

## VIII. Conclusión: la difícil tarea de reparar los daños

La convulsión que se vive actualmente en los principales centros financieros no tiene precedentes en el periodo de posguerra. El significativo riesgo de recesión en Estados Unidos, unido al intenso repunte de la inflación en numerosos países, aumenta el temor —en absoluto infundado— a que la economía mundial pueda encontrarse en una especie de momento crítico. El explosivo cóctel que han supuesto durante años la innovación en el mercado financiero, la permisividad en la gobernanza tanto interna como externa, y la relajación de las condiciones monetarias mundiales nos ha puesto en un aprieto. Sin embargo, en vez de aprovechar la ocasión para buscar culpables, se impone reaccionar con pericia.

De cara al futuro, es fundamental centrarse en estos tres elementos y en su interacción, y no sólo en las recientes innovaciones financieras que tanta atención han despertado hasta ahora, pues tal estrechez de miras conlleva dos peligros. En primer lugar, apunta a políticas correctivas de alcance limitado que podrían resultar inadecuadas para gestionar una crisis tan enraizada en la economía real y en el sector financiero. En concreto, debemos afrontar directamente el problema de los préstamos incobrables y la elevada carga de la deuda, que ha ido creciendo durante años en algunas de las principales economías. Para ello, habrá que resistir la tentación de intentar esconder estos problemas con una mayor expansión del crédito y de la inflación. En segundo lugar, si al adoptar medidas para evitar que se repitan problemas similares en el futuro las autoridades se centran en las deficiencias de las recientes innovaciones financieras, se verán tentadas a solucionar los síntomas del problema, y no sus causas subyacentes. Sin negar la importancia de identificar «qué es distinto» en los problemas actuales, también hay que reconocer «qué sigue igual».

Es innegable que los últimos acontecimientos en los mercados financieros, en concreto la inadecuada implementación del modelo de negocio basado en originar y distribuir riesgos, han tenido efectos secundarios desastrosos. Así, se han concedido préstamos de pésima calidad que se han vendido después a inversionistas crédulos o avaros, recurriendo a menudo estos últimos a modalidades de financiación apalancada y a corto plazo para aumentar aún más sus beneficios. Si esto ya es de por sí una peligrosa fuente de vulnerabilidad, la opacidad del proceso hace además que no siempre esté claro quién soporta exactamente el riesgo. La pregunta entonces es cómo pueden repararse los daños cuando no se sabe siquiera dónde se localizan.

Estas innovaciones financieras han puesto de relieve lo que parece ser un rasgo inherente a los sistemas financieros liberalizados: su comportamiento procíclico. Así, a medida que la expansión crediticia estimula el crecimiento

económico cíclico, aumentan los precios de los activos y el optimismo, al tiempo que se reduce la percepción del riesgo. Esto, a su vez, favorece la expansión del crédito, sobre todo porque el mayor valor de las garantías permite un mayor endeudamiento, lo que da lugar a patrones de gasto que, a la larga, podrían resultar insostenibles. Lo que en un principio parece una «exuberancia racional» podría acabar por volverse «irracional», allanando así el terreno para un posible colapso.

Tampoco pueden negarse las deficiencias tanto en el gobierno interno de las instituciones financieras como en su vigilancia externa, algo que ya ocurrió en numerosas ocasiones en el pasado. Distintas entidades han sufrido enormes pérdidas y las recapitalizaciones forzosas reducirán la rentabilidad futura de los accionistas actuales, por lo que no es de extrañar la indignación de éstos ante el comportamiento de los directivos y consejos de supervisión de algunas empresas. Asimismo, ante la acumulación de síntomas que apuntan a que el sistema financiero en su conjunto ha dejado de funcionar correctamente, las autoridades encargadas de la vigilancia prudencial deben preguntarse dónde ha estado el fallo. Por ejemplo, ¿cómo es posible que haya emergido un sistema bancario hasta ahora oculto sin provocar ninguna reacción oficial de inquietud? Pudiera ser que, al igual que con los procesos de gobierno interno, simplemente nadie sintió la necesidad imperiosa de hacer preguntas delicadas sobre las fuentes de beneficios mientras las cosas fueron bien. Consuela pensar que los elementos de Basilea I que favorecieron estos excesos, en concreto la ausencia efectiva de requerimientos de capital para entidades fuera de balance relacionadas con los bancos, no tienen cabida en Basilea II. Por lo tanto, cuanto antes se adopte el nuevo marco en su totalidad, mejor.

Por último, también es incuestionable la influencia de un factor aún más tradicional. Las tasas de interés reales se han situado durante gran parte de esta década en niveles inusualmente bajos, no sólo en algunas economías avanzadas industriales, sino en todas en general. Ante la estabilidad y contención inicial de la inflación, las tasas de interés oficiales, las tasas a largo plazo y las primas por riesgo no crecieron al ritmo que imponían los niveles récord de crecimiento mundial. La expansión de los agregados monetarios y crediticios fue a más, mientras las reservas de divisas crecían a ritmos inusitados al intervenir masivamente las economías de mercado emergentes para evitar la apreciación de sus monedas. Además, al igual que en el caso de las bajas tasas de interés, la tendencia a la aceleración del crecimiento monetario y crediticio fue un fenómeno generalizado en casi todas las principales regiones.

Esta prolongada relajación de las condiciones monetarias y crediticias podría explicarse en parte porque los bancos centrales aún no han ajustado del todo sus políticas nacionales a unas influencias mundiales cada vez más importantes. Durante años, la inflación mundial se mantuvo en niveles reducidos gracias a numerosas alteraciones positivas y simultáneas de oferta inducidas por la desregulación y el progreso tecnológico, aunque tal vez incluso más por la incorporación de importantes economías emergentes al comercio mundial. Sin embargo, en vez de permitir que la inflación se redujera

transitoriamente, tal y como se hizo en anteriores episodios de perturbaciones negativas de oferta, las autoridades interpretaron esta quiescencia de la inflación en el sentido de que no había motivos para elevar las tasas de interés ante una aceleración del crecimiento, ni impedimentos para reducir las cuando éste flaqueara. Sin duda, no sería descabellado afirmar que estas reducidas tasas de interés podrían haber alentado involuntariamente un endeudamiento imprudente, así como el resurgir posterior de la inflación. Tampoco sería lógico sostener que los precios de los alimentos y la energía pueden ignorarse al orquestar las políticas nacionales, con el pretexto de regirse por factores externos. Para el conjunto de las economías, estos factores no constituyen alteraciones externas de la oferta, sino que más bien parecen haberse originado por el lado de la demanda. Lo que estos ejemplos ilustran es que los marcos nacionales en vigor para la definición de políticas deben adaptarse mejor a las realidades de la globalización.

Ante la diversidad de factores que influyen tanto en las actuales dificultades económicas y financieras, como en su interacción y persistencia, no es de esperar una vuelta rápida y espontánea a la normalidad, ni tampoco soluciones rápidas ni sencillas a través de las políticas. La probabilidad de que la reparación de daños tras los excesos cometidos sea complicada corrobora la necesidad de aplicar políticas para prevenir en primer término estos excesos a los que conduce el crédito. Aunque la introducción de un nuevo marco para la toma de decisiones no está exenta de dificultades, los enormes costos económicos que conllevaron en el pasado crisis de este tipo justifican a todas luces una seria consideración de las posibilidades de cambio.

### La magnitud de los riesgos para las perspectivas económicas

En esta coyuntura, si bien la mayoría de expertos prevé cierta desaceleración económica a escala mundial, existe una sorprendente incertidumbre sobre cuál podría ser su magnitud. Considérese, por ejemplo, la amplia dispersión de las opiniones recogidas en las previsiones de consenso, o el inusitado desacuerdo entre las previsiones de algunas autoridades nacionales y las del FMI. Las divergencias de orientación de la política monetaria en las principales regiones, por más que obedezcan a múltiples influencias, también atestiguan diferentes valoraciones sobre la severidad de los efectos que podría tener la actual convulsión financiera para las economías nacionales. Similar incertidumbre rodea a las perspectivas de inflación, según van conociéndose datos que sugieren que es más probable un nuevo repunte de la misma que su repentina caída. Por tanto, hay quienes trazan paralelismos entre la situación actual y la de comienzos de los años 70, cuando se dispararon las presiones inflacionistas, o bien con la de principios de los 90, cuando los sistemas bancarios y la economía en general se resintieron del exceso de deuda privada. Al final, puede que todos ellos estén en lo cierto.

Una mirada retrospectiva permite descubrir pistas que ayudan a entender el alto grado de incertidumbre que existe hoy en día. Para empezar, la forma en que se ha llegado a esta situación ya es de por sí bastante inusual. Por el lado de la economía real, ya se ha mencionado el impacto de la globalización

en los últimos años, pero no hay que olvidar la importancia sin precedentes que adquirieron el gasto y el endeudamiento de los hogares en numerosos países durante la fase expansiva del presente ciclo. Por el lado financiero, numerosos mercados han registrado un crecimiento récord de los volúmenes, con una miríada de nuevos instrumentos y participantes. Finalmente, por lo que se refiere a las políticas, también fue inédito el sostenido estímulo fiscal y monetario que necesitó la economía para recuperarse tras la desaceleración de 2001. Considerando todos estos factores, así como la continua convulsión en los mercados financieros, es sencillamente inverosímil que los modelos tradicionales de previsión económica puedan seguir funcionando, si es que alguna vez lo hicieron.

Una mirada prospectiva revela una gran incertidumbre sobre el daño que puedan causar al crecimiento una serie de interacciones que se constatan no sólo en el seno del sector financiero y de la economía real, sino también entre ambos, así como el posible contagio entre regiones. A estas vulnerabilidades hay que añadir los efectos inhibidores que tiene el aumento de la inflación sobre la economía real, así como las alteraciones que pudieran provocar los desequilibrios del comercio internacional. Detrás de muchos de estos procesos acecha el espectro del desapalancamiento, tras años de acumulación de deudas, y el problema de la falacia de la composición, es decir, la posibilidad de que los diferentes agentes económicos, al intentar solucionar sus problemas según su lógica particular, no hagan sino agravar los problemas de los demás. Estos procesos pueden ser altamente no lineales, pudiendo conducir a un crecimiento mundial muy inferior al comúnmente esperado y, al menos durante algún tiempo, también a un nivel de inflación más elevado.

Dentro del sector financiero, la interacción más relevante se produce entre las instituciones y los mercados. Los bancos de los principales centros financieros están teniendo dificultades para estimar sus propias necesidades futuras de capital y liquidez, debido a la acumulación de pérdidas y al aumento involuntario de sus balances. En consecuencia, ya han comenzado a recortar el crédito que conceden al sector financiero y a endurecer los requisitos de aportación de garantías, algo que podría intensificarse con el tiempo. A su vez, los prestatarios que no consigan satisfacer estas condiciones crediticias más onerosas podrían verse obligados a vender activos en mercados que continúan siendo ilíquidos, pese a los extraordinarios esfuerzos de los bancos centrales para resolver el problema. Estas «ventas forzosas» podrían impactar sustancialmente sobre los precios y el capital de las instituciones financieras, pudiendo deteriorar aún más la liquidez del mercado si las entidades que hasta ahora habían sido creadoras de mercado se vieran impelidas a reducir aún más su actividad ante la dificultad para obtener financiación.

En cuanto a la economía real, la principal preocupación es que los hogares asfixiados por las deudas, y en ocasiones también por la pérdida de valor de su vivienda, intenten elevar sus tasas de ahorro situadas en mínimos seculares reduciendo drásticamente su gasto en consumo. Este comportamiento podría verse estimulado por el hecho de que, en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas, el número de viviendas, automóviles y otros productos duraderos ya parezca bastante elevado. Dado que no es

posible que todo el mundo ahorre al mismo tiempo, ya que el gasto de unos es el ingreso de otros, el resultado sería un descenso en la actividad económica y el empleo, no sólo en los países avanzados, sino también en aquéllos que dependen de sus exportaciones hacia éstos. Tampoco es probable que un aumento de la inversión en Estados Unidos lograra cerrar esta brecha, pues en tales circunstancias las empresas podrían considerar poco factible una pronta recuperación de la demanda de sus productos y optarían por contener el gasto y reducir costos. Sin duda, la correspondiente depreciación efectiva del dólar crearía puestos de trabajo en Estados Unidos y reduciría el déficit comercial del país, pero esto no haría sino perjudicar aún más a los exportadores de otros países.

Las interacciones entre el sector financiero y la economía real también podrían ser inquietantes. En estos momentos, preocupa sobre todo que se impongan condiciones crediticias aún más restrictivas a los prestatarios no financieros. Mientras que el sector empresarial mundial apenas está sufriendo problemas de liquidez, no puede decirse lo mismo de muchas grandes empresas que últimamente han sido objeto de adquisiciones apalancadas. Además, en numerosos países, la posición financiera del sector hogares no es buena. El simple hecho de ya no poder obtener financiación a partir del valor neto de la vivienda en propiedad ha repercutido significativamente en el gasto, al menos en Estados Unidos. Sin embargo, un nuevo endurecimiento de las condiciones crediticias podría exacerbar esta tendencia, provocando más desempleo y quiebras, lo que de nuevo repercutiría negativamente en el sistema financiero.

Ante la posibilidad de tal empeoramiento de la coyuntura económica y financiera, no sorprendería un menoscabo adicional de las valoraciones de los activos, siendo el precio de la vivienda un factor aún preocupante en muchos países. En Estados Unidos, el parque de viviendas en venta continúa siendo muy elevado y podría crecer todavía más si los propietarios decidieran renunciar a su vivienda cuando su valor cayera por debajo del importe de su hipoteca. Esto representaría un nuevo quebranto para los prestamistas, además de deprimir aún más el precio de la vivienda en Estados Unidos y el de todos los instrumentos financieros respaldados por estas hipotecas. En varios países, el precio de los inmuebles comerciales también está empezando a resentirse, algo que tradicionalmente se ha asociado con problemas para los prestatarios. Sin lugar a dudas, estas interacciones entre la economía real y el sistema financiero pueden llegar a ser complejas y peligrosas.

La globalización, por su parte, favorece el contagio entre regiones. En la tesitura actual, es obvio que la economía estadounidense está atravesando por serias dificultades y es la principal candidata a salir perjudicada por las interacciones antes descritas. Además, también se sospecha de la vulnerabilidad —tal vez en menor medida— de otros países con reducidas tasas de ahorro familiar. Pese a todo, sigue confiándose en que la desaceleración se extienda a otros países sólo de forma muy atenuada. En Europa, mientras que los países del centro dan muestras de fundamentos económicos firmes, no puede decirse lo mismo de la periferia. Así, ya se han detectado problemas en el sector de la construcción en España e Irlanda, al tiempo que algunos países de

Europa oriental han venido registrando elevados déficits por cuenta corriente. En este último caso, su dependencia de bancos de Europa occidental representa otra importante vulnerabilidad en caso de que las circunstancias obligasen a dichos bancos a replegarse. En Japón, los fuertes lazos comerciales que aún mantiene con Estados Unidos le exponen a cierto riesgo, pero en los últimos años parece haber evitado la acumulación de deuda en el sector privado que ahora amenaza a muchos otros países.

No está claro hasta qué punto las economías de mercado emergentes conseguirán «desligarse» de los reveses que están sufriendo los países industriales avanzados. Por una parte, su demanda interna parece estar creciendo y sus exportaciones se dirigen cada vez más hacia otros mercados emergentes. Por la otra, destaca que gran parte de su inversión local, así como sus exportaciones de bienes intermedios para su procesamiento en otras economías emergentes, sigan dependiendo en última instancia del gasto en los países industriales avanzados. Asimismo, no serían de extrañar las influencias de los mercados financieros y los efectos asociados al clima general de confianza en un entorno cada vez más «globalizado». Todo ello hace sospechar que los vínculos y vulnerabilidades observados en fases contractivas de ciclos anteriores no hayan desaparecido en absoluto.

La creciente inflación mundial supone otra seria y contradictoria fuente de preocupación. La pregunta ahora es hasta dónde podría llegar la inflación y por cuánto tiempo. El precio de las materias primas ha estado en el epicentro de la reciente aceleración mundial, en parte porque ni la demanda ni la oferta han sabido reaccionar con rapidez a las oscilaciones de precios. Sin embargo, cada vez se aprecia más la presión subyacente de la fuerte demanda mundial sobre la capacidad de oferta a corto plazo en una gama de mercados mucho mayor. Además, mientras que la quiescencia de los salarios y las expectativas de inflación hasta el momento tranquiliza a algunos, otros ven una clara posibilidad de que ambas variables crezcan significativamente. El repunte de precios ya ha recortado los salarios reales de los consumidores en casi todo el mundo, incluso hasta el punto de provocar disturbios sociales y políticos en algunas economías de mercado emergentes. Esto, a su vez, ha llevado a numerosos gobiernos a recurrir a medidas administrativas para contener los precios y restringir las exportaciones, lo que implica que las fuerzas inflacionistas subyacentes son en realidad mayores de lo que parece. Evidentemente, una desaceleración económica a escala mundial contribuiría a reducir las presiones inflacionistas en general. Ahora bien, dada la inercia del proceso de inflación, aún podría producirse un periodo demasiado largo de inflación elevada, unida a un crecimiento más lento. Esto último, por su parte, también abonaría el terreno para eventuales presiones proteccionistas más generalizadas y peligrosas.

Al margen de estos riesgos globales para las perspectivas de inflación, las proyecciones tanto de crecimiento como de inflación en las distintas regiones también se verán afectadas por la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, preocupa lo que pueda ocurrir en los propios mercados. Teniendo en cuenta que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es todavía amplio y que sus niveles de deuda externa siguen creciendo, puede afirmarse que el

valor efectivo del dólar ha resistido hasta la fecha extraordinariamente bien. Sin embargo, esto no tiene por qué ser una guía fiable de cara al futuro. Los inversionistas extranjeros en activos denominados en dólares estadounidenses han soportado grandes pérdidas en dicha moneda, aún mayores en términos de su moneda local. Aunque el cierre precipitado de estas inversiones sea poco probable, incluso muy improbable en el caso de inversionistas del sector público, tampoco puede descartarse por completo.

Por último, independientemente de la dirección que tomen los tipos de cambio, su evolución conllevará significativos costos para unos y beneficios para otros. Los países cuyas monedas se están depreciando, por ejemplo Estados Unidos, deberían ver estimulado su crecimiento gracias a los efectos de sustitución del comercio. A Estados Unidos le favorecerían además los efectos de valoración, dado que la mayoría de su deuda se denomina en dólares mientras que sus activos lo están en divisas que se aprecian. En cambio, es posible que los países con monedas al alza vean peligrar su crecimiento por ambos efectos.

Si se analiza el impacto de la oscilación del tipo de cambio sobre la inflación, no sólo resulta más complejo calcular sus efectos positivos y negativos, sino también más preocupante para algunos países. Por ejemplo, si el dólar y la libra esterlina siguieran depreciándose en términos efectivos, podrían producirse mayores presiones inflacionistas en Estados Unidos y el Reino Unido. Aunque la «transmisión» de las oscilaciones cambiarias en estos países ha sido relativamente débil en los últimos años, ha solido asociarse a un estrechamiento de los márgenes en los países exportadores y a esfuerzos renovados por sostenerlos aumentando la productividad por encima de los incrementos salariales. Ambos procesos, sin embargo, se vuelven cada vez más costosos y con el tiempo hacen más probable un brote de inflación. En cambio, en la mayoría de los países cuyas monedas podrían apreciarse, especialmente en Asia y Europa occidental, la inflación supera los niveles deseables, por lo que se agradecería el efecto desinflacionario de una apreciación frente al dólar.

En relación con esto último, Japón sigue distanciándose del resto de forma significativa y preocupante. Con el valor efectivo del yen cercano a su mínimo de los últimos 30 años, un amplio superávit por cuenta corriente e ingentes reservas de divisas, la moneda japonesa podría tender a apreciarse. En tal caso, considerando su lánguido comercio y su crecimiento cada vez más lento, no puede descartarse en absoluto el retorno de Japón a la deflación. Si bien la economía japonesa parece hoy menos expuesta que otras muchas a las perjudiciales interacciones antes mencionadas, su margen de maniobra en el frente de las políticas es casi nulo. El país soporta una enorme deuda pública y las tasas de interés oficiales están prácticamente en cero. De hecho, éste es el persistente legado que ha dejado el prolongado recurso de Japón de manera casi exclusiva a instrumentos macroeconómicos para hacer frente al estallido de la burbuja de precios de los activos a comienzos de los años 90.

Este continuo riesgo a la baja, unido a una década o más de crecimiento inferior al potencial, ofrece dos conclusiones en materia de políticas que en la

actualidad también podrían ser relevantes para otros países. En primer lugar, si las autoridades japonesas hubieran luchado contra esta burbuja con mayor prontitud y resolución, podrían haber evitado lo peor de los excesos de este «boom». En segundo lugar, su incapacidad para reestructurar la deuda de los sectores empresarial y financiero de forma oportuna y ordenada hizo que los costos de la contracción posterior fueran mucho mayores de lo necesario.

## Cómo hacer frente a riesgos contrapuestos

La causa fundamental de los problemas que ahora están surgiendo fue la concesión excesiva e imprudente de crédito durante mucho tiempo. Aunque este fenómeno siempre amenazó con tener dos desenlaces negativos, nunca estuvo claro cuál de los dos ocurriría primero. Una posibilidad era un aumento de la inflación según se acercara la economía mundial a su potencial productivo a corto plazo, y la otra era una acumulación de desequilibrios económicos y financieros relacionados con el endeudamiento que acabarían siendo insostenibles y provocando una significativa desaceleración económica. Al final, la economía mundial parece estar experimentando ambos fenómenos a la vez, aunque en grados muy diversos según el país.

Esto plantea importantes complicaciones a las autoridades económicas. Por una parte, no contrarrestar con fuerza las presiones inflacionistas casi omnipresentes puede provocar un alza en las expectativas de inflación que podría costar mucho reconducir; por la otra, no contrarrestar con igual vigor las interacciones antes descritas puede generar una tendencia recesiva en la economía que podría descontrolarse fácilmente. Ahora bien, estas amenazas también difieren en su inmediatez, por cuanto la inflación está de hecho creciendo, mientras que la significativa desaceleración del crecimiento continúa siendo tan sólo una posibilidad en muchos lugares. En general, esto debería implicar un sesgo generalizado de las políticas hacia una orientación mucho menos acomodaticia.

Una vez aceptado dicho sesgo, la existencia de riesgos contrapuestos impide que pueda recomendarse como «solución mágica» la política monetaria o fiscal de ningún país en concreto, sino que cada banco central debe valorar minuciosamente una serie de aspectos cuya importancia relativa varía según el país. El primer lugar en importancia lo ocupa la fuerza de las presiones inflacionistas actuales y el riesgo de que se disparen las expectativas de inflación. En segundo lugar, los bancos centrales deben valorar la probabilidad de que más adelante se produzcan otras alteraciones sobre la inflación. En este sentido, cabría destacar consideraciones relativas a los precios de las materias primas, los tipos de cambio y los términos de intercambio. En tercer lugar, han de analizar en qué medida las perspectivas podrían verse afectadas por oscilaciones potencialmente amplias de los precios de los activos y de la riqueza percibida, especialmente en un entorno de elevado endeudamiento. Y por último, deben examinar la solvencia del sistema financiero y la probabilidad de que se produzca una contracción del crédito.

Ante la dificultad de tener que pronunciarse sobre todas estas cuestiones, cabría esperar que la senda de las tasas de interés difiera entre países. El



riesgo de una mayor inflación, que es una clara amenaza en todo el mundo, ya se ha hecho realidad en la mayoría de economías de mercado emergentes, donde los alimentos pesan más en la cesta de consumo, el historial de estabilidad de precios es en algunos casos más reciente y el crecimiento parece verse menos amenazado por los excesos de los balances y el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, comparado con algunos de los principales países industriales avanzados. Por supuesto, un mayor endurecimiento relativo de la política monetaria en las economías de mercado emergentes implicaría una mayor disposición a permitir la consiguiente apreciación de sus monedas. Esto último es, en todo caso, muy recomendable tanto para luchar contra la inflación como para reducir los desequilibrios comerciales internacionales. Dado que, entre las economías industriales avanzadas, este tipo de consideraciones parecen justificar políticas más restrictivas en Europa continental (en comparación con Estados Unidos, donde la amenaza de una recesión parece mayor), la apreciación de las monedas de las economías emergentes también ayudaría a aliviar la presión alcista sobre el euro.

Claro está, las políticas deben instrumentarse en principio no sólo con vistas a resolver los problemas actuales, sino también los venideros. De nuevo, en este ámbito se presentan conflictos que dan pie a una mayor divergencia entre las políticas. Por un lado, no puede descartarse que, tras un periodo transitorio de elevada inflación, la corrección de la burbuja de crédito pueda desembocar en una deflación que sería difícil de manejar, tanto más dados los elevados niveles de deuda en términos nominales. Estas consideraciones han llevado a algunos, sobre todo en Estados Unidos, a abogar por una relajación monetaria especialmente vigorosa como un «seguro» para protegerse frente a esa eventualidad que, aun siendo poco probable, podría tener consecuencias muy costosas.

Otros sin embargo, especialmente en Europa continental, han expresado otro tipo de inquietudes de cara al futuro. Además de la preocupación a corto plazo por un repunte de la inflación, muchos sospechan que una considerable relajación de la política monetaria no haría sino estimular otra burbuja del crédito y del precio de los activos (lo que tal vez explicaría en parte la presente situación de los mercados de materias primas) y que los actuales desequilibrios comerciales y en el gasto sin duda tenderían a exacerbarse. Los defensores de esta teoría citarían la experiencia histórica de burbujas financieras en serie, especialmente en Estados Unidos, y la aparente necesidad de aplicar políticas monetarias más contundentes para reaccionar ante sucesivas desaceleraciones. Otra inquietud, muy relacionada con la anterior, es que la relajación monetaria podría llegar a dejar de estimular el crecimiento real, generando sólo inflación. De hecho, esta posibilidad ya la adelantaron numerosos teóricos de preguerra. El mayor peligro de ignorar esta posible limitación de la relajación monetaria es que las autoridades podrían tardar demasiado en recurrir a otras medidas que podrían resultar más eficaces a la hora de mitigar una desaceleración económica acumulativa.

Tal vez la alternativa más obvia a la política monetaria sea un estímulo fiscal. En la mayoría de los países industriales avanzados, las desaceleraciones

económicas activan ciertos estabilizadores automáticos, algo que no ocurre tanto en las economías de mercado emergentes. Además, también parece constatarse una aplicación más resuelta de políticas fiscales discrecionales ante el riesgo de una seria desaceleración. De hecho, ya se observó algo similar en Estados Unidos cuando el temor a un fuerte frenazo económico sirvió para justificar a comienzos de 2008 un paquete de estímulo fiscal que se definió como «oportuno, preciso y provisional».

No obstante, también hay que admitir ciertas desventajas. Por ejemplo, un estímulo fiscal preventivo puede provocar, al igual que la relajación monetaria, un repunte de las expectativas de inflación si no existe un exceso de capacidad productiva. Otro inconveniente es que los niveles de deuda pública explícitos e implícitos son ya tan elevados en muchas economías que se duda de que los gobiernos vayan a cumplir íntegramente sus compromisos no contractuales, por lo que un nuevo estímulo fiscal podría elevar las primas de riesgo, provocando una nueva subida de las tasas de interés. Además, en países con elevados niveles de déficit o deuda externos, también podría verse muy afectado el tipo de cambio. Asimismo, el margen de maniobra fiscal se reduciría sin duda aún más por el temor a tener que utilizar al final el dinero de los contribuyentes para ayudar a resolver los problemas provocados por el exceso de endeudamiento del sector financiero o de los hogares.

En Estados Unidos se observa una acumulación de deuda a la que no puede hacerse frente en los términos inicialmente pactados (verbigracia, las hipotecas *subprime*), algo que podría acabar ocurriendo también en otros países. En tales circunstancias, los acreedores y los deudores deberían en principio reestructurar la deuda de manera ordenada con el fin de mantener el valor residual de sus propios intereses, limitando al mismo tiempo el riesgo moral de cara al futuro. Sin embargo, uno de los motivos por el que los gobiernos pueden tener que intervenir en este proceso es que los procedimientos actuales de disolución y liquidación en el sector privado, así como su infraestructura auxiliar, pueden resultar incapaces de asegurar soluciones rápidas y eficaces en la escala necesaria. Otro impedimento para las soluciones del sector privado lo constituyen los nuevos instrumentos financieros y agentes de mercado, ya que no se sabe con certeza quién soporta las pérdidas, cómo deberían valorarse actualmente o hasta dónde podrían aumentar en vista del continuo descenso de los precios de los activos subyacentes. Asimismo, tampoco suele estar claro quién tiene potestad para iniciar el embargo del valor que se supone que queda.

Otra complicación es que, en claro contraste con las recurrentes crisis de la deuda soberana, ahora existen millones de prestatarios en dificultades, en especial hogares estadounidenses, así como una miríada de prestamistas. Otro problema, igualmente preocupante visto el amplio uso de los instrumentos para transferir el riesgo de crédito, es que los inversionistas ya no tienen como objetivo último minimizar las pérdidas evitando quiebras. En resumen, no va a ser nada sencillo aplicar soluciones ordenadas a través del sector privado y tal vez lo mejor que podrían hacer los gobiernos sería encontrar remedios rápidos para la situación actual.

Si considerasen necesario actuar directamente para aliviar la carga de la deuda, los gobiernos deben comprender primero que, si los activos están sobrevalorados de forma irreal, su precio tendrá que acabar bajando; si las tasas de ahorro son demasiado bajas, deberán aumentar; y si las deudas no pueden devolverse, deberán darse de baja. Tratar de negar esto con ardides y paliativos no hará sino empeorar las cosas. Así pues, valdría la pena sentar una serie de principios a partir de lo aprendido en crisis anteriores como las de Japón, Suecia y otros países, reconociendo al mismo tiempo que llevarlos a la práctica conlleva sus propias dificultades.

En primer lugar, la actuación del Gobierno debe ser en principio rápida y contundente, con un objetivo claro: eliminar cualquier incertidumbre sobre pérdidas futuras en el sector privado. Así ocurrió durante la crisis bancaria de Suecia a comienzos de los años 90, mientras que en Japón el Gobierno tardó demasiado en actuar con decisión. No obstante, en la práctica siempre se necesita algún tiempo para determinar la gravedad del problema y decidir qué hacer al respecto. Segundo, en principio las pérdidas deben recaer sobre todo en quienes incurrieron en ellas: primero, los prestatarios, y después, sus imprudentes prestamistas. En la práctica, de nuevo, deberían considerarse también las posibles implicaciones que tendría una oleada de quiebras entre los hogares (incluidos los litigios resultantes). En tercer lugar, si el sector público decidiese repartir las pérdidas, debería hacerlo de forma explícita y transparente, sin transferir las pérdidas potenciales a los balances de los bancos centrales. Una vez más, la práctica indica lo contrario, como ocurrió en Japón a principios de la pasada década cuando las deficiencias legislativas en materia de fondos de garantía de depósitos casi no dejaron otra alternativa al banco central que proporcionar ayuda de emergencia a las instituciones insolventes. Y por último, el riesgo moral que conlleva el uso de fondos públicos debería compensarse introduciendo medidas prospectivas para prevenir la aparición de problemas similares en el futuro. Las complicaciones prácticas que esto plantea se analizan en el siguiente apartado.

La mayoría de las propuestas más concretas de intervención pública se han centrado en reducir la probabilidad de que se produzca una contracción del crédito en toda regla en los mercados financieros mundiales. Se intenta buscar soluciones para mitigar la interacción entre la solvencia de prestatarios (en gran parte hogares) y prestamistas, que podría ser muy intensa. De hecho, ya se han tomado medidas en Estados Unidos para que las agencias públicas y semipúblicas apuntalen los mercados hipotecarios, beneficiando con ello indirectamente al precio de la vivienda, a los propietarios y a los prestamistas. En algunos países se ha pedido la intervención del Estado mediante compras directas que contengan la caída de los precios de una serie de instrumentos financieros. Por supuesto, esta medida chocaría de frente con la necesidad de dejar que el mercado encuentre su propio equilibrio para poder funcionar de nuevo con normalidad, al tiempo que expondría al Gobierno a pérdidas futuras si los precios cayesen a pesar de todo. Otra solución avanzada no concierne a los activos de los hogares, sino a su pasivo, sugiriendo una especie de reducción indiscriminada a partir de ciertos principios determinados por los poderes públicos. Las desventajas de esta propuesta son obvias: el coste

potencial directo para el Estado, su consiguiente riesgo moral y la indignación política al forzar a prestatarios y contribuyentes «prudentes» a subvencionar a los «imprudentes».

La pregunta entonces es cómo podrían ayudar los gobiernos a reducir la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos y, con ello, la amenaza de un estrangulamiento del crédito. Sin duda, el primer paso sería fomentar la autosuficiencia, por ejemplo recortando dividendos y bonificaciones a fin de aumentar los colchones de capital. El sector privado debería buscar además nuevas inyecciones de capital, ya sea mediante la emisión de derechos de suscripción o el recurso a inversionistas externos. A ello contribuiría sin duda una mayor transparencia sobre las necesidades de capital, teniendo en cuenta futuras pérdidas y el posible crecimiento involuntario de los balances. El problema, no obstante, es que muchos productos estructurados son difíciles de valorar, al no existir un mercado *de facto* para ellos, y su valoración mediante modelos presenta numerosos inconvenientes. Con todo, reconociendo todas estas deficiencias, merece la pena considerar la posibilidad de que los bancos adopten un «estándar» común para sus valoraciones.

Por supuesto, esta evaluación también podría revelar que las pérdidas son en realidad mayores de lo que se creía, algo para lo que las autoridades deberían prepararse de antemano. En este sentido, si los reguladores concluyesen que el «valor razonable» estimado de las pérdidas es muy superior al de aquéllas que probablemente acabarán materializándose, podrían responder con cierta permisividad durante algún tiempo. En cambio, si no pudieran hacerlo —como parece probable—, serían los gobiernos los que deberían intervenir directamente con sujeción a los principios antes mencionados, con medidas como fusiones, adquisiciones, la creación de sociedades de rescate («bancos malos») a las que imputar los activos perjudicados, recapitalizaciones con fondos públicos o incluso nacionalizaciones, según dictasen las circunstancias.

Cuando parezca imperativa la intervención directa del sector público, su actuación podría verse impedida en la práctica por el marco jurídico nacional o por la posibilidad de que también tengan que participar autoridades extranjeras. En tales circunstancias, podría descubrirse enseguida que no se han tomado suficientes medidas para prepararse ante la eventualidad de algún tipo de crisis financiera. Si pese a ello las autoridades deciden actuar, al menos al hacerlo se darán cuenta de lo que tendrían que haber hecho y no hicieron.

## Mejorar la prevención y la gestión de crisis

Para ser sinceros, se han producido crisis financieras con costos económicos significativos desde tiempo inmemorial y sería ingenuo pensar que algún día pudieran ser erradicadas. No obstante, pueden tomarse medidas preventivas para mitigar primero los excesos en la fase expansiva del ciclo crediticio y reducir después sus costos en la fase contractiva mediante una mejor gestión de crisis. Según se van haciendo palpables los costos del actual giro en el ciclo del crédito, debería existir la correspondiente voluntad política para proceder con dichas mejoras. De ese modo se ayudará también a reducir el riesgo moral

que podría provocar la actuación directa del Estado, tanto real como potencial, en respuesta a las dificultades presentes.

Como se mencionó en el capítulo de Introducción, las raíces de la actual convulsión guardan a la vez diferencias y semejanzas con las de episodios anteriores. Algunos estudios ya han identificado «qué es distinto» en los mercados financieros actuales y han lanzado no pocas sugerencias razonables para reducir los peligros que presentan esos factores innovadores. Al mismo tiempo, y también de forma razonable, sus sugerencias intentan salvar en la medida de lo posible los beneficios que aportan estas innovaciones. Por último, pero no menos importante, han de encontrarse formas de hacer realidad los beneficios que en teoría ofrecen los modelos basados en originar y distribuir el riesgo.

En cambio, se ha prestado menos atención a las posibles soluciones para «aquello que sigue igual» en las actuales circunstancias, a saber, el inherente comportamiento procíclico del sistema financiero y el excesivo crecimiento del crédito. Este desinterés sorprende por dos motivos. En primer lugar, porque reconocer el exceso de crecimiento crediticio como el problema subyacente ayuda a entender no sólo las turbulencias financieras actuales, sino también los desequilibrios en la economía real y el aumento de la inflación, lo que hace honor al principio de parsimonia. En segundo lugar, la propensión de la rápida expansión crediticia a generar efectos secundarios adversos podría de hecho estar aumentando. Las tendencias hacia la globalización y la consolidación, junto con la titulización, no sólo hacen más probable que se cometan excesos en las fases expansivas, sino también que se incurra en mayores costos en las contractivas.

A la luz de todo ello, lo que podría necesitarse es un nuevo marco de estabilidad macrofinanciera para contrarrestar activamente el carácter procíclico inherente al sistema financiero. Enfrentarse a la fase expansiva con instrumentos de regulación macroprudencial y el endurecimiento de la política monetaria podría evitar los peores excesos. Incluso el sector privado podría actuar de forma más contenida si anticipara cierta oposición por parte del sector oficial. Nótese, por ejemplo, la opinión de que el renovado interés de los bancos centrales por la inflación ha afectado al proceso de formación de las expectativas de inflación. Además, menos excesos *a priori* probablemente implicarían menos destrozos que arreglar *a posteriori*, así como más margen para relajar las políticas, que se habrían endurecido de antemano de forma más sistemática.

La primera característica relevante de este nuevo marco sería su énfasis en aspectos sistémicos. La atención se centraría en el peligro que entraña la exposición de diversas instituciones al mismo tipo de riesgos, por ejemplo a un cambio de fase del ciclo inmobiliario. A esto se uniría el reconocimiento de interacciones endógenas tanto en el seno de las instituciones y mercados como entre ellos, que podrían producir resultados altamente no lineales. Aunque todo ello no implicaría prestar menos atención a la buena salud de las instituciones individuales, sí que conllevaría una vigilancia muy reforzada de empresas de gran tamaño o con complejas relaciones con otros integrantes del sistema.

La segunda característica de este nuevo marco sería un uso más «simétrico» o anticíclico de los instrumentos de política, que se endurecerían en la fase expansiva del ciclo crediticio para relajarse después en la etapa contractiva. En este sentido, el nuevo marco simplemente reflejaría lo que ya se da por sentado en la política fiscal: que hay que aprovechar los buenos momentos para prepararse para los malos. En la actualidad, durante las fases expansivas, ni los instrumentos monetarios ni reguladores suelen responder de forma sistemática a los incipientes desequilibrios antes mencionados. Además, los segundos normalmente se endurecen cuando la situación ya se ha agravado, lo que podría empeorar la desaceleración.

En términos más concretos, la política monetaria podría endurecerse aun cuando las previsiones de inflación estuviesen bajo control, en caso de producirse una conjunción suficientemente preocupante de rápido crecimiento del crédito, aumento del precio de los activos y distorsiones en los patrones de gasto o de producción. Al centrarse en una serie de indicadores sistémicos, esta propuesta difiere sensiblemente de la simple utilización de los precios de los activos a modo de indicador. Por su parte, los instrumentos macroprudenciales se utilizarían de un modo similar, ya sea de forma discrecional o siguiendo criterios basados en reglas, para asegurar que las primas por riesgo, las provisiones para impagos y las dotaciones de capital actúan al unísono para reducir la amplitud del ciclo crediticio. Un reto técnico al respecto sería asegurarse de que las exigencias reguladoras para cada institución fueran acordes a su propio comportamiento, pero respondiesen también a la evolución del sistema en su conjunto. Por fortuna, la flexibilidad que ofrecen los tres pilares de Basilea II facilita la búsqueda de una solución.

La tercera característica sería una cooperación aún mayor entre los bancos centrales y los reguladores para poder detectar la acumulación de riesgos sistémicos y decidir cómo mitigarlos. Hay que encontrar la forma de integrar mejor el conocimiento especializado que posee cada uno de estos grupos y sus respectivas capacidades analíticas. También podría ser muy útil una mayor claridad en la atribución de competencias entre los distintos órganos que cooperan en esta labor, junto a acuerdos formales que garanticen la adopción de medidas oportunas para fomentar la estabilidad del sistema.

Para que este marco macrofinanciero sea operativo, antes habrá que salvar numerosos escollos de orden práctico. El primero es que no todos admiten que el crecimiento excesivo del crédito haya sido el origen del problema, ni que vaya a ser difícil reparar los daños después de los excesos. Aunque con suerte no habrá que llegar a esos extremos, si los costos de la presente convulsión siguen creciendo y las políticas aplicadas resultan ineficaces, es probable que se produzca un cambio de opinión. Otro problema de orden práctico es reconocer cuándo es necesario oponerse a la fase alcista. El tercero es reunir la voluntad de actuación necesaria para ser el primero en aguar la fiesta llegado el momento. Todos estos problemas son bien reales, pero no por ello insuperables, y palidecen frente a las dificultades que podrían surgir cuando los auges cíclicos no contrarrestados terminen por desinflarse.

La aplicación de un marco diseñado para reducir la amplitud de los ciclos crediticios no erradicará todos estos problemas y habrá que seguir lidiando

con periodos de inestabilidad e incluso crisis. Por tanto, hay que prepararse para ello introduciendo un conjunto coherente de medidas destinadas a crear una «red de seguridad». Así pues, hay que comprobar la idoneidad de los sistemas de garantía de depósitos y resolver sus deficiencias; crear bancos «listos para actuar» donde puedan proseguirse las funciones cruciales de los bancos en quiebra; aprobar leyes que capaciten a las autoridades para hacer frente a las dificultades según vayan surgiendo; y crear memorándums de entendimiento, tanto nacionales como internacionales. Además, quienes vayan a gestionar los problemas en tiempo real, tendrán que ensayar primero mediante simulacros. Aunque en todas estas medidas subyace un elemento de riesgo moral, mirar al pasado nos convencería de que omitirlas en su momento acabaría obligándonos a recurrir a medidas aún más costosas y peligrosas ya en plena crisis. Así como se espera que las empresas y los bancos elaboren por adelantado planes de continuidad de su actividad, sería deseable que las autoridades hicieran otro tanto.

