

I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite

La convulsión latente en los mercados financieros finalmente estalló el 9 de agosto de 2007, cuando varios bancos centrales se vieron obligados a adoptar medidas extraordinarias en un intento por restaurar el orden en el mercado interbancario. El desorden se desencadenó al suspender la recompra de sus participaciones un pequeño grupo de fondos que habían invertido en productos de financiación estructurada respaldados por hipotecas estadounidenses de alto riesgo (*subprime*) de reciente novación. Nadie puede predecir con certeza cuándo o dónde acabará este desorden, cuya duración, alcance y efectos, cada vez más palpables sobre la economía real, han sorprendido a la mayoría de analistas, tanto del sector público como del privado.

En esta tesitura, se impone comprender qué está ocurriendo exactamente. ¿Cómo es posible que los problemas con las hipotecas de alto riesgo, un sector tan pequeño de los mercados financieros mundiales, hayan podido provocar tal alteración? La respuesta a esta pregunta es fundamental para poder evaluar la eventual severidad de sus consecuencias económicas y definir la respuesta más adecuada por parte de las autoridades. Aunque la prioridad principal debe ser solucionar las dificultades actuales, igual importancia reviste introducir e implementar nuevas reformas para evitar que puedan repetirse acontecimientos con consecuencias potencialmente tan costosas. Por muy difíciles que puedan ser los retos actuales, también brindan una oportunidad de cambio institucional nada desdeñable.

Hasta la fecha, el análisis de esta convulsión se ha centrado sobre todo en los segmentos del mercado en los que se originó, y en concreto en el papel que jugaron los nuevos productos financieros. Los partidarios de analizar «qué es distinto» han enfatizado las deficiencias en la manera en que se amplió el modelo bancario de originación y distribución del riesgo al sector hipotecario. También han destacado el protagonismo que cobraron los productos financieros con estructuras muy innovadoras, su promoción por las agencias de calificación y el recurso a vehículos de inversión fuera de balance por bancos deseosos de reducir sus exigencias de capital regulador. Todo ello tiene su importancia y remite a útiles prescripciones para las políticas.

Ahora bien, este enfoque no hace sino complementar un análisis más fundamental que ayuda a explicar no sólo la reciente convulsión financiera, sino también el aumento de la inflación y la marcada retracción de numerosos mercados de la vivienda. Así, quienes centran el análisis en «qué sigue igual» trazarían paralelismos entre este periodo de convulsión financiera y económica y otros muchos anteriores. Los historiadores recordarían el largo periodo de recesión que comenzó en 1873, la desaceleración mundial de finales de los años 20 y las crisis japonesa y asiática vividas a comienzos y

finales de la década de los 90 respectivamente. En cada una de estas ocasiones, un largo periodo de intenso crecimiento crediticio coincidió con una pujanza cada vez más eufórica de la economía real y los mercados financieros, seguida de una súbita crisis y una prolongada desaceleración. Prácticamente en todos estos casos hubo algún tipo de novedad económica o financiera que, considerándose precursora de una «nueva era», justificó esa rápida expansión del crédito y a la que se culpó después, como era de esperar, de la desaceleración sobrevenida. En este contexto, incluso lo que antes se ha identificado como «distinto» básicamente continúa siendo «igual».

Una descripción de lo sucedido

A lo largo de las últimas dos décadas, parece que a la economía mundial le ha ido bastante bien. La inflación se ha mantenido en niveles muy reducidos en casi todo el mundo y, hasta hace relativamente poco, mostraba una notable estabilidad. Al mismo tiempo, el crecimiento ha sido en general elevado, alcanzando niveles récord en los últimos cuatro años. Junto a ello, las desaceleraciones económicas en las economías avanzadas han sido tan leves desde comienzos de los años 80 que le valieron a este período el galardón de «la Gran Moderación». Además, la enorme capacidad de reacción mostrada por estos países ante los recurrentes episodios de tensión en los mercados financieros se alabó como un indicador más del mejor funcionamiento de las economías. En concreto, se señaló el mantenimiento de la inflación en niveles bajos por parte de bancos centrales creíbles como un factor de estabilidad crucial en la mayoría de las economías avanzadas.

No obstante, la sola mención de turbulencias financieras lleva a dos interrogantes menos tranquilizadores. El primero es por qué parecen haber aumentado la frecuencia y la magnitud de estos episodios de tensión financiera. El segundo, motivado en concreto por los acontecimientos que rodearon al descalabro del *hedge fund* LTCM en 1998, es si el núcleo del sistema financiero mundial podría llegar a resultar tan vulnerable como su periferia. Los sucesos del último año han demostrado que ambos motivos de preocupación no son injustificados.

La reciente convulsión financiera se inició en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo y en los de sus productos estructurados. Las tasas de morosidad en el primero habían comenzado a elevarse a inicios de 2005, casi al mismo tiempo que empezó a caer el precio de la vivienda, aunque la respuesta de los mercados no llegó hasta principios de 2007, cuando los diferenciales de rendimiento de estos productos comenzaron a ampliarse y aumentaron las rebajas de su calificación crediticia, acelerándose este proceso bruscamente en agosto. Como ya se ha mencionado, el detonante estuvo en la decisión de unos pocos fondos de inversión de suspender el reembolso de sus participaciones, alegando la incapacidad de valorar sus complejos activos. A partir de este pequeño germen, la convulsión financiera se propagó prácticamente por cada rincón del sistema financiero.

A principios de agosto, la creciente inquietud por la valoración de los productos financieros complejos, unida a los riesgos de liquidez y de

contraparte, ya había afectado negativamente a otros muchos mercados. El de productos estructurados basados en hipotecas prácticamente se colapsó, se produjo una desinversión masiva en pagarés de empresa garantizados (ABCP) y se contrajeron repentinamente los mercados interbancarios de colocaciones a plazo en las principales monedas. Esto último se manifestó en forma de una brecha sin precedentes entre las tasas de interés oficiales previstas (para un horizonte de uno a tres meses) y las tasas a las que los principales bancos estaban dispuestos a prestarse entre sí. Aunque fue casi inevitable que las dificultades del mercado *subprime* acabaran repercutiendo en las instituciones financieras más activas en este mercado, la fuerza y la velocidad del impacto tomaron a casi todos por sorpresa.

Asimismo, estas perturbaciones en los mercados monetarios de corto plazo pronto comenzaron a dejarse sentir en otros segmentos, reforzadas por el creciente pesimismo sobre las perspectivas macroeconómicas y el aumento generalizado de la aversión al riesgo. Los rendimientos de los principales títulos de deuda pública de economías avanzadas industriales cayeron bruscamente en un primer momento, al tiempo que se ampliaban los diferenciales de la deuda corporativa de alto riesgo y prácticamente se colapsaba el mercado de adquisiciones de empresas. Si bien las cotizaciones bursátiles no reaccionaron de inmediato, acabaron por caer de forma significativa, en particular las de empresas financieras. En algunos países, especialmente en Estados Unidos, los precios de la vivienda soportaron crecientes presiones bajistas, al tiempo que empezaba a frenarse el mercado de inmuebles de uso comercial. Por último, la volatilidad creció imparable en la mayoría de mercados financieros, al igual que el costo de protegerse frente a ella.

Teniendo en cuenta el papel crucial desempeñado por bancos estadounidenses y europeos en el mercado *subprime* de Estados Unidos, no fue de extrañar que éstos comenzaran a anunciar pérdidas. Aún más sorprendente y preocupante fue la frecuencia con la que las pérdidas anunciadas se revisaban al alza y la divergencia entre bancos en sus porcentajes de pérdidas reconocidas sobre posiciones declaradas. Aun así, en un principio siguió confiándose en que los bancos contarán con capital suficiente para absorber estas pérdidas, sin temerse un deterioro significativo de las condiciones crediticias, ni mucho menos una contracción del crédito.

Sin embargo, este supuesto ya comenzó a cuestionarse en el tercer trimestre de 2007, conforme fue haciéndose patente que los balances de los bancos y sus correspondientes necesidades de capital aumentarían involuntariamente al hacerse efectivas cláusulas acordadas en contratos anteriores que estipulaban la provisión de liquidez. Además, algunos vehículos de inversión financiera estructurada (SIV), creados por los bancos para mantener activos fuera de sus balances, hubieron de reabsorberse al agotarse sus fuentes de financiación propia. Con la llegada del nuevo año, la confianza volvió a deteriorarse —aunque más tarde se repondría transitoriamente— cuando algunos bancos internacionales anunciaron tanto su necesidad de recapitalizarse como la entrada en su capital de fondos de inversión soberanos. En marzo de 2008, la confianza volvió a sufrir un revés

cuando Bear Stearns, un gran banco de inversión estadounidense, sufrió serias dificultades financieras a una velocidad pasmosa. Sin embargo, esta erosión de la confianza quedó contrarrestada con creces cuando la Reserva Federal facilitó la fusión de este banco con JPMorgan Chase, entidad aún mayor pero más sólida. Más recientemente, también ha empezado a temerse por la insuficiencia del capital de algunos bancos de mediano tamaño, especialmente en países donde éstos están muy expuestos a los sectores de la vivienda y la construcción.

Otras instituciones financieras también acabaron inmersas en este embrollo. Los fondos de inversión en el mercado monetario registraron crecientes retiradas al inicio de la convulsión, aunque los inversionistas más tarde regresarían en busca de seguridad. Por consiguiente, estos fondos fueron volviéndose cada vez más conservadores y reacios a proporcionar financiación a plazo a los bancos. Los *hedge funds*, que dependen de su intermediario principal (*prime broker*), tuvieron que aportar garantías adicionales al caer el precio de sus activos, y con mayor frecuencia según avanzaba el periodo. Muchos de ellos se vieron obligados a vender activos, contribuyendo con ello a la caída de los precios, y algunos incluso llegaron a quebrar. Algunas compañías de seguros y fondos de pensiones, pese a estar en cierto modo amparados por diferencias en las normas de contabilidad, anunciaron pérdidas sustanciales relacionadas con las hipotecas *subprime* y los productos estructurados sobre ellas. Acaso más preocupante fue que una serie de aseguradoras de caución (*monolines*), que tradicionalmente se han servido de su elevada calificación crediticia para garantizar las emisiones de bonos de prestatarios como administraciones estatales y municipales de Estados Unidos, vieran rebajada o amenazada su calificación debido a las garantías otorgadas para productos estructurados. De este modo, la preocupación por el riesgo de contraparte se extendió aún más.

En Estados Unidos se confió en un primer momento en que los problemas del sector *subprime* quedarían contenidos y que el gasto en consumo y la economía en general no se verían muy afectados. A la postre, ambas consideraciones resultaron poco realistas. El sector de la vivienda residencial se resintió sobremanera por la marcada caída de los precios de los inmuebles residenciales y la ingente acumulación de propiedades sin vender. Asimismo, al disminuir la riqueza de los hogares y aumentar el desempleo, retrocedió el gasto en consumo y la economía amenazó con entrar en recesión. De nuevo a raíz de la convulsión financiera, a finales de año comenzaron a observarse indicios de endurecimiento de las condiciones crediticias, en posible detrimento del gasto tanto de los consumidores como de las empresas. En otros países industriales avanzados, que habían quedado a salvo de las convulsiones aunque sólo fuera parcialmente, el crecimiento se mantuvo algo más firme. Por tanto, la previsión de consenso para Europa y Japón en 2008 se revisó a la baja menos que en el caso de Estados Unidos. En algunos países europeos, se observaron indicios de que la relativa debilidad del gasto en consumo estaba frenando la demanda agregada. Aun así, las exportaciones desde Europa y Japón mantuvieron su vigor impulsadas en ambos casos por la demanda procedente de las economías de mercado

emergentes. En este sentido destacan China y otras economías asiáticas, así como un gran número de países de América Latina, Oriente Medio y otras regiones que se beneficiaron de los mayores precios de las materias primas y la mejora de sus términos de intercambio.

Todo ello, unido al continuo crecimiento de las economías de mercado emergentes, centró la atención sobre la sostenibilidad de su demanda agregada. Hacia finales de 2007, se sugirió que estas economías no sólo podrían «desacoplarse» de Estados Unidos, sino que además la continua mejora de sus variables fundamentales y su falta de exposición al mercado *subprime* las habrían convertido de hecho en un refugio seguro frente a las turbulencias financieras que afectaban a otros países. Este optimismo generó inicialmente entradas de capital a gran escala en muchas de estas economías, que dieron un espaldarazo al precio de sus activos, incluso mientras éstos se desplomaban en otros lugares.

Sin embargo, al crecer la preocupación por el posible tenor de la desaceleración económica en Estados Unidos, comenzó a cambiarse de opinión. De hecho, examinada más de cerca la situación, se suscitaron dudas sobre el vigor a largo plazo de los mercados emergentes. En China, el extraordinario ritmo de crecimiento de la inversión en capital fijo, destinado en gran medida a la industria pesada en los últimos años, hizo temer una mala asignación de recursos con una repercusión más amplia sobre los precios mundiales de las materias primas y el medioambiente. En Oriente Medio se intensificó el temor a que algunos países estuvieran siguiendo planes de desarrollo estratégico similares que pudieran resultar en problemas de exceso de oferta. Por su parte, en Europa central y oriental los crecientes déficits en cuenta corriente de muchos países parecían cada vez más insostenibles. Haciéndose eco de todas estas inquietudes y de la evolución financiera en otros lugares, los flujos de capital hacia estos países han comenzado a moderarse últimamente y, hacia mediados de mayo de 2008, las cotizaciones bursátiles habían abandonado sus máximos en una serie de países importantes.

El aumento de la inflación es otro de los factores que ha moderado el optimismo sobre un crecimiento sostenido, no sólo en las economías de mercado emergentes, sino también en las industriales avanzadas. El encarecimiento de los alimentos y la energía ha desatado esta evolución, pero sin duda las presiones inflacionistas se detectan ahora en un frente más amplio. Aunque es difícil estimar la «brecha» entre la oferta y la demanda mundiales, ésta parece haber sido muy reducida a finales de 2007. De hecho, los precios pagados por algunas economías avanzadas para importar productos desde China, que habían caído durante la última década, recientemente han ido aumentando de forma considerable y hay motivos para creer que seguirán haciéndolo. En países cuyas monedas se han depreciado en los últimos tiempos, como Estados Unidos y el Reino Unido, es muy probable que empeoren las presiones inflacionistas subyacentes.

Este cóctel de crecientes presiones inflacionistas y turbulencias financieras que desaceleran la demanda admite diversas interpretaciones. Por un lado, si el menor crecimiento se considerase suficiente para mantener

a raya la inflación mundial, aunque fuera con cierto retardo, la situación podría considerarse positiva. Por el otro, la desaceleración mundial podría resultar mucho mayor y duradera de lo preciso para mantener controlada la inflación, pudiendo incluso desembocar en deflación, lo que evidentemente sería menos deseable. Por desgracia, si se tienen en cuenta las posibles interacciones entre el debilitamiento de la economía real, el elevado endeudamiento de los hogares y la enorme tensión sobre el sistema financiero, esta última hipótesis, pese a improbable, no puede descartarse del todo.

Una explicación para lo sucedido

Numerosos académicos han conjeturado sobre las causas de los reiterados periodos de tensión que durante siglos han dejado su marca en el entorno financiero. Los estudios del economista Hyman Minsky en los años 70 parecen especialmente pertinentes a las circunstancias actuales. Minsky advirtió que un continuo empeoramiento de las condiciones crediticias durante años acabaría culminando en un momento de reconocimiento y retroceso (lo que algunos han llamado «el momento Minsky») en el que la liquidez del mercado se evaporaría. Sin embargo, la crisis de liquidez no era para él más que un síntoma del problema crediticio subyacente, dado que la liquidez del mercado siempre depende decisivamente de la continua disponibilidad de financiación. Irving Fisher, por su parte, pintó un panorama similar de deterioro de las condiciones crediticias en su célebre trabajo sobre los orígenes de la Gran Depresión. Por último, otros teóricos de preguerra advirtieron sobre el peligro de que una calificación errónea del crédito provocara burbujas en los precios de los activos, desviaciones insostenibles en los patrones de gasto y la inevitable desaceleración económica.

Corroborando todas estas inquietudes, en los últimos años se han puesto claramente de manifiesto una serie de tendencias económicas y financieras inusuales. La primera ha sido el rápido crecimiento del dinero y del crédito, en un contexto de una inadecuada valoración del riesgo de forma generalizada. Las elevadas tasas de crecimiento monetario y crediticio registradas en todo el mundo en los últimos tiempos son el resultado de la interacción de la política monetaria, el tipo de régimen cambiario por el que optaron algunos países e importantes modificaciones en el propio sistema financiero.

Tal vez habría que empezar señalando que las tasas de interés oficiales en las economías industriales avanzadas han sido en los últimos tiempos extraordinariamente bajas comparadas con sus niveles de posguerra, debido a la ausencia de presiones inflacionistas significativas. Esto fue posible gracias a la mayor credibilidad de los bancos centrales durante años, aunque también al coincidir alteraciones positivas por el lado de la oferta muy relacionadas con la globalización con una menor demanda de inversión en algunos países (como Alemania y Japón) tras periodos de expansión excesivamente rápida.

Podría haberse esperado que esta orientación de la política monetaria hubiera generado una depreciación generalizada de las monedas de las economías industriales avanzadas, en especial del dólar de Estados Unidos,

respecto a las de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, en muchas de estas últimas, las presiones alcistas sobre sus monedas se contrarrestaron durante largo tiempo con un grado equivalente de relajación de la política monetaria y la intervención masiva en los mercados de divisas. Es probable que lo primero haya contribuido al alza del precio de los activos y al mayor gasto en los mercados emergentes y que lo segundo, a través de la inversión de las reservas oficiales de divisas, haya facilitado aún más la disponibilidad de financiación en las economías industriales avanzadas. De este modo, el estímulo monetario al crecimiento crediticio fue adquiriendo dimensión mundial.

Con todo, es innegable que los cambios en el sistema financiero a lo largo de los años también han contribuido de forma importante al desenlace de los acontecimientos. En concreto, las numerosas innovaciones relacionadas con la propagación del modelo financiero basado en originar y distribuir riesgos han tenido una enorme influencia. Innovaciones recientes como los productos financieros estructurados se consideraron en un principio una buena manera de repartir los riesgos asumidos. Sin embargo, la forma en la que se introdujeron empeoró significativamente la calidad de la calificación del crédito en muchos mercados y produjo una clara falta de transparencia, lo que acabó generando una enorme incertidumbre sobre el volumen real de las pérdidas y su distribución. En efecto, las innovadoras técnicas financieras de «empaquetamiento» y redistribución de riesgos hacían que éstos fueran más costosos pero menos probables, al menos durante algún tiempo. En la práctica, esto suponía que los riesgos inherentes a los nuevos préstamos parecían desaparecer, elevando con ello las calificaciones, hasta que reaparecían de repente al materializarse una pérdida totalmente inesperada.

También es un hecho que, antes de las recientes turbulencias, los precios de numerosos activos financieros se situaron en cotas inusualmente elevadas durante un periodo prolongado. La tasa de interés de los títulos del Tesoro de Estados Unidos (la inversa de su precio) fue tan baja durante tanto tiempo que el Presidente de la Reserva Federal la tildó de «enigma». Asimismo, las primas por riesgo de otros títulos de deuda soberana, bonos corporativos de alta rentabilidad y otros activos de riesgo cayeron hasta mínimos históricos. Las acciones de empresas de las economías industriales avanzadas continuaron generosamente valoradas (por no decir sobrevaloradas) y la revalorización bursátil en muchos mercados emergentes fue espectacular. Los precios de la vivienda alcanzaron niveles récord en casi todos los países, a excepción de Alemania, Japón y Suiza, que aún se estaban recuperando de los excesos inmobiliarios de los años 80 y principios de los 90. Hasta los precios de los vinos de prestigio, las antigüedades y los sellos de colección se dispararon. Igualmente, el costo de protegerse frente a movimientos de los precios de mercado (inferido de la volatilidad implícita) se mantuvo en niveles excepcionalmente bajos durante muchos años. En principio, podrían esgrimirse los indicadores fundamentales para explicar cada una de estas tendencias, pero en honor al principio de parsimonia (la «navaja de Ockham»), cabe destacar que todas ellas también podrían explicarse a partir de una abundante disponibilidad de financiación a bajo precio.

Por último, también es un hecho que los patrones de gasto en algunos países se han desviado sustancialmente de sus tendencias seculares. En Estados Unidos y otras grandes economías, la tasa de ahorro de los hogares cayó hasta mínimos históricos y a menudo estuvo acompañada de crecientes déficits en cuenta corriente, mientras que en China se produjo un incremento masivo e igualmente insólito de la inversión fija. Al igual que en el caso de los precios de los activos, estos patrones concuerdan con una amplia oferta de crédito barato.

En suma, los hechos precedentes invitan a pensar que las dificultades en el mercado *subprime* fueron el detonante, y no tanto la causa, de todas las alteraciones que siguieron. Asimismo, también sugieren que los problemas venideros podrían ser de magnitud mucho mayor de lo que muchos anticipan. Por último, la preponderancia de la rápida expansión monetaria y crediticia en esta explicación de los acontecimientos también cuadra con el reciente aumento de la inflación mundial y, posiblemente, con el repunte de las expectativas de inflación.

En este entorno tan complejo, es obvio que las autoridades monetarias tendrán dificultades para mantener al mismo tiempo la estabilidad de precios, un crecimiento real significativo y la estabilidad financiera. Igualmente, es obvio que cada autoridad podría extraer sus propias conclusiones sobre los instrumentos de política necesarios a tal efecto, lo que a su vez podría repercutir en la evolución de los tipos de cambio, complicando con ello aún más las decisiones de estos órganos.

La respuesta de las autoridades ante lo sucedido

Casi desde el primer día de la convulsión, los bancos centrales que supervisan los principales centros financieros respondieron ante la paralización de los mercados monetarios aumentando la frecuencia de sus operaciones y en ocasiones también su volumen. Aunque los diferentes marcos operativos de cada país hicieron que a veces sus medidas parecieran distintas, todas ellas compartieron el mismo objetivo principal: conseguir que las tasas de interés a un día se mantuvieran en niveles acordes con los objetivos oficiales. Con el tiempo, algunos bancos centrales ampliaron sus procedimientos habituales, en concreto aceptando una gama de garantías más amplia y de un mayor número de instituciones, facilitando operaciones a más largo plazo y coordinando esfuerzos con otros países. La Reserva Federal optó por ser particularmente flexible e introdujo con éxito una nueva facilidad para subastar crédito a través de su ventanilla de descuento, a fin de acabar con el estigma asociado al recurso tradicional a la misma. Además, tras ayudar en la adquisición de Bear Stearns, la Fed incluyó en su operativa habitual la concesión de préstamos a *primary dealers*, pese a no tratarse de bancos comerciales ni estar siquiera supervisados por el Sistema de la Reserva Federal.

Al principio, muchos pensaron que estas inyecciones de liquidez bastarían para hacer frente a lo que básicamente se consideraba una crisis de liquidez. Sin embargo, conforme pasaba el tiempo e iban acumulándose

síntomas de debilitamiento económico y de creciente riesgo de contraparte, fue quedando claro que tales medidas, bien que necesarias, podrían quedarse cortas y, aunque podrían ayudar a ganar tiempo, tendrían que complementarse con otras políticas tanto de carácter cíclico como estructural.

Por su flexibilidad, la política monetaria fue la que lógicamente atrajo primero la atención, siendo en casi todas partes más acomodaticia de lo esperado hace seis meses. Dicho esto, la complejidad de las circunstancias ha conducido a respuestas muy variadas.

Países como Australia, Noruega y Suecia elevaron las tasas de interés, justificándose en la lejanía de sus sectores financieros con respecto a la crisis, su inflación observada y sus presiones inflacionistas. En otras jurisdicciones, en concreto en la zona del euro, la tasa oficial ha permanecido intacta, pese a que los primeros indicios apuntaban a su posible subida. En este caso, parece haberse estimado que la elevada inflación, el dinamismo económico y la inquietud por las presiones alcistas sobre los salarios lograban contrarrestar las posibles amenazas para el crecimiento y la desinflación que ocasionaría una corrección de los excesos anteriores. Por último, en otros países se ha reducido la tasa objetivo oficial, especialmente en Estados Unidos, donde el riesgo de recesión se consideraba más evidente y no se esperaba que las expectativas de inflación fueran a alcanzar entretanto niveles persistentemente más altos.

En cuanto a la política fiscal, también se debatió ampliamente su posible utilización para mantener el crecimiento mundial. Sin embargo, los pocos países cuya disciplina previa les había permitido ampliar su margen de maniobra eran precisamente aquellos donde la economía se mostraba más vigorosa, por lo que los únicos en actuar con diligencia fueron Estados Unidos y España. Al mismo tiempo, también se introdujeron otras medidas que podrían llegar a afectar a los contribuyentes. El caso más notorio fue el de algunas agencias semipúblicas estadounidenses que intentaron alentar los precios comprando grandes volúmenes de títulos respaldados por hipotecas y aceptando instrumentos similares como garantía. En Alemania, el Gobierno prestó ayuda directa a una serie de instituciones que se habían visto envueltas en la crisis de las *subprime* estadounidenses. Por su parte, el Gobierno británico tuvo que nacionalizar Northern Rock, el quinto mayor banco del país, ampliando claramente aún más las obligaciones potenciales del Estado.

Este episodio de convulsión ha provocado además una fuerte reacción de las autoridades reguladoras, que en algunos países instaron a los bancos a recapitalizarse recurriendo al sector privado. También diversos estudios analíticos, tanto del sector público como del privado, recomendaron a los bancos mayor transparencia en sus métodos de valoración y en su declaración de pérdidas. Y por último, se formularon diversas recomendaciones para mejorar en un futuro los criterios de concesión de crédito y la utilización de productos financieros estructurados. La implementación de todas estas medidas deberá afrontar sin embargo numerosas dificultades, sobre todo evitar que se agraven las tensiones a corto plazo en el mercado al perseguir loables objetivos a medio plazo.