activos permanecen en el balance de los bancos, aunque ya no corren riesgos por su exposición a ellos. La razón por la que no ha optado por la

solución más valiente es que, en ese caso, la mayor parte del sistema bancario británico estallaría y tendría que ser nacionalizado. Por eso mismo, teme que Obama tampoco se atreva a tomar la vía dolorosa.

Finalmente, este analista ataca duramente a los políticos por obcecarse en que la salida de la crisis pasa por una reactivación del crédito (porque quieren mantener vivo el endeudamiento y el consumo), cuando lo que hace falta es todo lo contrario: el famoso desapalancamiento y la vuelta al ahorro. "Y eso no se puede alcanzar sin dolor". A su juicio, lo que está provocando el desapalancamiento y el agravamiento de la recesión no es la falta de oferta de crédito, sino la de demanda; por tanto, ni siquiera la expansión del crédito que pretenden los políticos servirá para reactivar la economía.

"Si no se adopta la solución del buen banco malo, el sistema seguirá tan corrupto como antes. Los activos malos seguirán chupando recursos del sistema económico en forma de prestatarios zombies, mala distribución y precio distorsionado del capital, deuda pública y déficits presupuestarios", concluye. Recuerda que lo que lleva gastado (no inyectado) el Gobierno de EEUU habría financiado dos guerras de Vietnam -en dinero de hoy- y que el ejemplo británico ilustra que evitar el problema genera desconfianza y no sirve para resolver nada.

Único antecedente del banco malo:

Crisis sistémica bancaria Noruega y crisis bancaria escandinava años 90: El caso noruego (1987) por considerarse sistémico, así como el producido en el resto de economías escandinavas, durante los años 90 podríamos considerarlo como un pequeño laboratorio económico (al ser países sin una población elevada i.e.: Noruega algo más de 4 millones de habitantes) de donde obtener conclusiones ante una crisis del crédito global como la actual. Al contrario que en Japón, aquí se aplicaron políticas de mercado carácter keynesiano.

Tras la crisis energética de los años 70 y posterior recesión, a finales de los 80 las economías de Suecia, Finlandia y Noruega se habían recuperado porque la desregulación y los bajos tipos de interés animaron a los bancos a prestar más. Los precios del mercado finlandés de la vivienda subieron un 80% en términos reales y sus bolsas un 164% en cinco años, según los datos recogidos por JPMorgan.

Las consecuencias fueron una creciente deuda, especialmente entre los años 1984-1986. Mientras los responsables de la política económica intentaban reducir la inflación y proteger sus tipos de cambio fijos, los bancos vieron en los siguientes años sus balances diezmados por el aumento de la morosidad, alcanzando el 10% del PIB.

En el caso noruego, todo ello fue agravado por el descenso del precio del crudo durante 1986, al estar su economía muy ligada a la evolución del precio del petróleo, por su marcado carácter exportador. Los activos de muchas compañías (dependientes de los precios del petróleo) sufrieron serios recortes. Durante los años 1988-1999 Noruega asistió a numerosas quiebras de small caps en los sectores financiero, inmobiliario, transporte, construcción, venta al por menor, pesca y restauración.

Respecto a Suecia, la respuesta a la consiguiente crisis financiera fue "rápida y enérgica", destacó el entonces presidente de la Fed Alan Greenspan en un discurso de 1999. Suecia garantizó la deuda de los bancos contra posibles pérdidas y estableció un fondo de reestructuración de 14.000 millones de dólares para proporcionar capital a los bancos en dificultades a cambio de acciones. Además de tomar el control de Nordbanken, el Gobierno creó un "banco malo" que compró los activos problemáticos con descuento, y dejó a las instituciones financieras la gestión de sus carteras con los activos más líquidos. El Gobierno de Noruega tomó pasos similares al garantizar los ahorros y tomar el control de los tres mayores bancos del país.

Finlandia fusionó más de 40 bancos en una única entidad gestionada por el Gobierno y trasladó los activos morosos a sociedades administradoras gestionadas por el banco central.

Consecuencias:

Aunque las intervenciones "fueron generalizadas y al final un éxito", no aliviaron inmediatamente las economías de los tres países, debido a que los bancos redujeron la concesión de créditos y las empresas y consumidores gastaron menos.

Las economías finlandesa y sueca se contrajeron en 1991, 1992 y 1993. Norges Bank calcula que a principio de los años 90 la producción cayó un 12,3% en Finlandia, un 5,8% Suecia y un 4,1% en Noruega. El desempleo no tocó máximos hasta mayo de 1994, cuando la tasa alcanzó el 19,9%, tras haber descendido hasta el 2,1% en 1990. En Suecia, llegó al 9,9% en 1997, desde el 1,6% en 1990. Las agresivas medidas tomadas por los Gobiernos escandinavos no fueron suficientes para evitar recesiones profundas pero bien es cierto que evitaron que la situación económica degenerase en una depresión más profunda como en el caso japonés o americano de los años 1837, 1873 y 1929.

Actualidad:

Alemania aprueba un proyecto para crear su propio 'bad bank'

El Gobierno alemán aprobó a 13 de mayo del 2009 la creación de un 'bad bank' o banco malo, a través de cual se limpiará el sistema financiero germano de los activos tóxicos derivados de la crisis hipotecaria importada por EEUU.

Tras el visto bueno del Ejecutivo, Alemania comenzará a trabajar en un plan que el 'bad bank' aliviará el impacto de los activos tóxicos hipotecarios en las firmas de crédito. De este modo, el Gobierno germano confía en restaurar, poco a poco, la confianza en el sistema financiero.

Fuentes gubernamentales ha explicado que el plan del Gobierno prevé la creación de determinados vehículos a través de los cuales las entidades podrán depositar sus activos tóxicos. El primer tramo de este proyecto está dirigido a bancos comerciales germanos. No obstante, las citadas fuentes sostienen que en las próximas semanas se completará otro plan para la creación de un banco malo dirigido a los bancos regionales públicos.

Una vez aprobado por el ejecutivo, el plan para la creación de un 'banco malo' debe recibir el apoyo del Parlamento. El Gobierno que preside la canciller Angela Merkel confía en obtener 'luz verde' antes de las vacaciones de verano. La banca alemana arrastra miles de millones en activos tóxicos, una presión que limita considerablemente su capacidad para hacer préstamos, agravando, de este modo, la recesión.

En este sentido, Commerzbank anunció el pasado viernes pérdidas de 861 millones de euros en los tres primeros meses del año como consecuencia del impacto de la depreciación de 2.600 millones de euros de sus activos. "Entiendo a los políticos cuando dicen que no podemos cargar esto sobre los contribuyentes, pero debemos asegurarnos de que el conjunto puede funcionar, de otra manera tendremos problemas en el futuro", dijo el director gerente de la federación alemana de banca, Manfred Weber, en declaraciones a la cadena de radio Deutschlandfunk.

Análisis del caso japonés desde 1980; equivalente a la actual situación global?

A principios de la década de los 80, la economía japonesa inicia un periodo de expansión que parecía no tener fin; pasó de representar un 8,4% de la economía mundial en 1980 a un 9,3% en 1991. Desde entonces comenzó un proceso de caída y en 2001 dejó su segundo puesto a China.

La pérdida de dinamismo de la década de los 90 se debe a factores de oferta, demanda y a una situación política complicada. Durante esa época se debilitó tanto la demanda interna como externa; se registraron caídas del consumo y aumentos en la tasa de ahorro debido a la explosión de las burbujas mobiliaria e inmobiliaria. El ahorro aumentó debido a la preocupación ante el fuerte aumento del desempleo. Con todo, la recesión estuvo acompañada de un descenso de los precios que afectó muy negativamente al consumo.

La inversión se vio muy afectada por un exceso de la capacidad instalada por el descenso de la demanda, y los empresarios se enfrentaron a muchas dificultades cada vez que quisieron obtener un préstamo y a unas perspectivas económicas muy inciertas con fuertes aumentos del paro.

La demanda externa desde finales de los 80 hasta mediados de los 90 se mantuvo fuerte debido a la inversión realizada en el Este Asiático y en Estados Unidos. Este traslado de la producción al exterior se realizó para reducir costes, frente a la excesiva regulación existente en Japón, superar las desventajas del yen fuerte y aprovechar los crecimientos de esas regiones; si embargo en 1997 las exportaciones dirigidas hacia estos países sufrió una fuerte contracción como consecuencia de la crisis asiática.

La economía estaba inmersa en una crisis financiera donde la mezcla de regulaciones restó flexibilidad al sistema productivo de la economía. La crisis bancaria afectó severamente a esta economía ya que tanto el mercado bursátil como el de los bonos estaban menos desarrollados que en otros países como Estados Unidos o Reino Unido.

A todo ello se le debe sumar un contexto político complicado caracterizado por la pérdida del poder de la mayoría de la Cámara Alta de la Dieta, una posición dividida y la subestimación de la gravedad de la situación.

Esta burbuja (la tercera de Japón desde que terminó la Segunda Guerra Mundial) se desarrolló desde 1987 a 1990 y se llamó Heisei. En ella confluyeron tres factores : un elevado crecimiento del precio de los activos, fuerte expansión de los agregados

monetarios y del crédito, y un recalentamiento de la economía. Las principales causas de esta crisis fueron:

A mediados de los 80, el capital excedente de la economía que provenía del elevado superávit comercial que se destinó a la compra de acciones e activos inmobiliarios, lo que generó un fuerte aumento del precio de estos activos.

La relajación de la política monetaria instrumentada desde 1987 hasta 1989 para reactivar una economía muy afectada por el descenso de las exportaciones como consecuencia de la apreciación del yen, que provocó la caída de la demanda externa.

La desmesurada demanda de vivienda por motivos fiscales.

La gradual desregulación del sistema bancario redujo la rentabilidad de los bancos obviando la acumulación de reservas que deben realizar los bancos en periodos de bonanza económica.

Un sistema financiero basado en los bancos como principal fuente de financiación absorbe más riesgos de los hogares que otro basado en los mercados de capitales. En el primer caso se magnifican los efectos de las explosiones de la burbuja en la economía real debido a que tardan más tiempo en materializarse.

El índice Nikkei alcanzó en diciembre de 1989 casi los 40.000 puntos y tres años después no superaba los 15.000. El valor de las acciones de la bolsa japonesa se multiplicó por 100 en el periodo 1955-1990. En ese mismo periodo, el valor de los bienes inmuebles japoneses se había multiplicado por 75, y suponían el 20% de la riqueza mundial, aproximadamente 20 billones de dólares.

Tras el estallido de la burbuja, el Banco Central de Japón cambió la orientación de la política monetaria y comenzó a subir los tipos del 2,5% al 6,2% y, como consecuencia, los precios del suelo y las acciones cayeron un 50% conforme la economía entraba en recesión.

Con el objetivo de incentivar el consumo y la inversión, el Banco de Japón bajó nueve veces la tasa de descuento entre julio de 1990 y septiembre de 1995 hasta llegar al 0,5%.

Además, inyectó grandes volúmenes de liquidez, lo que incrementó de forma significativa la oferta monetaria. Como los problemas continuaban, en septiembre de 1998 se vio obligado a bajar los tipos hasta el 0,25%. Por otra parte, la efectividad de la política monetaria fue disminuyendo conforme los tipos se aproximaban al 0%,

debido a la llamada trampa de liquidez, por lo que hubo que emplear medidas de expansión del gasto público.

A partir de 1992, el Gobierno implantó una docena de planes de estímulo fiscal, aunque con poco éxito. Se estima que los paquetes puestos en marcha entre 1992 y 1995 ascendían a los 700 billones de dólares; el 23% del mismo dirigido a rebajas impositivas temporales, el 50% a nueva inversión pública y el 27% restante a la compra de suelo y concesión de préstamos públicos.

A pesar del elevado importe de estos paquetes, su impacto fue leve debido a la fortaleza del yen, que hizo que parte de la demanda generada con estas medidas se destinase a productos importados. Por otra parte, los proyectos de inversión pública no tuvieron efectos duraderos y sólo consiguieron estimular a la economía durante unos meses. Además, las rebajas impositivas se enfrentaron a la llamada equivalencia ricardiana*.

Debido a los escasos resultados conseguidos con estos primeros paquetes, a principios de 1998 el gobierno lanzó un nuevo plan fiscal con un presupuesto equivalente al 2,4% del PIB japonés, el paquete más importante de la historia de Japón; el 54% (7,7 billones de yenes) se destinó a la inversión pública y el resto (4,3 billones de yenes) a rebajas impositivas transitorias; además, se implantó un fondo de ayuda financiera para los bancos de 30 billones de yenes.

Los resultados del paquete fiscal de 1995, mostraron que el dinero extra que obtuvieron los consumidores con las rebajas temporales de impuestos se destinó al ahorro.

Muchos economistas recomendaron una disminución permanente de los impuestos, ya que se esperaba que esta medida contribuyese al crecimiento del PIB en forma significativa a partir del segundo año de aplicación. Sin embargo, la implantación de esta medida chocaba con el objetivo de obtener un déficit no superior al 3% del PIB en los siguientes años.

Era necesario que el gobierno asegurase a los consumidores y empresas que los mayores déficits causados por estas medidas no se traducirían en aumentos de impuestos en el futuro.

Trampa de liquidez japonesa

Esta situación se produce cuando el tipo de interés está próximo a cero; entonces, las operaciones de mercado abierto no afectan a los tipos y, por tanto, tampoco a la inversión ni al consumo de los hogares.

Según Krugman, en un país con pocas perspectivas de crecimiento en el largo plazo (por ejemplo, causado por una evolución desfavorable de la población, ya que para el 2058 se prevé que el 40% de la población tenga más de 65 años) los tipos reales a corto plazo necesarios para que la inversión case con el ahorro deberían ser negativos. Como los tipos nominales no pueden ser negativos, se deberían crear expectativas de inflación. Si los precios fueran perfectamente flexibles, caerían ahora para volver a crecer en el futuro. Pero como no son flexibles a la baja, la economía no tiene las expectativas de inflación que necesita para bajar los tipos reales y esto lleva a un ajuste vía cantidades que genera recesión. Para este economista la manera más fácil para salir de la crisis sería crear las expectativas inflacionistas que la economía necesita. Esto significa que el Banco Central se debería comprometer a realizar una política considerada desde todos los puntos de vista como irresponsable; es decir, debe convencer al sector privado de que seguirá implantando una política monetaria expansiva, aunque los precios comiencen a crecer.

Crisis del sistema financiero japonés

El deterioro del sistema bancario comenzó con el estallido de la burbuja a finales de 1980 y culminó con la quiebra de importantes bancos en 1997. Debido al gran tamaño de los bancos japoneses y su importante papel para canalizar recursos financieros hacia el sector industrial, esta crisis tuvo importantes repercusiones tanto para la economía japonesa como para la global.

Entre los factores que la desencadenaron se encuentran:

- Incapacidad de los reguladores para adaptarse al proceso de desregulación y profundización de los mercados de capitales.
- Una estructura del sistema bancario anacrónica caracterizada por una gran segmentación, que pese a varios intentos de reducirla, no se inicia la construcción de un sistema más eficiente y consolidado hasta que se produjeron varias quiebras.
- Incorrecta gestión bancaria que incumplía continuamente las leyes establecidas. La no aplicación de las leyes era conocida por los reguladores, pero permanecían en

silencio por miedo a que se dieran a conocer las prácticas que guiaban el funcionamiento del sistema bancario.

- Supervisión multiestratos: cada tipo de entidad financiera tenía sus reguladores, además el número de inspectores era muy reducido y las inspecciones se realizaban cada dos o tres años.
- Mal gobierno corporativo.
- Falta de coordinación entre el gobierno y las instituciones financieras.
- Conducta basada en el "Convoy approach" y esperar para ver.
- Convenio institucional por el que el Banco de Japón carecía de independencia y estaba subordinado al Ministerio de Finanzas. Esta relación de subordinación databa de 1942 y restó efectividad a las políticas económicas y monetarias llevadas a cabo por el Banco tras el estallido de la burbuja.
- Una regulación muy particular que desembocó en una estructura guiada por los favores y obligaciones que dificultaba la aplicación de las leyes.
- Existencia de conglomerados de empresas que se ayudaban entre sí, los llamados Keiretsu System.
- La indulgencia observada frente a la morosidad.
- Proceso de acumulación de malos préstamos debido a una gestión incorrecta, no aplicación de las leyes, negocio relacional y fraude.

Antecedentes. Segunda mitad de los 80

La segunda mitad de los años 80 se caracterizó por una aceleración en el proceso de liberalización y desregulación del sistema financiero:

- Relajación de los controles sobre los tipos de interés.
- Desregulación del mercado de capitales; la recesión de 1970 llevó al gobierno a emitir bonos para financiar el déficit. Esto puso en marcha el desarrollo de los mercados de bonos conforme el gobierno iba rebajando las restricciones existentes en su negociación.

- A partir de 1980, se relajaron también las restricciones para realizar transacciones en los mercados financieros internacionales, lo que favoreció la emisión de bonos por parte de las empresas japonesas en Europa.

Debido a la fuerte competencia en este periodo, los bancos comenzaron a prestar de forma agresiva para aumentar sus cuotas de mercado; la mayor parte de los préstamos tenían suelo o viviendas como garantía, cuyos precios habían crecido mucho y estaban sobrevalorados.

Además, hacia finales de 1980, las empresas y bancos japoneses comenzaron a hacer negocios en el extranjero. El fuerte crecimiento por el que atravesaba la economía japonesa y su bajo nivel de inflación hizo que las primas de riesgo descendieran lo que impulsó a las empresas a buscar financiación en los mercados internacionales.

La explosión de la burbuja y gestación de la crisis

Para contener el continuo aumento de los precios del suelo, el Ministro de Finanzas introdujo en abril de 1990 orientaciones para limitar el volumen de préstamos destinados al sector inmobiliario. Este hecho contribuyó al descenso de los activos de los bancos que pasaron de los 508 trillones de yenes en 1989, a los 491 en 1990. Sin embargo, muchos de estos préstamos pasaron a ser gestionados por filiales no bancarias sometidas a menos normas y creadas por los propios bancos. De esta forma, los préstamos con más riesgo e incluso préstamos ilegales se concentraron en estas instituciones. Su elevada exposición al riesgo no fue un problema hasta 1995, cuando se produjeron varias quiebras en otros estratos del sistema financiero.

La desaceleración económica junto con la caída del valor de las acciones y activos inmobiliarios, debilitó significativamente la salud de los bancos y otras instituciones financieras. Bajaron los precios de los activos inmobiliarios, reduciéndose el valor de las garantías y los bancos comenzaron a acumular grandes volúmenes de préstamos dudosos.

Además, la rebaja de las agencias de rating que ya había comenzado en 1989 continuó y hacia 1992, muchos bancos vieron cómo sus costes marginales de obtención de fondos superaban a los de sus prestatarios. Este desarrollo, junto con la mayor facilidad de entrada en los mercados de bonos hizo que se acelerara la emisión de bonos y esto presionó aún más a los bancos: desde 1984 hasta 1991, el porcentaje de fondos obtenidos en los mercados de bonos paso del 3,6% al 24,5%.

Antecedentes. 1950-1973

Para comprender cómo pudieron darse las prácticas bancarias de los años 90, es necesario conocer cómo funcionó el sistema financiero japonés durante el periodo de fuerte crecimiento (1950-1973); sus principales características fueron:

- Todos los ahorros se canalizaban a través del sistema bancario; las restricciones que tenían las empresas para obtener financiación en otros mercados, convertían a los bancos en los principales proveedores de financiación del país.

- Tipos de interés regulados: como los tipos no respondían a fuerzas de oferta y demanda, existía un exceso de demanda de fondos que hubo que controlar mediante contactos informales y regulación. Esto fue posible debido a la gran propensión a ahorrar de la población

japonesa, que no descendió cuando disminuían la remuneración de los mismos por la falta de inversiones alternativas, y las bajas prestaciones sociales. Esto tuvo cuatro implicaciones importantes en el sistema financiero:

- Los beneficios eran altos y predecibles

- Había pocos incentivos para reducir costes y aumentar la eficiencia

- Los grandes bancos estaban en continuo contacto con los reguladores.

- Los reguladores permitían a los bancos establecer sus propios requerimientos de información para conceder préstamos.

- El mercado de bonos y obligaciones se encontraba muy limitado: hasta 1973 no se emitió deuda pública a gran escala y la emisión de bonos corporativos era muy cara debido a la regulación existente. Todo esto benefició a los bancos, ya que no existía competencia del mercado de capitales.

- El Banco Central distribuía los préstamos en función de la cuota de mercado de cada institución, lo que mantuvo la jerarquía existente y desincentivaba la toma de decisiones estratégicas y el recorte de los costes.

Además, no quedaba claro quien era el responsable último en caso de impagos, lo que llevó a los grandes bancos a no tener muy en cuenta los riesgos inherentes a los préstamos.

- Segmentación de la industria financiera: Cada categoría tenía sus propias normas, restricciones muy detalladas y una orientación especial de la administración. El único aspecto común a todas estas categorías era el "convoy approach" que consiste en tener en cuenta cómo afectará cualquier cambio en la regulación a los bancos más débiles; si alguno de estos cambios pone a algún banco pequeño en peligro ninguna norma seguiría adelante.

Para competir con los mercados de pagarés y de bonos, los bancos comenzaron a incurrir en más riesgos, alargando por ejemplo la duración de los préstamos. Entre 1990 y 1997, los préstamos con un periodo de amortización superior al año pasaron de representar el 56% al 60%. Para aumentar los beneficios en el corto plazo, relajaron los requerimientos en las concesiones de los créditos como muestra el continuo aumento de los préstamos sin seguro medidos en porcentaje del saldo vivo de los préstamos hasta mediados de los 90.

Algunos estudios muestran que hasta 1995, los bancos menos capitalizados experimentaban un mayor crecimiento de su crédito que los más saneados; ello fue consecuencia de la falta

de regulación ya que se observa una escasa presión sobre los bancos con descensos en sus ratios de capital para que redujeran el crecimiento de los activos.

Escasas provisiones y una clasificación muy laxa de los préstamos

Para establecer el nivel de las provisiones generales, los bancos podían aplicar la media de las pérdidas de los últimos tres años o el porcentaje establecido por la autoridad competente. Generalmente, los bancos las provisionaban teniendo en cuanto el porcentaje legal (0,3% del saldo vivo de los préstamos), ya que el volumen resultante solía ser superior. Algo sorprendente es que los bancos no aumentaran el volumen de las reservas generales para beneficiarse de las deducciones fiscales cuando el volumen de los préstamos impagados comenzó a representar más del 0,3% del total de préstamos concedidos. Esto podía significar dos cosas: que los bancos no querían transferir parte de su "tier 1 al tier 2" o que el aumento de las reservas podría crear en el mercado expectativas de futuros aumentos en el volumen de préstamos impagados. Ante esta situación, cabe preguntarse por qué las autoridades no aumentaron el porcentaje del 0,3%. Para cubrir los préstamos impagados o fallidos los bancos debían realizar provisiones específicas. El 50% de estas provisiones podían deducirse; sin embargo, las etapas a seguir para conseguir las deducciones eran muy complicadas y costosas.

Además, los bancos tardaron en eliminar de los balances los préstamos fallidos con poca probabilidad de recuperación y llevaron a cabo un proceso de reestructuración de estos préstamos reduciendo los tipos aplicados y alargando el periodo de amortización del préstamo.

Esto fue posible porque no existía una estricta clasificación de los préstamos y unos claros requerimientos de capital para los préstamos reestructurados; así, los bancos eran capaces de clasificar los préstamos impagados como préstamos normales una vez sometidos a la reestructuración.

Gobierno corporativo muy deficiente

El gobierno corporativo de los bancos japoneses está muy determinado por la estructura de propiedad de estos; en general, el capital de los bancos se encontraba repartido entre unos pocos accionistas.

Un banco típico japonés tenía cuatro tipos de accionistas: las compañías de seguros, los empresarios, los empleados de los bancos y otros bancos. Esta estructura de la propiedad dio lugar a un sistema de gobierno ineficiente en donde los accionistas tenían un escaso control sobre la gestión. La composición de los Consejos de Administración también contribuyó a la debilidad del gobierno corporativo. Los miembros del Consejo eran empleados que habían sido promocionados y, en general, no asumían su papel de representantes de los accionistas.

La gestión de los bancos no estaba orientada a la maximización de sus beneficios, sino que se centraba en las cuotas de mercado y, en proporcionar empleo estable y servicios a sus clientes. Esto hizo que durante la década de los 90, los ROAs y ROEs de los bancos japoneses fueran de los más bajos de los países avanzados. La ausencia de controles sobre los balances generaba una falta de incentivo a la reestructuración y posponía la resolución de los problemas para más adelante. Esta es una de las razones por la que los bancos no adoptaron una actitud proactiva en lo relacionado con el aumento de los préstamos impagados, lo que resultó en una innecesaria prolongación de la crisis. Como los auditores tanto internos como externos eran débiles, la gestión de los bancos intentaba ocultar sus problemas.

El principio de la crisis

Debido al débil gobierno corporativo, muchos bancos no adoptaron medidas apropiadas para ajustarse a la nueva situación económica y prefirieron esperar a que los precios de las acciones y los activos inmobiliarios volvieran a subir. Aunque la mayor parte del sistema financiero sobrevivió al menos hasta 1995, los problemas a los que se enfrentaban las compañías junsen* se reconocieron muy pronto, hacia 1992. Hacia 1994 se suspendió la actividad de dos cooperativas de crédito y se creó el Tokio Kyodo Bank con capital del Banco Central Japonés, bancos comerciales y cooperativas de crédito para hacerse cargo de los activos de estos dos bancos. En 1995, el Ministerio de Finanzas Japonés ordenó al banco regional Hyogo Bank la suspensión de captación de depósitos y concesión de préstamos y su negocio se transfirió al recién creado Midori Bank.

La reacción de las autoridades

Desde 1990 hasta 1995, las autoridades hicieron muy poco por detener el deterioro del sistema bancario debido, en parte, a la falsa esperanza de que la economía volvería pronto a crecer. Y después de 1995, cuando ya era una realidad que la situación de los bancos se había deteriorado y que una intervención pública era inevitable, los reguladores dudaban si llevar a cabo una acción contundente, por miedo a crear pánico entre la población, especialmente en ausencia de un esquema adecuado que asegurara los depósitos y un marco legal que regulara la reestructuración de los bancos que hiciera frente a la quiebra de numerosos bancos.

Por eso, hasta 1997 los reguladores fueron indulgentes, como se desprende de las siguientes observaciones:

- Las autoridades reguladoras que tenían el poder de quitar la licencia a los bancos, intervinieron sólo después de que los bancos se declararan insolventes, es decir, sólo actuaron cuando ya no tenían otra alternativa.
- Los bancos podían seguir distribuyendo sus dividendos incluso después de saber que sus ganancias eran necesarias para fortalecer su capital y provisionar los préstamos impagados. En 1991, con unos beneficios de 2,3 trillones de yenes, los bancos japoneses distribuyeron 750 billones de yenes en dividendos y, en 1997, con unas pérdidas de 9 trillones de yenes distribuyeron 680 billones de yenes.
- Las normas por las que se clasificaban los préstamos eran menos severas que las establecidas a nivel internacional; así, cuando en marzo de 1998 los grandes bancos informaron sobre su volumen de préstamos impagados siguiendo la norma más estricta establecida, este tipo de préstamos aumentó en un 50%.

- Para seguir cotizando en bolsa no podían registrar pérdidas durante tres años consecutivos. Así, en 1995 los bancos en su conjunto incurrieron en 5 trillones de pérdidas después de dedicar a provisiones 23 trillones de yenes. En 1996, los bancos evitaron contabilizar pérdidas reduciendo la aportación a las provisiones a la mitad y así obtuvieron un pequeño beneficio. Y en 1997, otra vez volvieron a provisionar. El hecho de que los préstamos impagados continuaran aumentando hasta finales de 1990, sugiere que las normas que regulaban la cobertura de estos préstamos no se cumplían rigurosamente. Esta lenta respuesta por parte de los reguladores se tradujo en un empeoramiento de los balances de los bancos que, mientras pudieron, probaron todo tipo de actuaciones para salir de la crisis, lo que finalmente les hizo más débiles.

Además, las ayudas concedidas por las autoridades para que los bancos cumplieran los requerimientos de capital se convirtieron en un freno a la reestructuración del sistema bancario.

Durante la década de los 80 muchos bancos obtuvieron capital en la bolsa con el objeto de expandir sus préstamos en línea con el boom del sector inmobiliario y cumplir con los requerimientos del Acuerdo de capital de Basilea. Después de la explosión de la burbuja, trataron de obtener capital en los mercados para hacer frente al aumento de las provisiones por el incremento de los préstamos impagados y fallidos. Sin embargo, entre 1992 y 1997, sólo cuatro bancos consiguieron aumentar su Tier 1 acudiendo al mercado a través de la emisión de bonos convertibles. A partir de 1997, después del intenso descenso del precio de las acciones de los bancos y sucesivas rebajas de las agencias de rating, los bancos suspendieron cualquier intento de adquisición de capital en el mercado. Casi todos los bancos emitieron deuda subordinada para compensar el descenso del Tier 2, pero incluso la emisión de la deuda subordinada dejó de ser atractiva hacia 1997.

Con descensos en sus márgenes y en el crecimiento de los préstamos impagados, los bancos debían utilizar las ganancias latentes sobre sus tenencias de bonos, acciones y activos financieros. Por ello, muchos bancos vendieron su cartera de bonos con elevados beneficios en un contexto de bajadas de tipos. Muchos bancos también obtuvieron ganancias vendiendo sus oficinas y alquilándolas después.

En 1997 muchos grandes bancos se declararon en bancarrota y generó una liquidación de las acciones de los bancos en la bolsa de Tokyo y un aumento del coste de financiación en los mercados interbancarios internacionales. Ante estos acontecimientos, las autoridades japonesas establecieron el Prompt Corrective Action que tenía dos vías de actuación:

- Los bancos tenían la responsabilidad de valorar sus activos de forma prudente y realista siguiendo unas directrices establecidas. Además, el volumen de las provisiones y los ratios de capital estarían supervisados por auditores externos y el Banco Central.
- Se estableció el ratio de capital a partir del cual los reguladores ordenarían el cierre de sucursales, la no distribución de los dividendos y la liquidación en caso de insolvencia.

En 1997, quedó claro que cualquier banco por grande que fuera podía quebrar y no iba a ser salvado por el Gobierno. La masiva retirada de depósitos provocada por el empeoramiento del sistema financiero obligó al Ministerio de Finanzas a garantizar la totalidad de los depósitos hasta marzo de 2001.

En marzo de 1998, muchos bancos tuvieron dificultades para cumplir los requerimientos de capital, por eso todos los grandes bancos pidieron inyecciones de capital. El gobierno aportó 1,8 trillones de yenes (el 0,4% del PIB) mediante deuda subordinada. Además, para ayudar a los bancos a cumplir los requerimientos de capital las autoridades relajaron algunas normas contables.

Cambio en la gestión de los bancos

El recrudescimiento de la crisis financiera y la aplicación de una regulación más estricta generaron un cambio fundamental en la forma de gestionar los bancos; así, la relación entre el crecimiento de los préstamos del sistema bancario y el capital de los bancos, que había sido negativa durante la primera mitad de los 90, pasa a ser positiva en 1997. Este cambio de estrategia ayudó a inyectar algo de credibilidad en el marco regulador y supervisor e hizo que los bancos fueran conscientes de que sufrirían el mismo destino que otros bancos que habían sido cerrados si no reestructuraban rápidamente su negocio. Ante la contracción crediticia el gobierno aumentó el volumen del crédito garantizado disponible. A finales de 1998 y en el verano de 1999, se destinaron más fondos para este tipo de préstamos. Además, en septiembre de 1999 el gobierno garantizó los bonos emitidos por pequeñas y medianas empresas.

En junio de 1998, se creó la Agencia de supervisión financiera (Financial Supervisory Agency (FSA)) para centralizar en una institución las labores de supervisión de las instituciones financieras.

En octubre de 1998, se aprobó la ley de revitalización financiera y otra que pretendía reforzar el sistema financiero. Al mismo tiempo, se duplicaron los fondos destinados a

la capitalización de los bancos hasta los 60 trillones de yenes (el 12% del PIB): 25 se destinaron a bancos solventes pero débiles, 18 a bancos insolventes para nacionalizarlos y liquidarlos, y 17 para proteger a los ahorradores que poseían sus depósitos en bancos insolventes. Además, se creó el Comité de revitalización financiera (FRC) para supervisar la reestructuración de los bancos.

Para tener acceso a estas inyecciones de capital, la FRC requería que los bancos estuvieran sumidos en un plan de reestructuración que se revisaría cada trimestre. Estas nuevas medidas permitieron a la FSA realizar su labor de supervisión; así, tras inspeccionar la mayor parte de los bancos japoneses entre el otoño de 1998 y la primavera de 1999 concluyó que la valoración realizada por los bancos de sus activos se basaba en supuestos muy optimistas y que la mayor parte de ellos habían subestimado el volumen de sus préstamos impagados.

Los cierres y quiebras de los bancos continuaron durante 1998. Cuando el FRC y la FSA estuvieron satisfechos con los niveles de capital alcanzados por los grandes bancos, centraron su atención en los bancos regionales. Así, en septiembre de 1999 la FRC decidió aprobar la inyección de 260 billones de dólares a tres bancos regionales, lo que les permitió obtener un ratio de capital del 8%.

Aunque a principios de los años 2000 pudiera parecer que la crisis del sistema bancario se había superado, la salud del sistema dependía de su capacidad para enfrentarse a una débil rentabilidad de su negocio y al fortalecimiento de su gobierno corporativo. A continuación se describen tres actuaciones que inician el camino de la nueva orientación de los bancos alejados de las antiguas prácticas:

- Anuncio de fusiones entre distintos bancos; estas son las primeras después de las que se realizaron a principios de los 90. Estas fusiones son importantes porque reflejan el reconocimiento por parte de los bancos de la necesidad de reducir su exceso de capacidad.
- En septiembre de 1999, la FRC aprobó la adquisición del Long Term Credit Bank por una empresa de inversión americana; era la primera vez que una empresa extranjera adquiría uno de los grandes bancos japoneses; esta venta abrió la puerta del sistema financiero japonés a los competidores extranjeros, lo que ayudaría a introducir una gestión más moderna de los bancos.
- En octubre se anunció la fusión de dos bancos pertenecientes a grupos industriales diferentes. La gran rivalidad entre los grupos industriales existente hasta entonces había impedido este tipo de fusiones. En septiembre 2003, todavía muchos bancos japoneses tenían grandes volúmenes de préstamos dudosos; se estima que ascendían

a 21,5 trillones de yenes, para los que no existían provisiones. El porcentaje de préstamos dudosos era del 7,2 % del total de préstamos. Además, muchos de estos bancos todavía formaban parte de keiretsus que seguían teniendo mucha importancia en el sector industrial. Y seguía existiendo el problema de los Junsen con grandes volúmenes de préstamos impagados.

Análisis del TARP, Troubled Asset Relief Program (Estados Unidos):

Se trata de una dotación inicial de 700.000 millones de dólares de los cuales 250.000 millones se dedicaran a inyectar fondos para recapitalizar y nacionalizar de forma parcial la banca. Con esta ley se pretende restablecer la liquidez y la estabilidad al sistema financiero de los Estados Unidos. Sin embargo, debe ejercerse de una manera que proteja los valores de origen, la totalidad de los fondos, cuentas de jubilación y ahorro.

El Secretario del Tesoro americano tiene amplias facultades para adoptar las medidas que estime necesarias para la compra de activos con problemas de cualquier institución financiera. Estas facultades incluyen la designación de instituciones financieras como agentes financieros del Gobierno Federal y el establecimiento de los vehículos que compra, mantener y vender los activos en dificultades. El Secretario, sin embargo, debe considerar varios factores a la hora de decidir la compra de activos con problemas, entre ellos la protección de los intereses de los contribuyentes, proporcionando estabilidad a los mercados financieros, la conservación de viviendas, la viabilidad a largo plazo de la entidad financiera, garantizar la participación de todas las instituciones financieras, independientemente de su tamaño u otras características, la asistencia a planes de jubilación que tienen los activos en dificultades y las necesidades de las comunidades locales.

Qué es un activo tóxico?

Se podrían definir los activos tóxicos como posibles activos que puedan ir a subastas judiciales y que si el banco ha prestado 80 ,90 etc.... no pueda recuperar lo prestado; es decir, activos en MORA y que por ejemplo no se pueda recuperar el valor de la hipoteca.

Para complementar la definición se tienen que contraponer con los activos no tóxicos, que son activos que por los problemas de liquidez no encuentren comprador pero que con el tiempo no pierdan valor.

Ante esta definición, dependerá de dónde el Estado haga el corte dependiendo de si puede existir o no un problema serio para él. Esta situación se agrava si aplicamos a los activos tóxicos una de las máximas comerciales más populares que se utilizan para explicar los fondos de inversión : activos NO TOXICOS actuales no garantizan
ACTIVOS NO TOXICOSfuturos.

Desde una perspectiva de embargos, cuando el valor de la 2ª subasta baja a menos del 50% de la tasación se suspende la misma, volviendo al juez para que pueda realizar una nueva subasta. Es el juez que vela para que no existan situaciones de aprovechamiento excesivo.

La lógica sería actuar de la misma manera activos con deudas inferiores al 50% de la valoración conceder financiación, al resto de activos no toxicos. Además, estos activos tóxicos van a tener que ser eliminados del balance de los bancos mediante la alianza del gobierno con el sector privado para que éste los compre o de alguna manera el gobierno actúe sobre estos activos.

Pero, mientras los estados de cuenta de los bancos estén repletos de estos activos malos, no van a dar préstamos. Para dar un ejemplo muy simple de activo tóxico; supongamos que una persona tiene una hipoteca con un banco de 500.000,00€ y la casa tenía un valor original cuando obtuvo el préstamo de 600.000,00€. Supongamos que debido a la baja de precio de la vivienda el valor de la casa es de 400.000,00€ y tiene una hipoteca de 500.000,00€. Esa persona puede tener distintas situaciones personales; puede no estar afectado por la actual situación de crisis manteniendo su lugar de trabajo, nivel de ingresos por lo que continuaría pagando linealmente su gasto y endeudamiento o encontrarse con una disminución parcial o total de sus ingresos por lo que puede pasar a desistir de afrontar sus pagos con el banco y eso quiere decir que éste es un activo tóxico potencial (recordemos que un activo tóxico es un activo en el cual hay una gran posibilidad de que el prestatario no pagará el préstamo). Cuando no se cumple con el pago, los bancos tienen que reducir el valor de estos activos y eso reduce su capital. Entonces, si los activos de los bancos siguen bajando, sus activos pueden tener menor valor que sus pasivos y entonces el banco está en bancarrota.

LA INCÓGNITA SOBRE EL BANCO MALO : CÓMO SE VALORAN LOS ACTIVOS TÓXICOS? CONTROVERSIA SIN CONSENSO.

La creación de un banco malo tiene un proceso, y el primer paso es que son los bancos los que identifican que activos tóxicos se ponen a la venta, y después es cuando se celebra el proceso de subasta entre los diferentes fondos o inversores. El mejor postor es el que se adjudica los activos tóxicos, esto si existe competencia

permitiría a los bancos desprenderse de sus activos tóxicos a un precio justo. El problema, obviamente, está en determinar cual es el precio justo de unos activos que parecen más un mix de ingeniería financiera que un activo y también plantea una reflexión sobre si ese “precio justo” determina un suelo por debajo del cual el valor de los activos ya no desciende, interrogante que en la actualidad no es posible de aclarar y que siembra otra duda sobre el proceso.

El modelo Sueco ya comentado nacionalizó a los bancos y les inyectó capital, pero contrariamente lo que parece ser en la actualidad es que se sigue preservando y no casitgando a unos gesotres bancarios que lo han hecho mal y a unos accionistas que se lo han permitido.

El problema o riesgo es que los precios ofrecidos en subasta para la compra de activos sean tan bajos, que los bancos tengan que realizar provisiones adicionales y puedan descapitalizarse. Además, cada trato financiero debe estar sujeto al verdadero rendimiento del activo que lo origina, garantizando que la cantidad de deuda asegurada sobre la base de activos no quede “sin balance” con otros activos subyacentes de la deuda, la causa más importante de una recesión, según John Kenneth Galbraith. Los activos pueden seguir siendo apalancados y reempaquetados, pero sólo para mejorar el valor del activo original. Debe reconocerse que la claridad y la precisión son indispensables para crear crédito y capital a través de papel. Estos son los criterios para poner en orden los activos tóxicos e impedir que cualquier contagio futuro cause otra recesión.

Podríamos hacer paralelismos históricos en lo que se refiere a la identificación y tasación de los activos tóxicos en los libros de los bancos señalando que en el pasado abogados y burócratas de EE. UU. y Europa demostraron ser brillantes poniendo en orden el papel tóxico ya sea que esté referido a una mala deuda, a derechos confusos o a una legislación opaca. Al hacerlo, ellos desenredaron reclamos después de la fiebre del oro en California, recogieron los pedazos del orden precapitalista de Europa que se desmoronaba, convirtieron los enclaves feudales japoneses en economía de mercado después de la II Guerra Mundial y reunificaron a Alemania tras la caída del Muro de Berlín.

Del ejemplo japonés, se podrían aplicar ciertas puntualizaciones para que -en caso de crearse un banco malo- no se incurriera en un largo período de ostracismo financiero como fue el caso.

Se coincide en términos generales que ésta situación actual es consecuencia de un largo período de expansión pretendidamente ilimitada. Una vez se inicia la crisis global, surgen los problemas de demanda externa e interna de los distintos países

ante una importantísima crisis financiera y bancaria en parte debida por cierta desregulación, indulgencia hacia la morosidad y políticas monetarias no efectivas.

La aplicación de uno (o varios) banco malo vemos que es efectiva a corto plazo si no hay una regulación y supervisión muy estricta ya que podríamos encontrar el ejemplo contrario en los préstamos que se destinaron en Japón el año 1989 a la gestión de filiales no bancarias creadas por los propios bancos, ya que fue en 1995 cuando su elevada exposición al riesgo se puso de manifiesto al producirse varias quiebras en demás estratos del sistema financiero.

Una de las medidas que no se tendrían que adoptar es el incremento de los plazos de los préstamos como norma general ya que implicaría cierta relajación en la concesión de riesgos. Por ello se tendría que crear un equivalente a la Prompt Corrective Action que marcara de forma estricta los criterios de valoración de activos, los volúmenes de las provisiones y los supervisores externos y/o gubernamentales de los ratios de capital.

Aun así, no consideramos suficiente la creación del banco malo con estas características como recurso definitivo; puede ser necesario siempre que su aplicación se combine con un proceso serio y regulado de desapalancamiento financiero de las entidades financieras mediante una transparencia total de los procedimientos. A este desapalancamiento, tal y como dice Hans Werner Sinn podría ayudar el hecho de aportar fondos nuevos de los contribuyentes que pasarían a ser, juntamente con el Estado, accionistas privados al dotarles temporalmente de nuevo capital social hasta que haya pasado la crisis. Con ello se pretendería que el sistema internalizase cierto comportamiento futuro sabiendo que el Gobierno no impediría la destrucción de capital social privado en una crisis y así regenerar la confianza en el sistema, hecho fundamental para su sostenimiento.

► Ratios en peligro

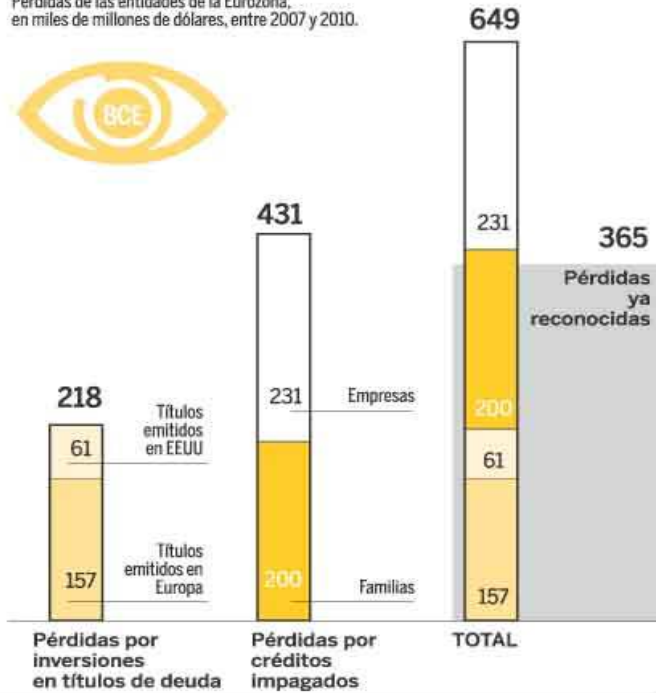
Ranking de bancos según su porcentaje de capital sobre su nivel de activos de riesgo, al final de 2008.



Fuente: Elaboración propia

► La visión del Banco Central Europeo (BCE)

Pérdidas de las entidades de la Eurozona, en miles de millones de dólares, entre 2007 y 2010.



Expansión



3.4. La punta Del Iceberg.

Para nuestro grupo de tesina otra de las hipótesis es la de la punta del iceberg, la cual en estos momentos es más grande, después de que han pasado todos los acontecimientos, pero cuando empezamos a trabajar sobre la tesina, esta crisis se podía comparar con un iceberg en el que la parte visible es un 1/10, cuando empezaron las hipotecas subprime las cuales podemos considerar que fueron el detonante y la parte visible del iceberg. Pero en un iceberg queda todavía una parte que no se ve y que es el 9/10, está parte ahora mismo está muy aflorada, pero todavía

queda una parte sobre todo en el sector bancario que tiene que ver la luz y es entonces cuando se podrá apreciar toda la virulencia de la crisis y plantear soluciones con más conciencia y no solo el hecho de inyectar liquidez al sistema sin contrastar si esas inyecciones no sería mejor aprovecharlas para cuando realmente se necesiten.

Para muchos, la crisis fue consecuencia de un acelerado comportamiento lucrativo representado por la afanosa practica especulativa que tarde o temprano iba a terminar por incurrir en resultados negativos para el ciclo económico que estábamos atravesando y que entonces parecía mostrar los resultados de un enorme auge que probablemente justificaría el juego de un sistema económico desregulado, de libertad absoluta y expectativas infinitas en cuanto al comportamiento financiero de los países, esto, fuertemente ligado al crédito excesivo que termino por completar sus efectos sobre la aparición de los “activos tóxicos” , cuyo rango progresivo aun no se veía aparecer; entonces, todo parecía un estado de tranquilidad absoluta en el país de las maravillas.

Generalmente y como lo aseguro CLEMENT JUGLAR, todo periodo de auge, trae consigo la contracción del sistema, es decir, auge y contracción se convierten en comportamientos cíclicos del modelo económico que pueden afectar en cierta medida la estabilidad del mismo y repercutir en la ruina para muchos. Dado de este modo, parecería muy fácil comprender que en periodo de auge se deberían estar elaborando políticas macroeconómicas que previeran los efectos posteriores a la bonanza y así evitar un colapso o “cataclismo” inesperado que hiciera aguas del sistema. ¿Cómo no verlo antes? Pues realmente es complejo formular los contrastes que podrían aparecer, y esto, por que la economía, no es una ciencia de la adivinación y tampoco quienes nos formamos en la disciplina somos adivinadores o “brujos” del futuro, esto, porque la economía no es estática, no es reducida y mucho menos predecible; siempre he argüido que “lo que es hoy no lo será mañana” por la presencia de variables exógenos o externalidades que de alguna manera giran el Angulo económico todos los días, así pues, incurrimos en análisis de estática comparativa, donde la modificación de una variable, provoca un nuevo estado de equilibrio. Fue lo que aconteció en la crisis, la ruptura del pacifico equilibrio financiero ante la caída irremediable de un endeudamiento critico que termino por secar la liquidez de los mismos.

Desafortunadamente, los efectos de la crisis recaen en todos los países del globo pues al existir una internacionalización del mercado de capitales, este juega en las mayores plazas financieras del planeta: New York, Inglaterra, Europa, Asia. Que a su vez juega como una dinámica de cadena que hala el sistema financiero global a la trampa especulativa que recae cuando el pánico se apodera de los inversionistas. Y entonces la dinámica resulta ser curiosa, por que inmediatamente el valor especulativo

representado en las diferentes transacciones y con prevalencia sobre los bonos disminuye, podría decirse, víctima de un comportamiento subjetivo: “pánico”.

Se habla mucho de la crisis como una consecuencia de largo plazo, surgida en Estados Unidos cuando los bancos decidieron otorgar un gigantesco stock financiero representado en crédito fácil para la adquisición de vivienda, así mismo, tras este crédito, vinieron expectativas de los consumidores por disfrutar de un dinero extra quizás para gastarlo como diría Veblen, en bienes suntuosos, quizás un automóvil, unas vacaciones o una cena en el mejor de los restaurantes. Pero fijémonos que los bancos al jugar un papel de redentores, aprovechando la liberalización que habían obtenido luego de una larga lucha por la apertura comercial y la incursión de un sistema “neoliberal” que garantizaba la libertad del mercado para orientar la dinámica económica de los países, no se fijaron o quizás fueron tercos cuando a lo que se enfrentaban era a un riesgo inminente hacia la iliquidez una vez los agentes se rindieran ante sus deudas impagables, y es que , cuando se tiene un amplio porcentaje de la población en condiciones de deuda financiera la contraparte del consumo se traduce en la contracción y pérdida de liquidez bancaria que a su vez envilece el equilibrio del modelo económico.

Ciertamente lo que acontece actualmente es un comportamiento lógico de los ciclos económicos que afectan y desequilibran el sistema, y recordemos para el efecto que las fases de un ciclo económico están dadas por: auge-contracción-resección-depresión-recuperación-expansión; esperemos jamás caer en depresión otra vez como aconteció en la crisis de 1929. Porque si controlar la recesión y salir de ella se esta convirtiendo en un proceso lento, complejo y preocupante, imaginémonos, con las características de hoy, un mundo globalizado, de economías interdependientes y de tratados comerciales enormes el impacto de una depresión, obviamente destructivo de nuestras economías sobre todo de aquellas economías avanzadas que producen el 80% de los bienes de consumo globales. ¿A caso será errado pensar en un cataclismo como ya lo mencioné?

Pero, sucede que los efectos tempranos de la crisis radican en la pérdida directa de empleos a gran escala, aumentos porcentuales de hasta 3 puntos que son un valor considerable para la contracción de la economía, contracción que se da por la falta de dinero para el consumo y una fuerte baja en la propensión marginal a consumir, quizás apoyada de un ahorro excesivo con miras a la prevención y la preferencia por satisfacer necesidades futuras, así mismo, la inversión cae consecuente con ello y la industria se reciente ante la pérdida de la demanda de los consumidores. Que sigue: el desempleo masivo, producto de la insuficiencia de ingresos o ganancias del productor una vez pagados los costes de factores y costes de uso, es lógico que los

ingresos no alcanzan para pagar a la mano de obra presente y en algunos casos el alquiler del capital de producción como ya lo dije, por una baja en la PMC.

Este proceso se explica luego de que se hace necesaria la intervención del gobierno para salvar de la quiebra “generalmente” a las empresas mas representativas del mercado, (las pequeñas empresas quizás decidan cerrar por completo) y a trabes de que medios: de una inyección fuerte de capital financiero que reactive la actividad productiva de las mismas, generalmente son cadenas de montaje (para el efecto las automotrices), los bancos indudablemente no se pueden escapar ni las aseguradoras sobre las que recae en gran medida la perdida de liquidez. ¿Bajo que condiciones? Con el compromiso de que la cadena productiva se estabilice y vuelva a girar reactivando la economía, reactivando los fondos efectivos para la producción y los movimientos de capital financiero nuevo. Sin ello, son inútiles las ayudas de los gobiernos y ahora hablaríamos de incursiones en amplias pérdidas monetarias del sistema. ¿Cuales son las alternativas?: yo solo veo una y a mi juicio es la siguiente: “o se produce o se produce” pero la economía no se puede detener es una trágica consecuencia que no se puede pensar ni por error.

Pero ya hablamos de los efectos a nivel industrial, productor. Generalicé para ubicar el contexto de la crisis y hablé de los posibles determinantes de la misma. Ahora orientaré mi explicación hacia la otra cara de la moneda: LAS FAMILIAS.

Las familias o micro grupos de consumidores cuya sumatoria genera el nivel de consumo anual sobre el PIB de los países y que son quienes permiten la circulación del mercado en condiciones óptimas de oferta y demanda agregada son los actores sobre los que recaen directamente los efectos tempranos de la crisis cuando la Economía se contrae.

¿Y traducido esto en que? En la perdida de ingresos generados por el trabajo al situarse en condiciones de desocupación obligada. Es decir, quienes más se recienten son los grupos con ingresos nominales mínimos y las familias de estratos medios. ¿Por qué?

1. aquellas familias sujetas a una amplia dependencia económica de la persona que trabaja (jefe de hogar) y que por el monto total del ingreso del mismo apenas alcanza para cubrir las necesidades de primera mano, incursionan en un consumo total de los ingresos sin oportunidad al ahorro o si la tienen, este será de un porcentaje muy bajo.

2. las familias cuyos ingresos se traducen en una mayor cuantía pero no la suficiente para un ahorro sostenido tambalean y quizás se endeuden mas para logara mantener su estabilidad (por principio, las familias nunca pensarían en empeorar su situación)

por lo que, un recorte en los ingresos ocasiona una acción directa en el uso del ahorro y este, que es pequeño, se agotaría en el corto plazo.

3. aquellas familias que poseen un alto nivel de ingresos, también poseen una alta propensión al ahorro, razón por la cual, su sentido de precaución es mas sólido y les permite mantener la estabilidad por un tiempo mas prolongado por lo cual perdura la condición; a no ser, que la razón hipotética de una perdida casi total de sus activos en especulación haya comprometido seriamente el stock de capital financiero presente.

Estas son las características de la dinámica de los consumidores en relación directa con sus ingresos según mi observación.

Ahora, la posición que sobre ello tome el estado es una opción de “recapitalización” financiera para activar la economía y promover la circulación del mercado, manteniendo una alta tasa de empleo (seria lo ideal) para lo cual, las políticas van orientadas a una baja de las tasas de interés e incentivos para el aporte de los créditos que ayuden a los consumidores para que no queden neutrales dentro del mercado (incentivar el consumo) si hay consumo, hay producción, si hay producción hay ingresos, ingresos-ahorro-ahorro-inversión.

De tal forma que se necesita la intervención inmediata del estado a fin de reactivar la economía y contraer las tasas de desocupación mediante el incentivo al consumo, la producción y el pleno empleo.

A esto llego, poniendo de manifiesto y mediante la realidad de las condiciones de que: efectivamente Keynes reaparece totalmente en este campo a partir de las políticas regulacionistas del Estado y la dirección hacia un pleno empleo. Razón por la cual el estado en tiempos de crisis debe inclusive generar un Déficit fiscal a fin de incentivar el consumo de los agentes.

Antes que nada guardemos compostura y confiemos que la crisis la vamos a solucionar, recuperemos la confianza, pues ya se esta trabajando en la estabilización del sistema, que puede ser lento, quizás manteniendo la contracción pero el ideal es que la tasa de ocupación se mantenga estable.

El aspecto que demanda mayor urgencia es el saneamiento del sistema financiero. Es imperativo que el

crédito fluya hacia las empresas y las familias en lugar de hacerlo hacia el Estado, pues debe suspenderse lo

antes posible el sangrado hipotecario que se está llevando a cabo a las futuras generaciones por la apuesta de los gobiernos de actuar en términos puramente keynesianos.

En segundo término se deben tomar medidas fiscales para aliviar la enorme carga que tienen las empresas.

Los países que avancen por esta senda -como ya lo han hecho el Reino Unido y Nueva Zelanda- estarán

dando un fuerte mensaje a los inversores internacionales de que son gobiernos capaces de gestionar las adversidades en tiempos de crisis globales y proteger los intereses de ambas partes.

En tercer lugar un eficiente sostén para quienes vayan hacia el desempleo. Es imperativo que nadie quede en situación de pobreza en los países desarrollados y todos cuenten con medios para reconvertirse y maximizar las posibilidades en los próximos años cuando el mercado internacional crezca nuevamente; como seguramente sucederá a partir de mediados del 2010.

En cuarto lugar comprender y asimilar que la responsabilidad es del conjunto de los habitantes y no del gobierno de turno. Empresarios, universidades, instituciones sociales, cámaras industriales y comerciales, y sobre todo los gremios y sindicatos: deben jugar un rol preponderante para salir fortalecidos de esta oportunidad que tienen los países para focalizarse en las ventajas competitivas no actuales: sino del mediano y largo plazo.

En quinto lugar asimilar rápidamente que todas las crisis han sido sinónimo de oportunidades para diferenciarse y despegarse del grupo. Las empresas que mejor gestionan la adversidad ganan rápidamente. Algunas medidas para aprovechar la crisis a su favor cuota de mercado; y si bien no existe una receta para ello: se aprecia un común denominador en el perfil de quienes lo han logrado:

o Valores sólidos que unen e identifican a las personas bajo un paraguas ético que las llena de orgullo o Liderazgo eficaz con un mensaje positivo, creíble y realista.

o Un esfuerzo superior para ser cada vez más productivos, sabiendo que en la innovación y la productividad radicará la ventaja competitiva.

o Una rápida flexibilidad para adelantarse a los futuros escenarios.

o Y principalmente una gestión profesional de la ingeniería financiera operativa de la empresa: cuidando el cash flow como lo hicieron los abuelos.

Por último: debemos comprender que todos estos cambios se llevarán a cabo con mayor o menor medida si todos avanzamos en la lucha contra el relativismo moral de la sociedad. En este sentido muchas escuelas de negocios se encuentran embarcadas en esta lucha; sin embargo este desafío carece de sentido si se dejan de lado a los empresarios quienes son precisamente la razón de ser de estas instituciones académicas; de modo que tu participación será diferencial para alcanzar el éxito o el fracaso social.

Bibliografía:

- The Opinion Journal Widget :A Bad Bank can solve our problems, David Roche.
- Global Financial Stability Report (FMI).
- Regulación y supervisión de Liquidez, Gabriel E. Lopetegui (1996).
- Revista española de financiación y contabilidad, Vol.XXVII.
- Revista Análisis Económico, Núm.43, vol.XX.- Crisis gemelas:¿una nueva generación de modelos de crisis monetarias y financieras o una simple extensión de las generaciones y modelos precedentes? Miguel A.Alonso Neira.
- Eleconomista.es
- Liberalismo.org
- Economiasimple.com
- Expansion.com.
- El confidencial.
- Niño Becerra.

