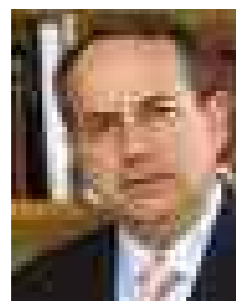




Banco Caminos

La crisis "subprime"
y sus lecciones

Banco Caminos



"Este informe ha sido elaborado por Juan José Toribio"

Juan José Toribio. Profesor de Economía. Director del IESE en Madrid.
Doctor (PhD) en Economía por la Universidad de Chicago.
Ex - Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI)
en Washington, D.C.

ÍNDICE

I. Introducción	7
II. Las raíces de la crisis	9
II.1 Máquinas a toda presión	10
II.2 Reacciones de sociedades ricas	13
II.3 El "turn around"	15
II.4 Los excesos se pagan	20
III. Estalla la crisis	25
III.1 Primeros efectos	30
III.2 Algunas reflexiones	33
III.3 El coste de la crisis	35
III.4 Las respuestas de la ortodoxia	38
III.5 El recurso a lo extraordinario	41
III.6 Inyecciones de capital: "Los Fondos Soberanos"	45
III.7 Medidas fiscales	49
III.8 ¿Ha pasado ya lo peor?	51
IV. El horizonte global	55
Apéndice. El caso español	59

La crisis "subprime" y sus lecciones

I. INTRODUCCIÓN

En el verano de 2007, el mundo económico se vio conmocionado por una fuerte perturbación financiera, que adquirió proporciones de creciente gravedad a medida que transcurrían los días. Las principales bolsas del mundo vieron como sus respectivos índices de cotización caían entre un 10 y un 16 por ciento en el curso de las últimas semanas de julio y las primeras de agosto.

Pero no se trataba sólo de una perturbación bursátil. Pronto, y para sorpresa de muchos analistas, los tipos de interés del mercado interbancario a tres meses registraron una súbita elevación, mientras los medios especializados se hacían eco de una aparente falta de liquidez que, al decir de muchos, se basaba en una desconfianza generada en el ámbito de las entidades de crédito. De seguir así las cosas, algunos bancos tendrían que proceder a una contracción súbita de sus operaciones de crédito, con consecuencias imprevisibles para la economía real.

La causa primera de esta perturbación estribaba, al parecer, en el impago de deudas por parte de algunos prestatarios norteamericanos y, más en concreto, por parte de aquellos deudores del segmento denominado "subprime" en el mercado hipotecario.

Hasta ese momento, pocas personas fuera de los Estados Unidos (quizá sólo los muy especializados) habían oído hablar de tales hipotecas, ni tenían noticia de que existieran tan altos riesgos sistémicos a ellas asociadas. El hecho de que algunos bancos norteamericanos hubieran instrumentado mal ciertas operaciones de activo no tenía por qué derivar en toda una crisis financiera internacional.

Por lo demás -y aunque esos bancos vieran aumentar su índice de morosidad- no era la primera vez que una o varias entidades de crédito se veían abocadas a problemas de solvencia. ¿Por qué algo aparentemente tan conocido habría de generar consecuencias catastróficas? ¿Qué hacía tan especiales aquellas deudas "subprime"? ¿Cuál era la verdadera naturaleza de esta crisis y qué lecciones podíamos obtener de ella?

Las páginas que siguen, tratan de dar respuesta a algunas de esas preguntas y de aportar alguna luz sobre las causas de la crisis, su desarrollo y sus efectos. Pero no solo tratan de ello. Son, sobre todo, una invitación a reflexionar sobre las posibles lecciones que de esta experiencia puedan extraerse.



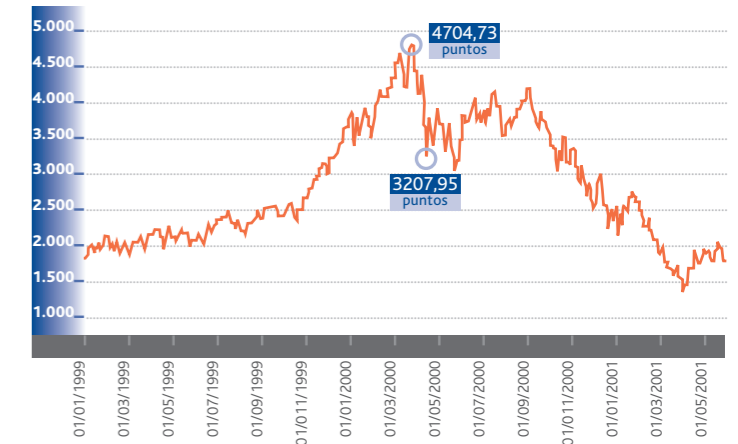
II. LAS RAÍCES DE LA CRISIS

Para mejor comprender la perturbación financiera de 2007 y las causas que la originaron, debemos remontarnos a otra crisis -precedente de la actual- que estalló en los albores del siglo, pues la reacción que ante ella tuvieron (y las medidas que ante ella adoptaron) las entidades económicas y monetarias de los principales países plantó una semilla de tormentas financieras posteriores, como la que aún nos afecta.

Tres tipos de acontecimientos configuraron, en efecto, una crisis financiera y económica de considerables proporciones entre los años 2000 y 2001:

A) En primer lugar, el estallido de la burbuja bursátil que había venido generándose en torno a empresas relacionadas con nuevas tecnologías de información y comunicaciones. Entre marzo y abril del año 2000, el índice Nasdaq de valores tecnológicos perdió un tercio de su valor (ver gráfico 1). Era el inicio de la crisis de nuevas tecnologías, es decir, el declive de tantas empresas denominadas "punto.com", que en los años anteriores habían generado un esfuerzo inversor sin precedentes. Pareció, de pronto, desmoronarse todo un ámbito de nuevas aventuras empresariales, a la vez que el desplome bursátil provocaba un "efecto pobreza" con consecuencias negativas sobre el consumo y, en general, sobre la actividad económica global.

Gráfico 1. Evolución Nasdaq, enero 1999 - junio 2001



Fuente: Thomson Datastream

B) A esa crisis tan pronunciada en las empresas tecnológicas, se le sumaron una serie de acontecimientos, que los economistas típicamente denominan "shocks exógenos". El principal de ellos vino obviamente constituido por los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 en Nueva York y Washington. Tras esos acontecimientos, la política general de rearme y los conflictos bélicos de Afganistán e Irak configuraron un nuevo -e inquietante- escenario geopolítico internacional.

C) Los nubarrones de crisis, así generados, venían a sumarse al escenario de parálisis económica que, desde hacía años, parecía vivirse en Japón (segunda economía del mundo) y, en cierta medida, también en Alemania, Francia y otros países de la Unión Europea que ocupan un lugar destacado en el ranking económico mundial. América Latina (especialmente Brasil y, con posterioridad, Argentina) se debatía, asimismo, en condiciones críticas.

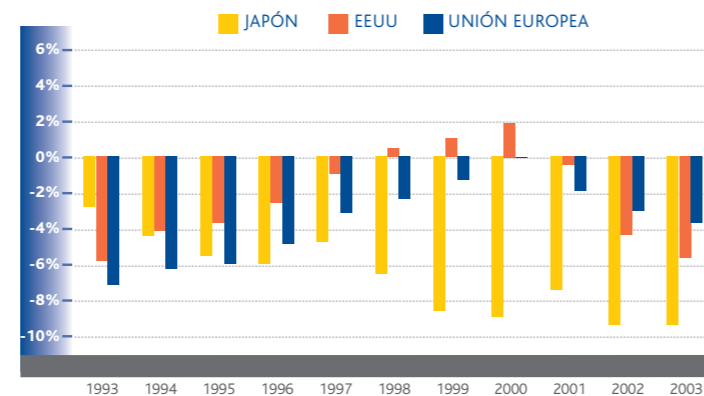
La suma de todos esos eventos y circunstancias extendió, en los ámbitos económicos, la impresión de que el mundo vivía una profunda crisis, tras la cual -se decía entonces- nada volvería a ser tan positivo y próspero como en el pasado. Aunque, en materia económica, la memoria tiende a ser corta, todavía reverberan en la opinión pública mundial algunos ecos de aquella profunda inquietud.

En ese contexto enrarecido, las autoridades económicas de los principales países se consideraron obligadas a adoptar medidas drásticas, tanto en el orden presupuestario como en el terreno monetario y financiero. El objetivo último de todas esas medidas sería apuntalar la economía mundial para impedir su desplome y, en lo posible, sentar las bases para una reacción posterior.

II.1. Máquinas a toda presión

En el ámbito presupuestario, todos los países se embarcaron en una política de fuerte estímulo, a través de incrementos del gasto público y/o reducciones de impuestos, lo que -no podría ser de otro modo- se reflejó inmediatamente en déficit fiscales muy acusados. En el gráfico n° 2 queda reflejado este fenómeno, tanto para los Estados Unidos como para la Unión Europea y Japón.

Gráfico 2. Balanzas Fiscales (% PIB), 1993 - 2003



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

Como puede advertirse, desde principios de la década de los noventa el déficit fiscal norteamericano venía registrando una senda de progresiva reducción. A ello habían contribuido seriamente el colapso del comunismo y el fin de la guerra fría. En tales circunstancias, el gobierno de los Estados Unidos pudo reducir sistemáticamente el gasto militar, recogiendo el llamado "dividendo de la paz". Por su parte, el Congreso norteamericano presionó constantemente a la Administración Clinton hacia un recorte de los gastos sociales, hasta lograr equilibrar los presupuestos en el ejercicio fiscal 1999 e, incluso, alcanzar en el año 2000 un superávit presupuestario superior al 1 % del PIB. La economía norteamericana apenas había conocido un panorama similar, desde la década de los sesenta.

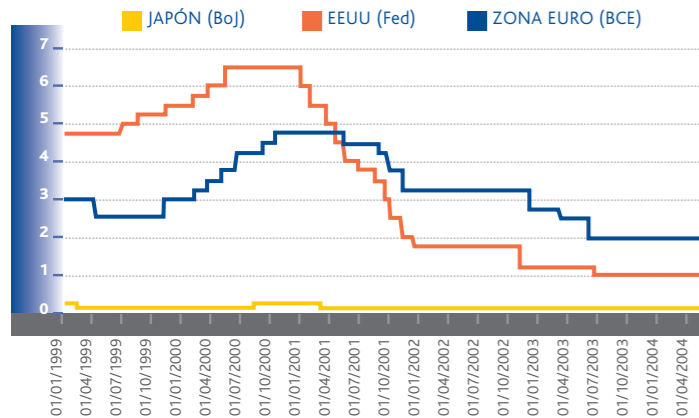
Pero a partir de 2001 -y en el ambiente de crisis antes descrito- el gobierno federal promovió un cambio radical de política presupuestaria, a través de fuertes incrementos de gasto público (no sólo de defensa) y reducciones de impuestos, que ya figuraban en el programa electoral de George W. Bush. Las consecuencias de tal política expansiva se reflejarían en déficit fiscales crecientes, que llegaron a superar el 4,5 % del producto bruto. El estímulo fiscal así generado (más de cinco puntos del PIB) no podía dejar de tener efectos expansivos en la economía.

También en las finanzas públicas de los países que integran la Unión Monetaria Europea se registró una evolución paralela a la de los Estados Unidos, quizá en términos algo más moderados. El déficit presupuestario conjunto de los países de la UME había experimentado una gradual reducción a lo largo de los años noventa, aunque sin llegar a alcanzar un nivel de superávit. A partir del año 2001 puede, no obstante, advertirse que los países de la UME se sumaron, en conjunto, a la expansión fiscal iniciada en los Estados Unidos. Esta expansión venía condicionada por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que llevó a los gobiernos de la Eurozona a un incremento del déficit fiscal más suave que en los Estados Unidos (desde el 1 % del PIB en el año 2000 hasta el 3 % en 2003) pero que suponía también un giro expansivo de la política presupuestaria.

Por su parte, Japón se encontraba embarcado en un proceso de expansión fiscal desde mediados de la década de los noventa, como intento de estímulo a su paralizada economía, lo que condujo a sucesivos déficit presupuestarios, hasta alcanzar cotas superiores al 8 % del PIB en los ejercicios 2002 y 2003. Esos niveles de déficit constituían un récord histórico en tiempo de paz, no solamente para Japón, sino para el conjunto de las economías desarrolladas.

Por si fuera poco, a este impulso presupuestario generalizado vinieron a sumarse unos estímulos monetarios que, en intensidad, carecían también de precedentes históricos, como puede advertirse en el gráfico nº 3.

Gráfico 3. Tipos de interés de referencia (nominales), enero 1999 - junio 2004



Fuente: Thomson Datastream

Desde hacía décadas, la Reserva Federal norteamericana venía distinguiéndose por una política monetaria de ajustes agresivos, que podrían calificarse de "hiperactividad". Es sabido que la autoridad monetaria de los EE.UU. utiliza como referencia el "Federal Funds rate", es decir, el tipo de interés interbancario día a día. Pues

bien, a principios de 2001, dicha tasa se encontraba en el 6,5 % y en solamente unos meses las actuaciones de la Reserva Federal lograría reducirla al 1,75 %. Durante los años siguientes caería hasta el uno por ciento, el nivel más bajo de los últimos cincuenta años.

¿Cómo logró la Reserva Federal reducir tan rápidamente el tipo interbancario? Obviamente, poniendo en circulación fuertes cantidades de base monetaria, que resultaron posteriormente multiplicadas a través de la conocida pirámide de créditos y depósitos, hasta provocar toda una inundación de liquidez en términos de dólares.

El Banco Central Europeo se mostró -como siempre- algo más prudente, con actuaciones de política monetaria más pausadas y algo menos agresivas. No obstante, sus intervenciones fueron también orientadas en una dirección claramente expansiva, como lo demuestra el hecho de que su tipo de referencia bajara, desde el 4,75 % (nivel en el que se encontraba a mediados de 2001) hasta una cota del dos por ciento, en la que se estabilizaría durante los dos años siguientes. También ese "suelo" de tipo de interés constituía un record bajista y expansivo en el trasfondo de las finanzas europeas.

La expansión monetaria llegó a un punto extremo en la zona del yen, donde las intervenciones del Banco Central del Japón situaron los tipos de referencia a un nivel próximo ¡al cero por ciento!. Tal circunstancia

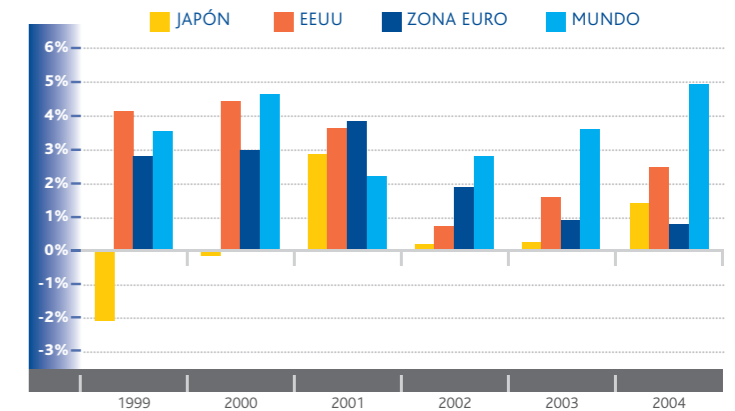
no se había dado jamás en ningún otro país y, de hecho, venía a implicar que la autoridad monetaria japonesa estaba dispuesta a poner en circulación un volumen ilimitado de base monetaria, en la medida en la que los intermediarios financieros así se lo demandaran. Cuantos necesitaran liquidez podían acudir al Banco de Japón, sin límite alguno.

Estos claros excesos de política monetaria, en los que simultáneamente incurrieron los principales bancos centrales del mundo, generaron todo un "Tsunami" de liquidez en los mercados internacionales. Los tipos de interés cayeron hasta cotas inferiores a las tasas de inflación, es decir, hasta tasas reales negativas, una circunstancia que no podía dejar de ejercer un efecto de distorsión en el cálculo de rentabilidades, en el análisis financiero, y en la valoración del riesgo.

II.2. Reacciones de sociedades ricas

Todas estas medidas expansivas tuvieron un cierto éxito inicial. El crecimiento del PIB mundial se había reducido al 2,2 % en el ejercicio 2001, (desde todo un 4,7 % registrado el año anterior), pero pronto recibió el impacto estimulante de las actuaciones fiscales y monetarias. Así, la tasa de crecimiento económico global se elevó al 2,8 por ciento en el año siguiente y aceleró su ritmo hasta el 3,6 y el 4,9 por ciento en los dos ejercicios posteriores (ver gráfico 4).

Gráfico 4. Tasa de crecimiento PIB mundial (precios constantes), 1999 - 2004



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

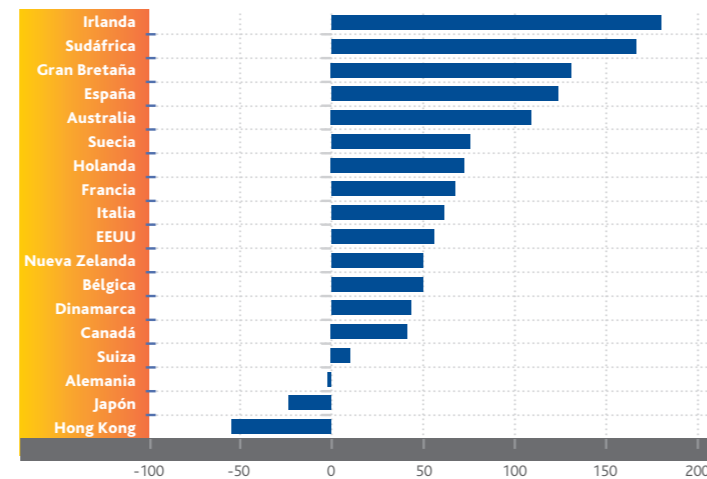
Más aún: la nueva expansión económica se desarrollaba en una tónica de estabilidad de precios, lo que no dejaba de sorprender a cuantos venían anunciando que los excesos fiscales y monetarios podían verse pronto reflejados en altas tasas de inflación. Al menos, así lo hacían creer la mayoría de las teorías entonces al uso, reflejadas en los manuales de economía utilizados.

Pero quizá aquellas teorías y estos manuales no habían previsto la profundidad de los cambios experimentados durante los dos decenios precedentes en la economía mundial, y que venían a reflejarse en dos características fundamentales: primero, en los niveles de renta alcanzados tras un crecimiento en clara aceleración y segundo, en la apertura al exterior de las principales economías del mundo, en su avance hacia la globalización.

En efecto, las nuevas sociedades, muy enriquecidas, no parecían utilizar los estímulos recibidos (tanto fiscales como monetarios) para la compra de más bienes y servicios o, al menos, no lo hacían en la misma medida que en el pasado. Las presiones alcistas sobre los precios de esos bienes y servicios (es decir, sobre el IPC) no resultaban, pues, tan intensas como cabía esperar. Aparentemente, capas crecientes de las sociedades occidentales se preguntaban, más bien, en qué invertir los excesos de renta y liquidez disponibles, y no cuántos más bienes y servicios corrientes adquirir.

El resultado fue una inesperada presión de demanda sobre los canales de inversión, que se reflejó en una creciente inflación de activos. Los principales afectados fueron, en primer lugar, los mercados inmobiliarios, que registraron incrementos de precios espectaculares en diversas partes del mundo, como puede advertirse en el gráfico 5. Algo más tarde, los mercados de renta variable (bolsas) experimentaron la misma presión alcista, hasta generar lo que muchos calificaron de auténtica "burbuja".

Gráfico 5. Evolución precio de la vivienda (%), 1997 - 2004



Fuente: The Economist's house price indicators

Los bancos centrales, orientados- en su mayoría- al control de la tasa de inflación, identifican ésta exclusivamente con movimientos del IPC (bienes y servicios corrientes) y no parecen dispuestos a asumir responsabilidad alguna sobre los precios de los activos. Éstos, sin embargo, tienen también consecuencias sobre la economía real, a través del coste del capital y de los efectos "riqueza" o "pobreza" que generan en los consumidores, por lo que no faltan voces -hasta ahora, desatendidas- que piden una redefinición de las tasas de inflación, para incluir en ellas el precio de los activos.

Pero, ya a principios del siglo XXI, las sociedades no sólo eran más ricas (y más preocupadas sobre cómo invertir) sino también mucho más abiertas al exterior. En consecuencia, cualquier brote alcista que pudiera producirse en los precios de bienes y servicios resultaba difícilmente tolerado por los ciudadanos, quienes se preguntarían (véase el caso de los Estados Unidos) por qué habían de pagar más por unos productos que podían importar más baratos de China, o por unos servicios que podían prestarse, en tiempo real, desde la India.

El resultado final de todas estas circunstancias se reflejó, a partir de 2003, en un crecimiento con baja inflación (convencionalmente definida) pero con fuertes aumentos en los precios de los activos, que algunos no dudaron en calificar como "burbujas". También con fuertes desequilibrios en las balanzas de

pagos, cuya factura habría de pagarse más adelante en términos de ajuste económico global y de fuertes alteraciones en los tipos de cambio. Se escribían así, los primeros capítulos de la "crónica de una crisis anunciada".

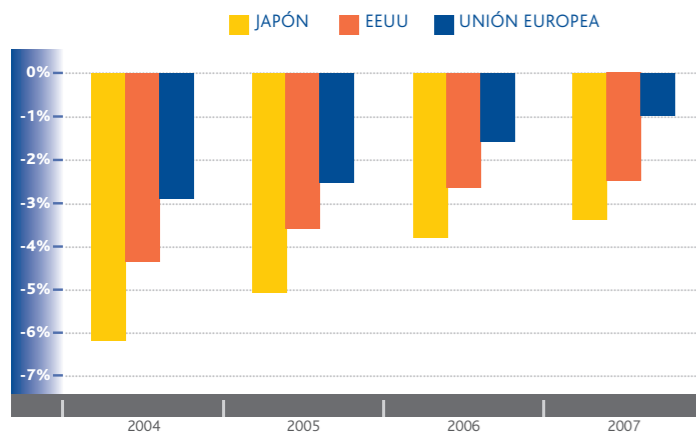
II.3. El "turn around"

A partir de 2004, empieza a cobrarse conciencia de que las políticas expansivas - monetarias y fiscales- habían llegado demasiado lejos. Se imponía, pues, una corrección de las mismas y un giro restrictivo a la política económica, con la esperanza de lograr un "aterrizaje suave" de las principales economías que, a través de moderación en la demanda interna, condujera a una situación de mayor estabilidad en el precio de los activos y también a mayor equilibrio en las balanzas de pagos. El reto -como siempre- estribaba en acertar con el ritmo adecuado, de forma que el ajuste no conllevara costes excesivos en términos de recesión y desempleo.

Así, el gobierno norteamericano, una vez celebradas las elecciones presidenciales y al Congreso (2004), comenzó a aplicar mayor disciplina en las decisiones de gasto público, al tiempo que el propio crecimiento de la economía -todavía vigoroso- permitía aumentar la recaudación tributaria y lograr,

en consecuencia, menores déficit fiscales. En consecuencia, el impulso fiscal, hasta entonces vigente, pasó a convertirse en un impacto de signo negativo, como puede apreciarse en el gráfico nº 6.

Gráfico 6. Balanzas Fiscales (% PIB), 2004 - 2007



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

También los datos del gráfico permiten advertir que los países de la Eurozona tomaron en serio la corrección de sus déficit fiscales a partir de 2004, tras las tensiones provocadas en años anteriores. En efecto, países de tanto peso relativo como

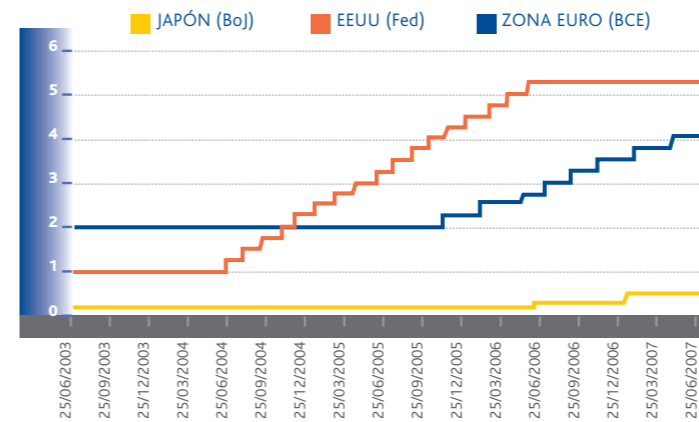
Alemania, Francia e Italia (las tres mayores economía de la UME) vulneraron el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que ellos mismos habían impuesto en su día al conjunto de la Unión y, en virtud del cual, se penalizaría cualquier déficit público superior al tres por ciento del PIB. El imperativo (por razones políticas y diplomáticas) de volver hacia un menor desequilibrio en las cuentas públicas coincidió, así, con la necesidad de hacerlo por motivos de naturaleza estrictamente económica.

Incluso el gobierno japonés que, en un intento tan desesperado como inútil de reavivar la demanda interna, venía manteniendo exagerados déficit presupuestarios, comenzó a invertir el signo de su política fiscal. El gráfico 6 muestra cómo la política presupuestaria japonesa inició en 2004 una etapa de mayor moderación.

En el terreno de política monetaria la actuación de las autoridades correspondientes no fue menos enérgica. De nuevo, la Reserva Federal (vid Gráfico 7) inició un proceso de progresiva contracción monetaria, que le llevaría a aumentar el tipo de referencia (interbancario día a día) hasta niveles del 5,25 por ciento. Lo hizo a través de 17 escalones sucesivos, mediante los que logró transmitir a los mercados financieros el mensaje de que los tiempos de crédito fácil y liquidez casi ilimitada, habían llegado a su fin. La cuestión, a mediados de 2007, era adivinar si las autoridades monetarias norteamericanas

estaban, o no, dispuestas a llevar los tipos de interés hasta los niveles previos a la crisis de 2001 (6,25 %).

Gráfico 7. Tipos de interés de referencia (nominales), junio 2003 - setiembre 2007



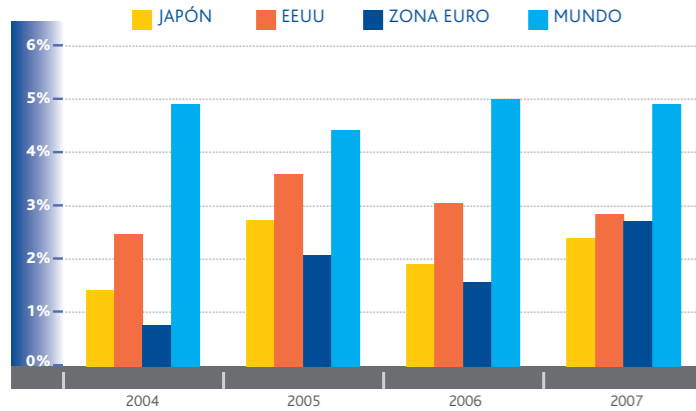
Fuente: Thomson Datastream

Como en ocasiones anteriores, el Banco Central Europeo siguió el rumbo (ahora alcista) marcado por la Reserva Federal norteamericana, aunque haciéndolo a ritmo más pausado y con cierto retraso temporal. El tipo de referencia europeo fue así elevado, desde el dos hasta el cuatro por ciento, en el transcurso de año y medio.

El Banco de Japón, por su parte, abandonó también su política de "tipo de interés cero", aunque limitándose a una leve subida hasta el 0,50 por ciento, mediante la que pretendía, al menos, trasladar la imagen de un banco emisor que, a su manera, se sumaba a la tendencia global de tipos al alza, cooperando con los esfuerzos de ajuste de las economías occidentales.

¿Qué efectos tuvo este retorno a una mayor sobriedad fiscal y a una mayor disciplina monetaria, iniciados en 2004? A corto plazo, no pasaron de ser discretos, como lo evidencian los datos del gráfico nº 8. Así, tras una leve modulación bajista del crecimiento económico en 2005, el mundo en general, y las diferentes economías occidentales en concreto (a saber, los Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la Zona Euro), siguieron mostrando una expansión decidida, incluso a tasas superiores a los registrados en años anteriores. ¿Qué más podía, pues, hacerse para frenar la exagerada expansión de la economía mundial?

Gráfico 8. Tasa crecimiento PIB mundial (precios constantes), 2004 - 2007

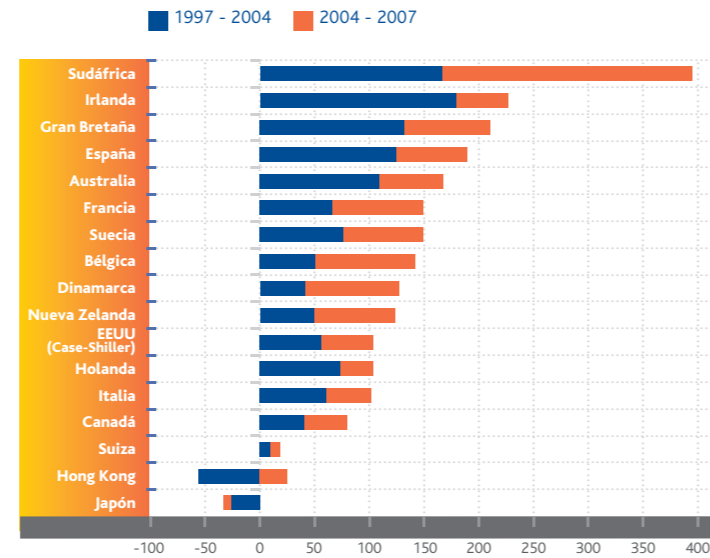


Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

Los desequilibrios que se pretendía corregir continuaron también manifestándose en todo su vigor. Los precios del sector inmobiliario siguieron su acelerada tendencia al alza, hasta niveles que hacían temer una brusca corrección (vid gráfico nº 9). Los principales índices bursátiles se resistían a moderar su orientación invariablemente alcista (gráfico nº 10).

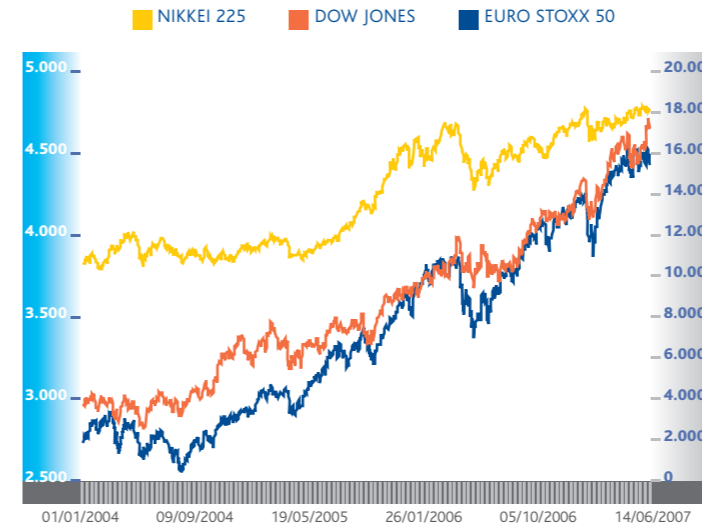
Los desequilibrios de balanza de pagos no hicieron sino agudizarse, demorando cualquier signo de ajuste (gráfico nº 11).

Gráfico 9. Evolución precio de la vivienda (%), 1997 - 2007



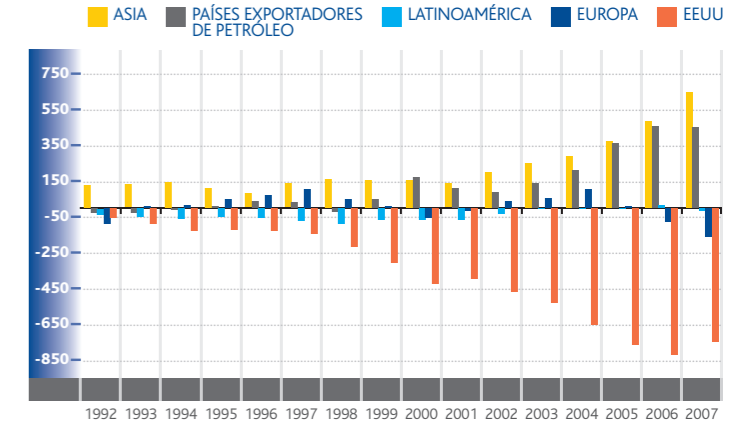
Fuente: The Economist's house price indicators

Gráfico 10. Principales índices bursátiles, enero 2004 - junio 2007



Fuente: Thomson Datastream

Gráfico 11. Balanzas por Cuenta Corriente (miles de millones de dólares), 1992 - 2007



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

Nota:

- "Asia" incluye: China (55,5% en 2007), Japón (32,7%), Singapur (6%), Taiwán (4,9%), Hong Kong (3,9%) e India (-3%).
- "Países exportadores de petróleo" incluye: Oriente Medio (Irán, Kuwait, Libia, Arabia Saudita, Siria, EMU y Yemen), África (Argelia y Nigeria), Asia (Indonesia), Europa (Noruega), Latinoamérica (Venezuela) y Rusia.
- "Latinoamérica" incluye: América Central y del Sur (excepto Venezuela)
- "Europa" incluye: Europa Occidental (excepto Noruega) y Europa Central y Oriental

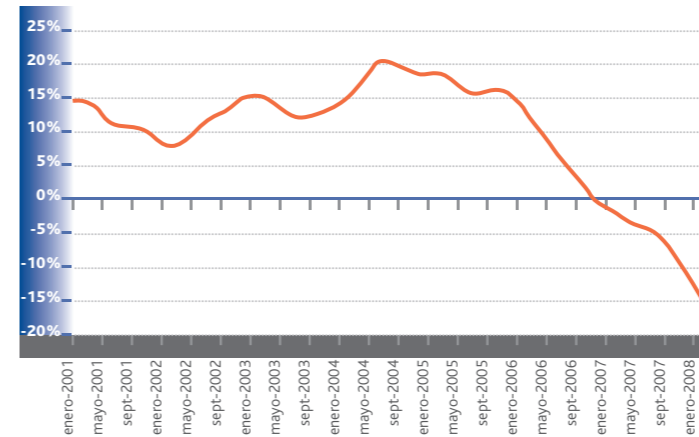
Los economistas han tratado de buscar explicaciones a esta aparente impotencia de los gobiernos y los bancos centrales para lograr un aterrizaje suave de las economías, que parara a tiempo la tendencia hacia un descarrilamiento posterior. Se explica, en primer lugar, que una parte cada vez más importante de la economía mundial (la representada por Brasil, Rusia, India y China) permaneció al margen de todo intento de ajuste. Se aduce también que los tipos de interés a largo permanecieron a niveles relativamente bajos en la economía global (como consecuencia del exceso de ahorro generado en la zona asiática), hasta mantener invertida la curva temporal de tipos de interés. Se explica, por último, que al elevarse los tipos de referencia en Estados Unidos y Europa, mientras el Banco de Japón los mantenía en el 0,50 por ciento, se estimuló el fenómeno de "carry trade": podía obtenerse dinero muy barato en Japón, cambiar los yenes a dólares, invertir éstos al 5,25 por ciento y obtener una clara rentabilidad neta, sin riesgo alguno. Japón venía así a frustrar parcialmente los intentos occidentales de ajuste monetario. Quizá sea una combinación de todos esos factores -y no uno solo de ellos- lo que mejor explique el aparente fracaso inicial de la política de ajuste aplicada desde 2004.

II.4. Los excesos se pagan

Porque fue sólo inicial. A pesar de los datos y los razonamientos anteriores, ya en los primeros meses de 2007 cundió la idea de que "algo tenía que ocurrir". No parecía posible que las políticas fiscales y monetarias continuarán mucho tiempo en una senda de disciplina sin que la economía real notara efecto alguno, ni los desequilibrios básicos pasaran factura.

"Algo", en efecto, ocurrió a lo largo de 2007. El mercado inmobiliario norteamericano había mostrado, en los dos años anteriores, precios al alza, pero el incremento parecía desacelerarse, y después invertirse, hasta desembocar en una auténtica crisis, que estalló a mediados de año. La caída en la venta de viviendas -nuevas y usadas- en los Estados Unidos se acentuó extraordinariamente en la primera mitad de 2007. En consecuencia, se generaron altos inventarios de viviendas sin vender, lo que provocó una brusca caída de precios. Sociedades inmobiliarias y empresas constructoras entraron rápidamente en pérdidas.

Gráfico 12. Evolución precio de la vivienda en los EEUU (tasa variación interanual), enero 2001-abril 2008



Fuente: S&P / Case Schiller Home Price Index (Composite 10)

La caída en el valor de los activos inmobiliarios provocó, en poco tiempo, una espiral de morosidad, al amparo de un sistema legal que -como el norteamericano- limita la responsabilidad del deudor, y considera totalmente cancelada su obligación de repago tan pronto como aquél entrega a la entidad acreedora (banco) el inmueble que sirvió de garantía al préstamo. Así, los deudores hipotecarios que ven caer el precio de sus inmuebles por debajo del importe de la deuda contraída, pueden exonerarse de cualquier

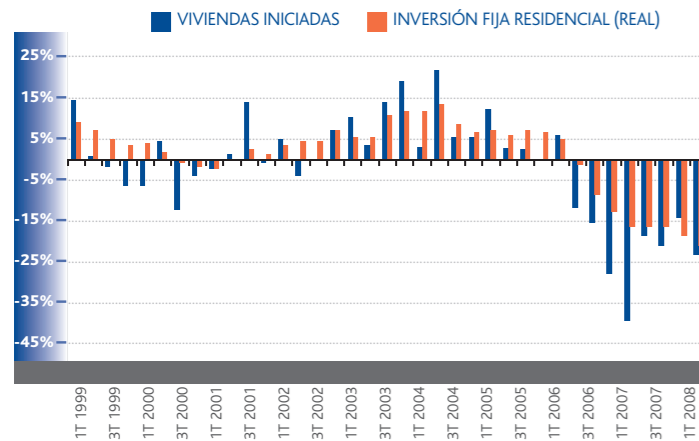
responsabilidad "entregando las llaves" al banco. Éste pondrá en subasta los edificios adjudicados, lo que tenderá a reducir aún más el nivel general de precios inmobiliarios, de modo que nuevos deudores se verán impulsados a entregar sus llaves o incurrir en morosidad, generándose -en definitiva- un auténtico círculo vicioso de impagos, ejecuciones hipotecarias, depresión en los precios y nuevos default.

Naturalmente, el exceso de oferta, el alto inventario de viviendas no vendidas, y la consecuente caída en los precios, tienden a generar un ajuste en el sector inmobiliario, que -la experiencia lo demuestra- rara vez tiene lugar de forma gradual. Un promotor que mantenga viviendas sin vender no tenderá a reducir suavemente el número de unidades a construir, sino a parar totalmente el inicio de nuevas promociones, hasta dar salida a los stocks acumulados o, al menos, hasta contemplar un horizonte en el que esto resulte razonablemente factible.

Un fenómeno de este tipo ha sido claramente observable en el caso norteamericano. El cuadro macroeconómico de los Estados Unidos (ver gráfico n° 13) muestra una clara caída en la inversión residencial, que supone -a la vez- una parte importante de la Formación Bruta de Capital Fijo.

Gráfico 13. Inversión Residencial en los EEUU (tasas intertrimestrales anualizadas), 1T 1999 - 1T 2008

Fuente: Federal Reserve Bank of Dallas



multiplicador” sobre la actividad económica, en cuanto que, al generar menos empleo y menos rentas en el sistema, tiende a influir negativamente en el consumo, lo que, a su vez, retrae la actividad productiva. Por otra parte, la vivienda (principal o de segunda residencia) forma parte de los activos de las familias. La caída en su valor supone, pues, un efecto “pobreza” (inverso al efecto “riqueza” que en su día generó), una menor capacidad como “colateral” para nuevos endeudamientos y, con todo ello, una menor propensión media al gasto, sea éste en consumo, sea en nuevas modalidades de inversión. El doble impacto directo de la construcción inmobiliaria sobre la economía resultó, así, claramente discernible en los datos publicados por la contabilidad nacional norteamericana.

Cualquier evolución recesiva en la construcción inmobiliaria se transmite al resto de la economía por, al menos, dos vías. De un lado, la caída de la inversión en inmuebles (como la de cualquier otro capítulo de la formación de capital) proyecta un “efecto





III. ESTALLA LA CRISIS

El principal impacto sobre la economía global no procedió, sin embargo, de los efectos directos que el frenazo inmobiliario pudiera haber ejercido sobre el PIB norteamericano, a pesar de que los Estados Unidos continúan representando casi la cuarta parte de la actividad económica mundial.

Lo decisivo -hasta constituir toda una crisis internacional- fue el descubrimiento y toma de conciencia de una gran perturbación financiera, asociada a las hipotecas denominadas "subprime", fenómeno que, en su naturaleza, carecía de precedentes y que, precisamente por su novedad, conviene analizar desde sus raíces. A ello se dedican los párrafos que siguen.

Por el conjunto de razones antes explicadas, los tipos de interés vigentes en casi todo el mundo habían sido durante demasiado tiempo, excesivamente bajos. En muchos casos, su nivel "real" (es decir, descartada la inflación) se había movido en niveles negativos. En dichas condiciones, el negocio de los bancos venía a resultar mucho más complicado que en una situación de normalidad. La rentabilidad de los activos (créditos) se redujo notablemente, mientras el coste de los pasivos (depósitos) no podía ser inferior a cero. El margen financiero resultaba, pues, comprimido hasta extremos antes desconocidos.

En estas condiciones, ¿qué alternativas se le abrían al sector bancario para normalizar su cuenta de resultados? Podían los bancos tratar de elevar los ingresos procedentes de comisiones por servicios al cliente, y así se hizo, aunque pronto se llegó al límite de lo que la fuerte competencia bancaria permitía. Sólo quedaban, pues, dos posibles soluciones: primero, buscar activos más rentables (inevitablemente, con más riesgo), y segundo, multiplicar el número y nivel de los créditos, para compensar el bajo margen con un mayor volumen de operaciones.

Las circunstancias del mercado parecían abrir a los bancos norteamericanos obvias posibilidades de arbitrar la primera "solución": créditos más arriesgados, aunque nominalmente más rentables. Se optó, en muchas ocasiones, por conceder créditos hipotecarios por importe superior al valor de la vivienda, bajo el argumento de que éste quedaría pronto desbordado al alza por la tendencia imparable del mercado inmobiliario. En otros casos, se contrataban hipotecas a pesar de que el prestatario no acreditaba suficientemente su capacidad de repago, con la esperanza de que el rápido crecimiento de la economía permitiría pronto mejorar la posición de renta del deudor. A estas hipotecas de mayor rentabilidad teórica y mayor riesgo práctico (por su excesivo importe, o por incapacidad de repago) se les calificó con el término genérico de "subprime".

La otra vía de escape (gran volumen de operaciones, arriesgadas o no) se llevó a cabo mediante la utilización de agresivos agentes independientes, que cobraban comisión por cada hipoteca presentada y contratada. Los bancos podían teóricamente refinanciar tan alto volumen de operaciones activas (muy superior al de depósitos obtenidos) movilizándolo el ahorro allí donde se hubiese generado y, aprovechando las nuevas oportunidades que la globalización financiera pudiera abrir al respecto. Nótese, sin embargo, que las autoridades reguladoras, condicionadas por las "normas de Basilea",

exigían a los bancos un capital mínimo, en función del volumen y calidad de sus activos. Con ello, pretendían asegurar la solvencia de las entidades de crédito, impidiendo una expansión crediticia excesiva o, al menos, subordinándola al nivel de los recursos propios.

Pero ya en años anteriores se había desarrollado un mercado de "titulaciones", mediante el que los bancos podían "empaquetar" un conjunto de créditos, incorporarlos a títulos emitidos al efecto, vender éstos y retirar, así, de su balance unos activos, cuyo riesgo quedaba íntegramente asumido por el comprador de los títulos. En el caso del crédito inmobiliario, se empaquetaron volúmenes sustanciales de hipotecas normales y/o "subprime", se incorporaron éstas a valores denominados MBS ("mortgage backed securities") y se lanzaron al mercado financiero, aligerando los balances bancarios, que quedaban, en consecuencia, abiertos a nuevas operaciones del mismo tenor. El comprador de los correspondientes MBS corría ahora con el riesgo de las hipotecas, que ya no figuraban en el balance del banco, ni consumían sus recursos propios.

Obviamente, lo difícil era encontrar compradores de las MBS con la rapidez suficiente para "limpiar" de forma inmediata los balances bancarios y poder continuar la pirámide de créditos, con márgenes muy estrechos, pero con un volumen suficientemente alto como para construir una cuenta de resultados aceptable. La solución arbitrada consistió en crear entidades ad-hoc (los denominados "conduits") que, amparados por el banco, pudieran comprar inmediatamente las emisiones de MBS's, refinanciándolas, a su vez mediante la obtención de créditos bancarios, o emisiones de papel comercial en mercados ampliamente excedentarios de liquidez. Los "conduits" o "Special Purpose Entities" (SPE'S) adoptaron, con frecuencia, la forma jurídica de trusts o fondos, para evitar su consolidación en los balances bancarios.

Los "conduits" o SPE's, así creados, no pretendían retener los bonos de titularización (MBS). Tratarían de revenderlos a inversores últimos. Para ello, los bonos eran sometidos a un proceso de "rating" a través de las agencias correspondientes. Éstas otorgaban las conocidas calificaciones de "triple A", "doble A", etc... que, en el lenguaje ordinario de los mercados, son reducidas a "investment grade" (MBS que incorporan hipotecas de mayor seguridad), "equity" (para aquellas que contienen un alto número de créditos subprime) y "mezzanine" para los intermedios. El rating obtenido otorgaba, en principio, un cierto grado de transparencia a las operaciones.

En sus pretendidas operaciones de reventa, los "conduits" y SPE's utilizaron, con frecuencia, los servicios de bancos de inversión independientes, sobradamente conocidos y reputados en el ámbito internacional, o unidades de "investment banking" propias de las grandes entidades de banca universal. Unos y otros solían comprar en firme los títulos antes de recolocarlos entre sus clientes ordinarios: fondos de inversión, hedge funds, fondos de capital riesgo, financieras, compañías de seguros, sociedades patrimoniales, clientes de banca personal, etc...

Los MBS de mejor rating (investment grade) eran colocados parcialmente a los inversores más conservadores, aunque la rentabilidad por ellos obtenida permanecería a niveles obviamente bajos. Otros gestores de fondos, y demás clientes últimos, pretendían rentabilidades más altas (quizá en busca de un mayor bonus personal) aunque tuvieran que asumir riesgos mayores. Deberían, para ello, invertir, al menos una parte de su cartera, en bonus de rating inferior. Pero ¿cómo hacerlo sin comprometer su profesionalidad, o deteriorar la imagen de su portfolio?.

La solución aparente consistió en crear productos más complejos. Obviamente, no todas las hipotecas subprime resultarían impagadas ni, en consecuencia, todos los MBS con rating inferior incurrirían en default. Algunos bancos de inversión y demás intermediarios lograron, pues, de las agencias de rating, una recalificación ("re-rating, si tal término existiera) para los títulos de calidad intermedia o baja, siempre que fueran estructurados en tramos ("tranches"), ordenando, de mayor a menor, la probabilidad de impago, y con el compromiso de priorizar la aplicación de cualquier eventual default a cada uno de esos tramos en función de aquella probabilidad. Así, los tramos más bajos recibirían inmediatamente el impacto de cualquier impago, mientras los tramos más altos se verían -muy probablemente- a cubierto de esa eventualidad y resultaban, por tanto, candidatos obvios a ser recalificados como "triple A". Así se hizo, en un ejercicio de arbitraje financiero que, por lo demás, tampoco estaba exento de cierta lógica.

Los nuevos MBS, subdivididos en "tranches", fueron gradualmente rebautizados como CDO's (collateralized debt obligations) y así fueron reconocidos en la práctica financiera. A ellos se añadieron otros productos complejos, entre los que destacan los denominados "credit default swaps" (CDS), cuyos suscriptores eran, con frecuencia, compañías de seguros especializadas o "monolines". El titular de un CDS asume el

riesgo de default de un paquete de MBS o de CDO'S y cobra por ello la correspondiente prima. Es incluso posible que los adquirentes de CDS sean inversores privados, distintos de compañías de seguros. En ocasiones, unos y otros productos fueron combinados en lo que se denominaron "synthetic CDO's", cuyo adquirente invertía una cierta cantidad en bonos hipotecarios pero aseguraba el "default" por un volumen superior, añadiendo, así, la prima del aseguramiento al interés de los títulos comprados. Ello suponía una rentabilidad considerable sobre las cantidades efectivamente invertidas. Podía hablarse así de altos rendimientos en financiaciones "estructuradas".

Los gestores profesionales de fondos de inversión, sociedades patrimoniales, etc... podían incrementar todavía más la rentabilidad para sus inversores (y su bonus particular) apalancando la entidad en los mercados financieros. Bastaría, para ello, obtener créditos bancarios -por entonces, fáciles y baratos- o emitir papel comercial de coste relativamente bajo, invirtiendo los recursos así obtenidos en productos financieros "estructurados" de alta rentabilidad, como los más arriba descritos.

Todo parecía desenvolverse con total normalidad, hasta bien iniciado el ejercicio 2007. Pero, cuando a mediados de ese año se desplomaron los precios en el mercado inmobiliario norteamericano, el panorama cambió radicalmente. Muchos de los prestatarios "subprime", y aún cierta proporción de los no clasificados como tales, dejaron de pagar sus créditos hipotecarios y prefirieron dejar que la entidad prestamista ejecutara la garantía correspondiente. Todo el sistema se vino estrepitosamente abajo, mediante la espiral, antes descrita, de ejecuciones hipotecarias, subastas, caída de precios, impagos y nuevas ejecuciones.

Como cabía esperar, los bonos estructurados que incorporaban esos riesgos, no siempre transparentes ni conocidos, dejaron de tener mercado. Sus titulares, es decir, "conduits", bancos de inversión, entidades de banca universal, o inversores últimos (dependiendo de la fase en que las operaciones se encontraran), no podían hacer líquidas tales inversiones, ni encontraban referencia alguna para valorarlas en sus balances. Los bancos que habían prestado a dichas entidades, o los adquirentes del papel comercial emitido por éstas, sufrieron también las consecuencias, en un auténtico fenómeno de bola de nieve, conocida genéricamente como "crisis subprime", a la que nadie sabía cómo detener, y cuyos efectos amenazaban con arrasar una parte no desdeñable del sistema financiero global.

Ciertamente, no era ésta la primera ocasión histórica en la que se desataba una crisis del sector inmobiliario. Tampoco se trataba de la primera vez que el sector bancario sufría las consecuencias de una creciente morosidad, tras unos excesos de inversión. Pero lo que ha singularizado a la crisis "subprime", diferenciándola de las anteriores hasta convertirla en una experiencia sin precedentes, es el conjunto de incógnitas que, en torno a la misma, se plantean.

Cuando en el pasado se producían episodios de este tipo, podíamos siempre cuantificar su dimensión e identificar fácilmente a los afectados. El problema aparecía, en efecto, reflejado en los balances del sistema bancario, cuyos datos eran perfectamente conocidos por los organismos supervisores. Algunos de los bancos salpicados por la crisis desaparecían, otros eran fusionados o gestionados transitoriamente por los fondos de garantía de depósitos. Los gestores que habían incurrido en riesgos fatales eran, a veces, inhabilitados y, en su caso, procesados. La crisis se resolvía mediante recapitalización de las entidades y/o aportaciones extraordinarias de liquidez por parte del banco emisor, operaciones cuyo coste -vía inflación- asumían, en definitiva, los contribuyentes.



Pero en la "crisis subprime" de 2007 resultaba imposible conocer de inmediato la dimensión e intensidad del problema. Los títulos hipotecarios y las financiaciones "estructuradas" dejaron de cotizarse en los mercados, pero ello no necesariamente significaba que su valor fuera nulo. Los tenedores de estos activos, parcialmente "tóxicos", tampoco aparecían tan claramente identificados como en ocasiones anteriores, ni existían mecanismos de automática aplicación para abordar el problema. En tales condiciones, nadie pudo formular hasta pasados varios meses, una estimación sobre la intensidad de la crisis, menos aún aventurar un pronóstico sobre su posible duración y ni siquiera sugerir caminos para su solución.



III.1. Primeros efectos

La crisis inmobiliaria y sus inesperadas consecuencias financieras dejaron muy pronto sentir sus efectos en distintas direcciones:

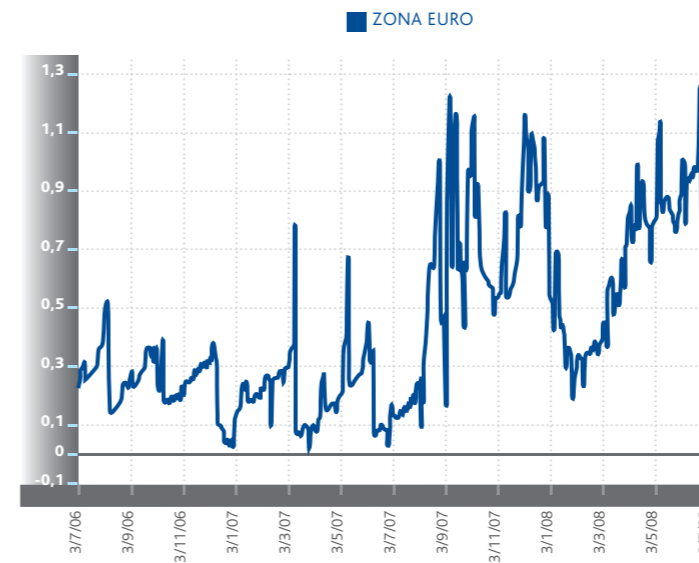
- a) Un número no pequeño de intermediarios se vio abocado a la quiebra. Desaparecieron, así, en poco tiempo diversos agentes hipotecarios, autónomos o asociados a entidades de crédito. También agencias de venta, tasación inmobiliaria y servicios complementarios se vieron abocados al cierre, o a una notable reducción de sus actividades y estructuras.
- b) Más importante, y de consecuencias más serias, fue la casi paralización experimentada por el mercado interbancario, a raíz del estallido de la crisis. La propia indefinición de ésta, y el desconocimiento de la situación real de cada banco en cuanto a su exposición a la crisis, hizo que cundiera la desconfianza entre los agentes del mercado, incluso en lo relativo a entidades del mayor prestigio. Disminuyó radicalmente el número de operaciones cruzadas en el interbancario y éstas se concentraron en los plazos más cortos (día a día), con una práctica desaparición de las operaciones a plazo, que tan voluminosas había sido en épocas precedentes. Así, el tipo de interés interbancario a tres meses se despegó bruscamente de los correspondientes

a operaciones de menor plazo, llegando a registrarse un spread superior a 100 puntos básicos entre las operaciones a noventa días y las de vencimiento veinticuatro horas.

c) En ese contexto, muchos bancos -por lo demás, perfectamente solventes- se vieron abocados a serios problemas de liquidez. No sólo el mercado interbancario se les manifestaba cerrado; tampoco era posible colocar, en los mercados de renta fija, nuevas emisiones respaldados por paquetes de créditos o por el conjunto de los activos. La misma desconfianza generada en el mercado interbancario se manifestaba por parte de los inversores últimos hacia las entidades de crédito. A los bancos les resultaba, pues, prácticamente imposible refinanciar sus vencimientos y más aún las nuevas operaciones de activo.

d) Ante esa situación, la mayoría de los bancos optaron por cerrar las líneas de crédito a particulares y empresas, en clara y brusca ruptura con la estrategia hasta muy recientemente seguida. Las consecuencias de esa inhibición crediticia se extendieron a diversos sectores de la economía real. Quizá su impacto más inmediato se dejó sentir en el ámbito de las operaciones M&A, (fusiones y adquisiciones), que experimentaron una paralización casi total, incluso para muchas de las que se encontraban en curso y para las que, sólo unas semanas atrás, se podía haber elegido entre diversas ofertas de financiación, a cual más favorable.

Gráfico 14. Diferenciales de tipos de interés en la Zona Euro (Euribor a 3 meses - Eonia), julio 2006 -julio 2008



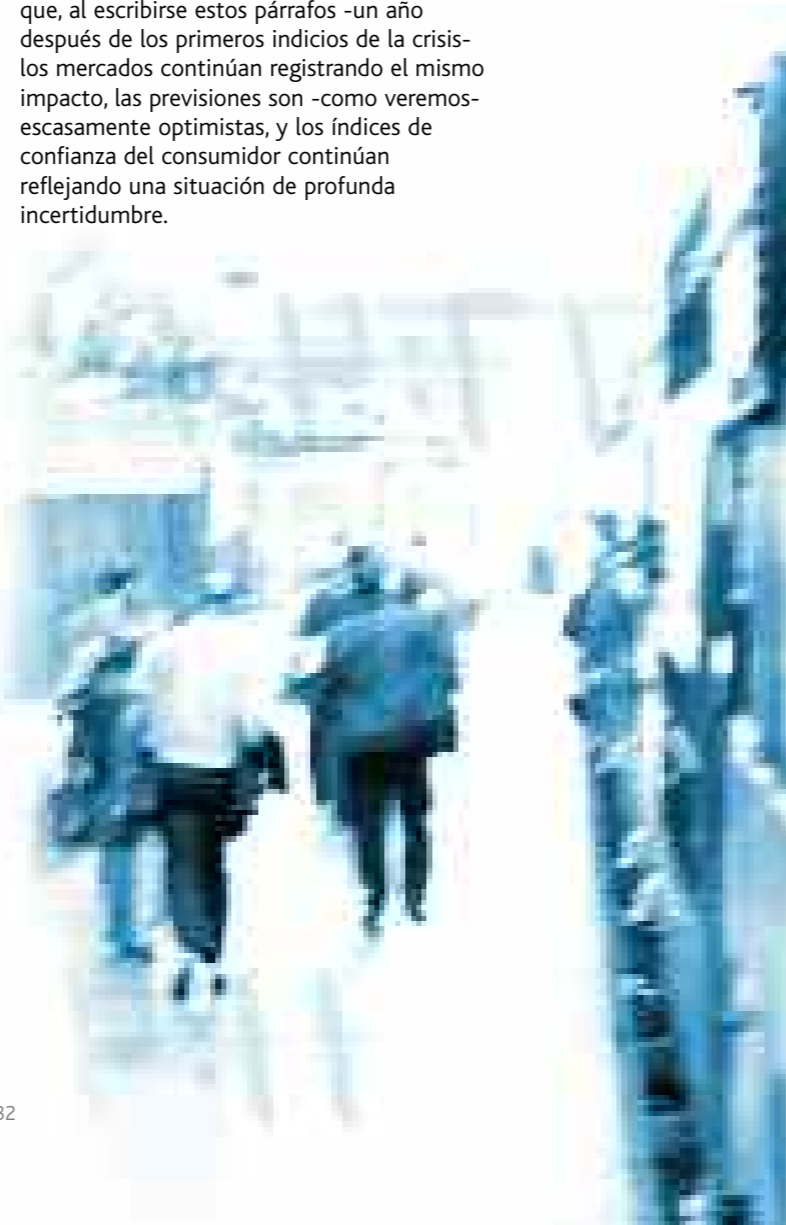
Fuente: Thomson Datastream

e) La pérdida de confianza se extendió también a los mercados bursátiles, que experimentaron una brusca corrección de sus cotizaciones durante el verano de 2007 y que continuaron en un largo periodo de pérdidas o de atonía en sus índices. Quizá más que en ningún otro periodo, se hizo patente la interconexión e interdependencia de los principales mercados de valores del mundo. Así, no se salvaron de la corrección bajista ni siquiera las bolsas de Shanghai o Mumbai, a pesar de que ni la economía china ni la de India parecían, en absoluto, afectadas por la crisis subprime y continuaban creciendo a tasas de dos dígitos.

f) Con todo, la brusca corrección de posiciones de liquidez afectó también a la mayoría de economías emergentes, que vieron cómo aumentaban los spreads aplicables a su deuda externa.

g) Por último, la atmósfera de crisis deprimió el ánimo de consumidores e inversores. Unos y otros fueron afectados por cierto "efecto pobreza" resultante de la caída en la valoración de los activos inmobiliarios o financieros, al tiempo que se incrementaba el coste de su endeudamiento y, en especial, el del contratado a tipos de interés variables.

A medida que transcurrían los meses, estos efectos se hicieron más patentes, de forma que, al escribirse estos párrafos -un año después de los primeros indicios de la crisis- los mercados continúan registrando el mismo impacto, las previsiones son -como veremos- escasamente optimistas, y los índices de confianza del consumidor continúan reflejando una situación de profunda incertidumbre.



III.2. Algunas reflexiones

Llegados a este punto en la descripción de hechos y circunstancias, parece obligado que nos paremos a reflexionar -siquiera sea someramente- sobre algunos aspectos de la crisis "subprime". Tales reflexiones pueden resumirse en los apartados siguientes:

a) Ha de reconocerse que, transcurridos varios meses, los analistas no han sido capaces de valorar con exactitud la profundidad de la crisis financiera, quizá porque -como antes se expresó- ésta no responde a los cánones de ninguna de las anteriores. En esta ocasión, la crisis no ha sido originada en países emergentes, sino en el centro mismo de la actividad financiera (Estados Unidos). Tampoco afecta sólo -ni siquiera principalmente- a los bancos comerciales donde se generaron las hipotecas. Se centra, más bien, en la "terra incógnita" de entidades menos sujetas a regulación (bancos de inversión, hedge funds, capital riesgo, "conduits", trusts, etc...) cuyos estados financieros no siempre son públicos ni conocidos. Se refiere, además, a productos poco convencionales, resultantes, en su mayoría, de la intensa innovación financiera recientemente desarrollada, y para los cuales apenas se dispone de referencias históricas.

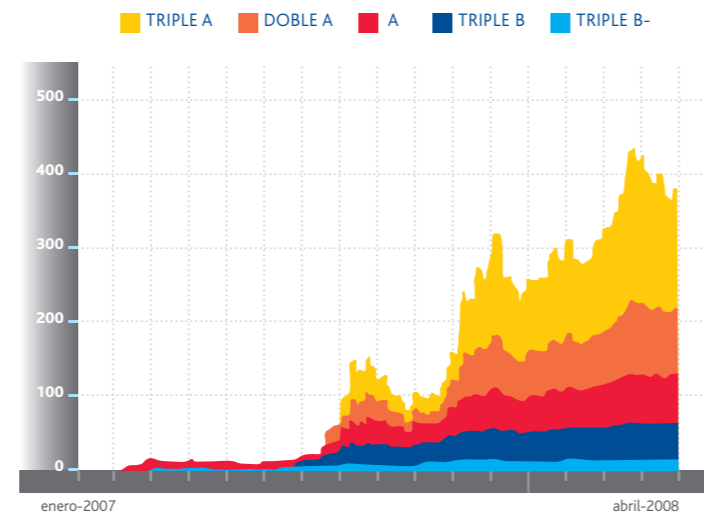
b) Habría de profundizarse, sin duda, en las dimensiones éticas del macro-problema generado a las finanzas internacionales. No son pocas las personas e instituciones que habrán visto frustradas sus aspiraciones, reducidos sus beneficios y -en su caso- seriamente minorado el valor de su patrimonio. El extraño juego de transferencias de riesgos, en el que se ha incurrido, no parece responder -en nuestra opinión- a los cánones de un delito de estafa penalmente punible, ni nadie lo ha denunciado como tal. Pero sus consecuencias pueden no haber sido menos serias. Como mínimo, cabe interrogarse sobre la venta de unos activos financieros tan complejos que resultan, en ocasiones, opacos por naturaleza, sin que el comprador -a veces ni siquiera el vendedor- sea mínimamente consciente de los riesgos en los que incurre. Si de esta crisis no obtuviéramos una mayor valoración de la transparencia financiera, habríamos perdido -tanto los analistas como los reguladores- una oportunidad histórica de mejorar la estructura de los mercados.

c) Merecería también la pena reflexionar sobre el alcance y eficacia de algunas regulaciones financieras. Tómense, como ejemplo, las normas bancarias de Basilea que, al exigir una adecuación entre el capital de las instituciones crediticias y el volumen de sus activos, pretendían asegurar la solvencia del sistema. Puede que sea así, pero tampoco deja de resultar sorprendente que uno de sus principales efectos haya sido estimular la "securitización" y provocar, en los balances bancarios, una fuga de riesgos hacia ámbitos, productos, e instituciones no sometidos al escrutinio de los reguladores. No es la primera vez -ni será seguramente la última- en la que una norma bien intencionada estimula la innovación financiera, como fórmula para eludir el peso de aquélla. El efecto final resulta, con frecuencia, peor que el problema que trató de evitarse, aunque rara vez el legislador reconoce abiertamente los efectos perversos de las normas por él dictadas. Simplemente guarda silencio. Como mínimo, piénsese en lo fácil que resulta innovar en el mundo de las finanzas y lo vacías que resultan, a veces, las normas regulatorias.

d) No sólo los reguladores deben reflexionar sobre su misión. También vendría que lo hicieran algunas instituciones privadas, singularmente, las agencias de rating, cuya eficiencia parece haber quedado en entredicho a raíz de la crisis "subprime". Basta examinar el gráfico 15 para valorar el fuerte volumen de pérdidas asociado a emisiones que habían sido

calificadas como triple A. El hecho de que el rating no necesariamente suponga recomendación de compra aporta una excusa sólo relativa para unas instituciones cuyos ingresos se derivan, en muchas ocasiones, de las calificaciones otorgadas a sus propios clientes. Se trata, sin duda, de una materia difícil, en la que existe amplio campo para la reflexión.

Gráfico 15. Pérdidas estimadas de MBS's por calidad crediticia, en los EEUU (miles de millones de dólares)



Fuente: Financial Times

e) Una parte no pequeña de los excesos en los que se ha incurrido debe atribuirse al mantenimiento de bajos tipos de interés (tasas reales negativas) por parte de las autoridades monetarias, mucho más preocupadas -en ocasiones- de problemas de plazo inmediato que de las consecuencias que, en el medio término, pudieran derivarse de sus actuaciones. Ciertamente el hiperactivismo de la Reserva Federal (en comparación con la prudencia del BCE) ha quedado en entredicho, y la prudencia profesional de anteriores presidentes, seriamente cuestionada.

f) Otra porción de responsabilidad, en la excesiva asunción de riesgos, puede ser atribuida a los sistemas de compensación y retribución aplicados a algunos gestores de activos y a diversos operadores del mercado. Frecuentemente, sus bonus -por importes, a veces exagerados- tienden a establecerse en función de la rentabilidad obtenida en el corto plazo, sin una adecuada corrección por los riesgos asumidos. También los órganos rectores (Consejo de Administración) de las mismas entidades habrían de asumir su cuota de responsabilidad, por no haber sido capaces de frenar a tiempo la indebida acumulación de riesgos, o no haber profundizado lo suficiente en la comprensión de la operativa diaria y de la incertidumbre asociada a los nuevos productos financieros.

III.3. El coste de la crisis

¿Cuál es el nivel global de pérdidas directamente asociado a la crisis "subprime"? Quizá ninguna otra pregunta ha sido formulada con mayor frecuencia en el contexto de la perturbación registrada desde el verano de 2007.

La realidad es que se llegó a vivir un periodo de total desconcierto, con estimaciones privadas o académicas, inicialmente centradas en torno a los 100.000 millones de dólares, y que fueron muy pronto sucesivamente revisadas al alza. En publicaciones posteriores se avanzaron las cifras de un billón (calculada por los servicios de UBS), \$ 1.2 billones (cálculo de Goldman Sachs) y hasta los \$ 3 billones sugeridos por círculos académicos de New York University.

Quizá la estimación más fiable sea la publicada en abril de 2008 por el Fondo Monetario Internacional ("Global Financial Stability Report") cuyos datos se reflejan en el cuadro 1. Puede en él advertirse un "escenario base", con pérdidas totales estimadas en \$ 945.000 millones, de los que casi un ochenta por ciento proceden de las minusvalías en productos estructurados, asociados a distintos tipos de activos bancarios.

Cuadro 1. Pérdidas totales estimadas por tipo de activo, a marzo de 2008 (miles de millones de dólares)

	Base Case Estimates of Losses on Unsecuritized U.S. Loans		
	Outstanding	Estimated loss October 2007 GFSR	Estimated loss March 2008
Subprime	300	30	45
Alt-A	600	10	30
Prime	3.800	Not estimated	40
Comercial real estate	2.400	Not estimated	30
Consumer loans	1.400	Not estimated	20
Corporate loans	3.700	Not estimated	50
Leveraged loans	170	Not estimated	10
Total for loans	12.370	40	225

	Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities		
	Outstanding	Estimated mark-to-market loss October 2007 GFSR	Estimated mark-to-market loss March 2008
ABS	1.100	70	210
ABS CDOs	400	130	240
PrimeMBS	3.800	Not estimated	0
CMBS	940	Not estimated	210
Consumer ABS	650	Not estimated	0
High-grade corporate debt	3.000	Not estimated	0
High-yield corporate debt	600	Not estimated	30
CLOs	350	Not estimated	30
Total for securities	10.840	200	720
Total for loans and securities	23.210	240	945

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Global Financial Stability Report, abril 2008)

Pero lo más interesante de tal estimación no reside tanto en su volumen absoluto (obviamente crítico) como en la distribución de las pérdidas por clase de activo y por tipo de inversor. Así, casi el ochenta por ciento de las pérdidas (es decir, \$ 720 mil millones) son

atribuibles a la inversión en títulos respaldados por paquetes de créditos. Éstos, a su vez, se refieren, casi en su totalidad, a financiaciones hipotecarias al sector de la vivienda o a la construcción no residencial.

El restante veinte por ciento de los quebrantos financieros parece derivar directamente de impagos en deudas cuyo riesgo permanecía en el balance de la entidad Si nos concentramos en las pérdidas acumuladas por el sector de la banca comercial o universal (ver cuadro 2), éstas ascenderían a unos 288 mil millones de dólares, en la estimación que el FMI realizó en el mes de marzo. Quiere ello decir que la banca convencional no ha sido, en realidad, el sector más afectado por la crisis, pues sólo ha sufrido el treinta por ciento de las pérdidas, tras haber excluido de su balance una parte muy importante de los riesgos crediticios

a través del proceso de "securitización". Tales pérdidas podían haber sido incluso menores si los propios bancos (o algunos de ellos) no hubieran invertido parte de sus activos en financiar a los "conduits", o directamente (como en el caso de bancos europeos) en títulos hipotecarios emitidos por otras entidades del sector (principalmente norteamericanas).

Cuadro 2. Pérdidas totales estimadas del sector bancario, a marzo de 2008. (miles de millones de dólares).

Country/Region	Total Reported Losses	Estimated Losses on US Subprime/Alt-A Loans	Estimated Losses on ABS	Estimated Losses on CDOs	Estimated Losses on Conduits/SIVs	Total Estimated Subprime-Related Losses	Remaining Subprime-Related Losses Expected
Europe	80	16	27	53	27	123	43
Of which:							
United Kingdom	19	16	1	12	11	40	22
Switzerland	23	0	7	15	1	23	0
Scandinavia	0	0	0	0	1	1	1
Euro area	33	0	10	20	15	45	12
Unallocated	5	0	9	6	0	14	9
United States	95	29	12	90	13	144	49
Asia excluding Japan	1	0	3	0	0	4	3
Of which:							
China	1	0	3	0	0	3	2
Japan	10	0	5	5	0	10	0
Asia	11	0	9	5	0	13	3
Canada	7	0	2	5	0	7	0
Gulf Cooperation Council	1	0	1	1	0	1	0
Total	193	44	50	153	40	288	95

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Global Financial Stability Report, abril 2008)

En todo caso, las estimaciones del FMI respecto a los quebrantos bancarios abren una puerta a la esperanza. En efecto, de los \$ 288.000 millones calculados como pérdidas en el sector, las cuentas de resultados, hasta marzo publicadas, había aflorado ya \$ 143.000 millones, es decir más del sesenta por ciento del total. Si los datos del Fondo correspondieran exactamente a la realidad, faltarían por declarar, a fecha de marzo, \$ 95.000 millones, una proporción no trivial pero que situaría a la banca más allá del punto álgido de la crisis.

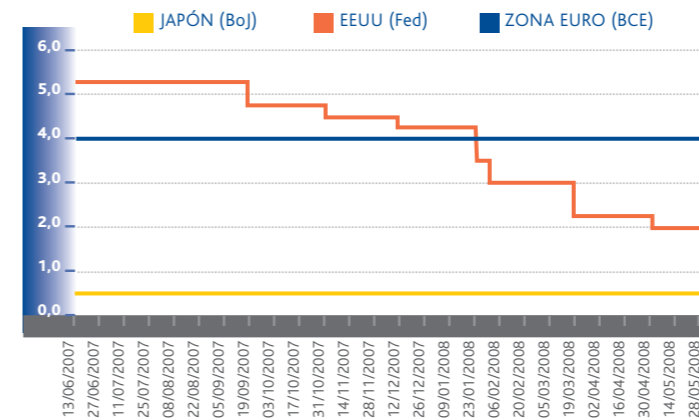
III.4. Las respuestas de la ortodoxia

Ante la necesidad de afrontar una crisis de tales proporciones, las autoridades financieras recurrieron, en primer lugar, a medidas ortodoxas de política monetaria. Sólo cuando éstas se revelaron insuficientes, decidieron arbitrar procedimientos extraordinarios.

Respecto a las medidas convencionales u ortodoxas (las extraordinarias son descritas más adelante), cabe subrayar que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo han venido manteniendo posturas discrepantes, con consecuencias decisivas sobre el desarrollo de la crisis y, en particular, sobre la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar.

En efecto, la Reserva Federal norteamericana mantuvo, desde el principio, la intención de inyectar al mercado cuanta liquidez fuera necesaria, y lo hizo rebajando el tipo de interés de referencia (es decir, el interbancario día a día) desde el 5.25 %, vigente al principio de la crisis, hasta el 2 %, registrado seis meses más tarde. Tal reducción de tipos se llevó a cabo en varios escalones (entre el 18 de septiembre de 2007 y el 20 de abril de 2008), a través de los cuales, se inyectó al sistema un considerable volumen de base monetaria. Paralelamente, las operaciones de descuento -es decir aquéllas en que las entidades bancarias pueden endeudarse a través de "segunda ventanilla"- experimentaron una fuerte rebaja de tipos de interés, desde el 5.75, al 2.25 %, que comenzó a regir en abril.

Gráfico 16. Tipos de interés de referencia (nominales), septiembre 2007 - abril 2008



Fuente: Thomson Datastream

Estas enérgicas actuaciones de política monetaria convencional no lograron, sin embargo, reducir los altos tipos practicados en las operaciones interbancarias a plazos superiores, singularmente en las practicadas a tres meses o más. Quedó, pues, claramente de manifiesto que la crisis no obedecía a estrictos problemas de liquidez, sino a una cuestión de confianza en el sector bancario. Incluso los bancos con excedentes de liquidez no parecían dispuestos a prestar a otros, cuya situación desconocían, o al menos les limitaban sus líneas de crédito a un plazo muy corto. Meses después de declararse la crisis,

los bancos tomadores seguían encontrando dificultades serias para refinanciar sus operaciones de crédito al sector real, amenazando con provocar una recesión más profunda de lo inicialmente estimado.

En el mes de marzo, la Reserva Federal decidió facilitar a los bancos colocaciones de liquidez a plazo, aunque para ello hubiera de rebajar la calidad de las garantías recibidas. Se abrió así una primera puerta a actuaciones no convencionales por parte del banco emisor norteamericano, quien -como más adelante veremos- tuvo que dar paso a nuevas medidas heterodoxas, ante la gravedad de la situación.

El Banco Central Europeo, por su parte, adoptó de entrada una postura más prudente, quizá porque el panorama económico y bancario en la zona euro no parecía presentar el mismo grado de precariedad que en los Estados Unidos. Llevó también a cabo inyecciones extraordinarias de liquidez a plazo, aceptando incluso un swap de dólares por euros, que la Reserva Federal le ofreció para poder facilitar la moneda norteamericana a aquellos bancos, con base en Europa, que necesitaran refinanciar operaciones en esa divisa.

Pero el BCE manifestó con claridad que no estaba dispuesto a reducir su tipo de interés de referencia, fijado en el cuatro por ciento desde meses antes de estallar la crisis. Para mantener esa postura, hubo de afrontar la opinión contraria por parte de algunos sectores de la economía real europea e, incluso, las objeciones manifestadas por gobernantes de ciertos países en la zona del euro. Reivindicó, una y otra vez, su independencia, argumentando que la actividad económica europea podía, en efecto, verse afectada negativamente por la crisis financiera, pero que, a su juicio, la principal amenaza para la zona del euro venía constituida por unas tasas de inflación que, desde el otoño de 2007, parecían acelerarse. Invocó también la disposición estatutaria que centra la misión del BCE en prevenir la inflación y en asegurar el poder adquisitivo del euro, no en estimular la actividad o empleo.

La argumentación del Banco Central Europeo supuso una llamada a los centros generadores de opinión y análisis, hasta entonces exclusivamente orientados hacia la gravedad de la crisis "subprime" y hacia sus posibles efectos recesivos, sin prestar atención suficiente a esos nuevos brotes inflacionarios, que venían a complicar el panorama. Ya no se trataba solo de un riesgo de estancamiento económico, sino también de alzas generalizadas de precios que pudieran originar la temida "estanflación". ¿Cómo era posible que la contracción en la actividad económica originara, al mismo tiempo, una tendencia alcista en los precios?

En su informe sobre "Perspectivas Económicas" (WEO), publicado en abril de 2008, el Fondo Monetario Internacional venía a ofrecer una explicación, a nuestro juicio convincente. Las previsiones inflacionistas se explicaban por una acelerada subida en el precio del petróleo, los alimentos y otras materias primas. Esta tendencia alcista -se argumentó inicialmente- parecía deberse a fuertes aumentos de demanda procedentes de China, India y otras economías dinámicas, así como por la utilización de determinados productos agrícolas para la producción de bio-fuel. Pero tales presiones ya venían manifestándose en los últimos años. ¿Por qué -entonces- el alza de precios parecía acelerarse, ahora que la demanda agregada procedente del mundo desarrollado daba muestras de debilidad? Según el FMI, la depreciación del dólar

(a la que no resultan ajenas las reducciones de tipos de interés arbitradas por la Reserva Federal), el desplome de la inversión inmobiliaria, y la caída de las bolsas han hecho que los excesos de liquidez, todavía existentes, se dirijan hacia un nuevo ámbito de inversión: el constituido por los mercados de "commodities". Fondos, que antes mostraban su actividad en colocaciones en inmuebles o renta variable, se orientaban ahora a inversiones en petróleo y materias primas (alimentarias o no), así como a opciones, futuros y otros derivados, cuyo subyacente consiste en dichas materias.

Qué parte de la nueva tensión inflacionista obedece a presiones de demanda para consumo, y qué parte a una nueva burbuja especulativa, constituye un interesante campo de discusión. Pero, sean cuales fueren las causas de la inflación, el Banco Central Europeo fundamenta su postura en el reconocimiento de que nos encontramos ante un panorama ciertamente más complejo de lo inicialmente previsto. Sólo en la medida en que la inflación ceda, podrá el BCE proceder a una rebaja en sus tipos de interés de referencia. Mientras tanto, su diferencial con el aplicado por la Reserva Federal viene agudizando la tendencia apreciatoria del euro respecto al dólar, con consecuencias negativas sobre el sector exterior de la UME.

III.5. El recurso a lo extraordinario

Como antes se explicaba, las primeras medidas de política monetaria adoptadas en los Estados Unidos siguieron una pauta de ortodoxia, que pronto se reveló insuficiente. El mercado interbancario a plazo continuaba lejos de recuperar la normalidad, mientras la ausencia de contratación para los bonos derivados de hipotecas y otros créditos (por un volumen estimado en \$ 10.8 billones, es decir próximo al ochenta por ciento del PIB norteamericano) dejaba sin liquidez ni referencias de valoración a ese complejo mundo financiero que opera, en los Estados Unidos, al margen del sector bancario tradicional.

La Reserva Federal arbitró, pues, nuevos procedimientos, nunca antes puestos en práctica, y que venían a subrayar lo excepcional de la crisis. Entre ellos, cabe destacar:

A) La denominada "Term Auction Facility" (TAF), a través de la cual, se presta a los bancos en un esquema muy parecido al habitual de "ventanilla", aunque con la ventaja del anonimato, para evitar una estigmatización de cuantos acudan a ella.

B) La "Primary Dealer Credit Facility" (PDCF), mediante la que se facilita liquidez adicional a instituciones distintas a la banca convencional y, en concreto, a las 19 entidades (bancos de inversión y sociedades de valores) con las que la Reserva Federal suele ejecutar sus operaciones de mercado abierto. La autoridad monetaria comprometió \$ 30.000 millones en esta facilidad crediticia.

C) La denominada "Term Securities Lending Facility", a la que asignó un volumen de \$ 200.000 millones. Se trata de una línea swap muy novedosa. En virtud de ella, la Reserva Federal entrega deuda pública a los bancos de inversión y restantes "primary dealers", a cambio de sus bonos hipotecarios, con el compromiso de deshacer la operación una vez vencido el plazo fijado. Durante dicho plazo, las entidades así favorecidas podrán convertir en liquidez la deuda pública recibida, una opción que les resultaba imposible con sus bonos hipotecarios, ya que éstos carecían de mercado.

Como puede advertirse, la Reserva Federal, que era "prestamista de última instancia" sólo para los bancos comerciales, parece haber extendido esa función al ámbito de otras entidades, como bancos de inversión y determinadas sociedades de valores. Ello supone reconocer que la generación de liquidez no se produce sólo mediante la pirámide de créditos (comerciales) y depósitos (minoristas), propias de los bancos comerciales, sino cada vez más, a través de la actividad de otros intermediarios que, en los últimos años, han configurado un cambio sustancial en el sistema financiero norteamericano.

Esta nueva función, asumida por la autoridad monetaria, pareció llegar a su culmen el 16 de marzo de 2008, fecha en la que JP Morgan Chase anunció la absorción de la firma Bear Stearns, con apoyo financiero de la propia Reserva Federal.

Bear Stearns era un banco de inversión (no comercial) que parecía debatirse en serias dificultades. En junio de 2007, se había visto obligado a acudir al mercado financiero en busca de \$3.200 millones para salvar uno de sus hedge funds ("Bear Stearns High-Grade Structured Credit Fund"). Días más tarde, volvió a plantear nuevas necesidades de financiación en sostenimiento de un segundo fondo ("Enhanced Leveraged Credit Fund"), ante la sangría generada por retirada masiva de sus participantes. El 16 de julio se cerraron los dos fondos, y numerosos inversores

iniciaron acciones legales contra Bear Stearns. Meses después (noviembre 2007), la firma declaró pérdidas por importe de \$1.200 millones, lo que provocó que las firmas de rating bajaran sus calificaciones a "single A". Ya en 2008 (14 de marzo), JP Morgan Chase y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York concedieron a Bear Stearns un crédito a 28 de días, para evitar la quiebra. A pesar de tratarse de un banco de inversión (no comercial), la insolvencia de Bear Stearns podía haber causado una fuerte conmoción en el sistema, con fuertes ramificaciones internacionales, pues la entidad servía de contrapartida a muchas operaciones de derivados (entre ellos, futuros y opciones "over the counter"), en los que se basan las cuentas y fondos "garantizados", que tantos clientes minoristas tienen suscritos en bancos comerciales de todo el mundo.

Finalmente (16 de marzo de 2008), J.P. Morgan Chase absorbió Bear Stearns, mediante un intercambio de acciones, en el que las del banco absorbido fueron valoradas a dos dólares, cuando apenas un mes antes cotizaban a \$93 y en el ejercicio anterior habían alcanzado una cota de \$172. Para impulsar la operación, la Reserva Federal concedió a J.P. Morgan Chase un préstamo de \$ 29.000 millones, a cambio de asumir el riesgo de los activos menos líquidos de Bear Stearns.

Todas estas operaciones "heterodoxas" de la Reserva Federal lanzaron al mercado un claro mensaje: las autoridades monetarias no estaban dispuestas a permanecer impasibles ante una crisis que amenazaba con ocasionar perjuicios irreparables en el sistema financiero americano e internacional. Tal actitud aportó cierta tranquilidad a los mercados y tuvo un eco inmediato en Gran Bretaña, país cuyo sistema financiero (en realidad el centro europeo por excelencia) también conocía circunstancias muy adversas, de tenor parecido al norteamericano.

Así, el Banco de Inglaterra arbitró en abril de 2008 un esquema de "swaps" de deuda, similar al que la Reserva Federal había establecido el mes anterior. En el caso británico, las entidades beneficiadas no fueron "primary dealers", sino directamente bancos comerciales. El Banco de Inglaterra puso a disposición de estos últimos un stock de Deuda Pública por importe global de £50.000 millones. Entregaría temporalmente a los bancos dichos títulos de deuda (perfectamente líquidos) a cambio de bonos que las entidades bancarias emitieran como contrapartida (y refinanciación) de las hipotecas concedidas antes de 31 de diciembre del año anterior. Estas operaciones "swap" tendrían una duración de 1 año, que podría ser renovable por otros dos si la situación lo requiriera, es decir, si los bonos hipotecarios continuaran sin encontrar fácil colocación en los mercados. Los bancos pagarían al Banco de Inglaterra una comisión por estas operaciones, y se

verían obligados a entregar más bonos si éstos bajaran de calificación en el "rating". Ni que decir tiene que, en el transcurso de pocas semanas, se alcanzó el límite global anunciado para estas operaciones.

También el Banco de Inglaterra se vio obligado a salir en ayuda de un banco (de nuevo, comercial; no de inversión). Se trataba del Northern Rock Bank, una entidad que, ya en septiembre de 2007, había tenido problemas para refinanciarse en los mercados, por lo que solicitó ayuda al banco emisor como prestamista de última instancia. A pesar de algunas protestas iniciales, el Banco de Inglaterra, la Financial Services Authority y los servicios de HM Treasury prestaron su apoyo a Northern Rock. El primer día laborable tras la operación (14 de septiembre), los clientes retiraron todo un 5% de los depósitos totales del banco (£1.000 millones) y las acciones de la entidad cayeron un 32 %, hasta 438 peniques.

Tres días después (17 septiembre 2007), los depósitos retirados ascendían a £ 2.000 millones y las acciones cayeron otro 40 %, hasta 263 peniques. A última hora del día, se anunció que el gobierno británico garantizaría todos los depósitos del banco, lo que moderó las retiradas e impulsó las acciones un 16 %, pero el banco ya no pudo reanudar su actividad normal. En enero de 2008, había recibido ya £ 26.000 del Banco de Inglaterra, a pesar de haber vendido sus mejores activos. El día 15, la "Office for National Statistics" anunció que ya trataba al banco como una entidad pública, a efectos contables.

Northern Rock fue oficialmente nacionalizado el 22 de febrero de 2008, a las 00:01 horas. Curiosamente, se volvía, así, a prácticas intervencionistas que habían sido abandonadas treinta años atrás.

III.6. Inyecciones de capital: Los "Fondos Soberanos"

Las medidas, ordinarias y extraordinarias, adoptadas por los bancos centrales sirvieron para paliar la situación y transmitir a la sociedad el mensaje de que se mantenían en el puesto de control. Pero las entidades financieras, que habían experimentado fuertes pérdidas, necesitaban recomponer sus balances, ampliando el capital en cuanto fuera preciso. El problema era que la misma falta de confianza que, en último término, había originado las pérdidas, se extendían también a los mercados de renta variable, donde los inversos parecían muy poco propensos a suscribir nuevas emisiones de acciones.

Una parte importante de la solución procedió de los llamados "fondos soberanos", constituidos por los gobiernos de países exportadores de petróleo, así como por diversos bancos centrales asiáticos, para gestionar los excedentes de liquidez procedentes de los fuertes superávits de sus balanzas de pagos. Se trata de fondos de inversión que, bajo la titularidad de un gobierno nacional o un banco central, surgieron en las últimas décadas del siglo XX, con la simple intención inicial de diversificar el riesgo ante una eventual caída en el precio de los productos exportados y garantizar, así, la continuidad de ingresos para el país.

Su extraordinario crecimiento, asociado al superávit exterior, ha cambiado, sin embargo, el panorama internacional, de modo que el poder financiero, tradicionalmente concentrado en países occidentales y Japón, se está dispersando geográficamente.

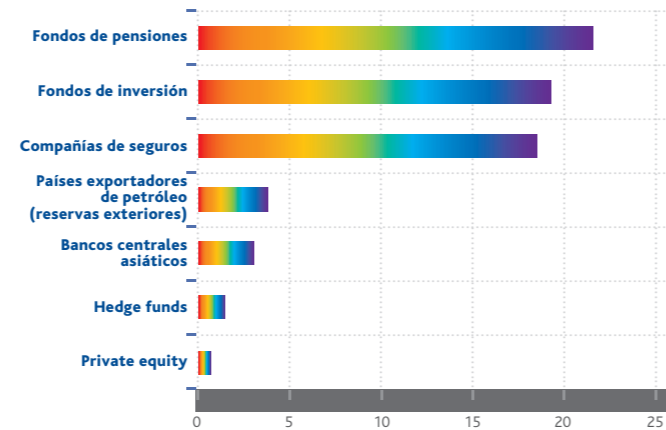
El protagonismo adquirido por los "Sovereign Funds" en el panorama financiero internacional se explica por tres razones fundamentales. En primer lugar, por su gran volumen (ver cuadro 3). Estos vehículos inversores gestionan, en efecto, cerca de tres billones de dólares, lejos aún de los importes canalizados por la totalidad de los fondos abiertos, compañía de seguros y fondos de pensiones, pero que exceden ya notablemente de los 1.5 billones gestionados por el conjunto de "hedge funds" (ver gráfico 17), aunque éstos últimos parezcan despertar mayor atención mediática. En segundo término, los fondos soberanos destacan no sólo por su volumen, sino por su espectacular crecimiento desde 2003 a 2007, periodo en el que sus recursos se multiplicaron por cuatro, en paralelo a la escala de precios de las commodities y del impulso exportador de algunas economías emergentes. Por último, el protagonismo se deriva de sus apoyos a la capitalización de los principales bancos de inversión internacionales (ver cuadro 4) y la toma de posición en su patrimonio.

Cuadro 3. Principales Fondos Soberanos, a enero 2008

País	Nombre	Activos gestionados (miles de millones de dólares)	año de creación
EAU	Abu Dhabi Investment Authority	875,0	1976
Noruega	Government Pension Fund Global	380,0	1996
Singapur	Government Investment Corporation	330,0	1981
Arabia Saudita	varios	300,0	-
Kuwait	Reserve Fund for Future Generations	250,0	1953
China	China Investment Corporation	200,0	2007
Singapur	Temasek Holdings	159,2	1974
Libia	Oil Reserve Fund	50,0	2005
Qatar	Qatar Investment Authority	50,0	2005
Argelia	Fond de Régulation des Recettes	42,6	2000
EEUU	Alaska Permanent Fund Corporation	38,0	1976
Brunei	Brunei Investment Authority	30,0	1983
Otros		171,4	
Total		2876,2	
% relacionado con ingresos procedentes de gas y petróleo		73,1%	

Fuente: The Economist

Gráfico 17. Nuevos players de la escena financiera internacional. Activos gestionados en 2006 (billones de dólares)



Fuente: McKinsey Global Institute ("The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets", octubre 2007)

Cuadro 4. Fondos Soberanos (SWFs): Inyecciones de capital en instituciones financieras

Fuente: Fondo Monetario Internacional (Global Financial Stability Report, abril 2008)

Date of Announcement	Financial Institutions	Writedown (of financial institution)	SWFs and Other Investor(s)		Amount (percent of total stakes) from SWFs and Other Investor(s)	
			SWFs	Other investor(s)	SWFs	Other investor(s)
Nov. 26, 2007	Citigroup	\$6 billion 2007:Q3	Abu Dhabi Investment Authority		\$7.5 billion (4.9%)	
Dec. 10, 2007	USB	\$18 billion in 2007 Investment Corporation	Government of Singapore	Unknown Middle Eastern investor	\$9.7 billion (10%)	\$1.8 billion (2%)
Dec. 19, 2007	Morgan Stanley	\$9.4 billion in 2007:Q4	China Investment Corporation		\$5 billion (9.9%)	
Dec. 21, 2007	Merrill Lynch	\$8.4 billion in 2007:Q3	Temasek Holdings	Davis Selected Advisors, L.P.	\$4.4 billion (9.9%)	\$1.2 Billion (2.6%)
Jan. 15, 2008	Citigroup	\$18.1 billion in 2007:Q4	Government of Singapore Investment Corporation, Kuwait Investment Authority	Sanford Weill Saudi Prince Alwaleed bin Talal, Capital Research Global Investors, Capital World Investors, New Jersey Investent Division	\$6.8 billion from Government of Singapore Investment Corporation (3.7%) and \$3 billion from Kuwait Investment Authority (1.6%)	\$2.7 billion (1.5%)
Jan. 15, 2008	Merrill Lynch	\$14.1 billion in 2007:Q4	Korea Investment Corporation Kuwait Investment Authority	Mizuho Financial Group Inc.	\$2 billion (3.2%) from Korea Investment Corporation and Kuwait Investment Authority, respectively	\$2.6 billion (4.1%)
Feb. 18, 2008	Credit Suisse	\$2.85 billion	Qatar Investment Authority		Approximately \$500 million (1% to 2%); the purchase was on the open market	

La mayoría de las inyecciones de liquidez resultantes de estas operaciones de recapitalización, permitieron a diversas entidades compensar las pérdidas derivadas de inversiones en productos "estructurados" (vinculados a hipotecas subprime). Así, tres de las entidades aparentemente más afectadas por la crisis, (Citigroup, Merrill Lynch y UBS) recibieron inyecciones procedentes de Abu Dhabi, Singapur, Kuwait y Korea. También fondos de China han entrado en el capital de Morgan Stanley, y otros de Qatar en el de Credit Suisse. Las cinco entidades fueron, pues, capaces de enjugar más del sesenta por ciento de sus pérdidas declaradas (unos 76.850 millones de dólares) a través de ampliaciones de capital, en la que los fondos soberanos tuvieron el principal protagonismo.

Adicionalmente, las inversiones de los Fondos Soberanos han ido más allá de los bancos de inversión, para fijarse en otras entidades, como fondos de capital-riesgo y private equity, bancos comerciales o, incluso, sociedades gestoras de determinadas bolsas occidentales. Así, los gobiernos de Abu Dhabi y China poseen respectivamente el 7,5 % y el 10 % de los fondos de private equity Carlyle y Blackstone. China también se ha hecho con el 80 % de la firma de capital-riesgo JC Flowers y Singapur está a punto de convertirse en el principal inversor de un nuevo fondo de capital-riesgo creado a medias con Texas Pacific Group. Por si fuera poco, Dubai posee el 20 % de sociedad gestora del Nasdaq y, junto con Qatar, controla la Bolsa de Londres.

Aparentemente, la crisis subprime ha sido el detonante para un cambio en la política inversora de los sovereign funds, que están dejando de ser meros "inversores financieros pasivos a largo plazo" (es decir, limitados a invertir en renta fija norteamericana), como algunos se siguen calificando en la actualidad. Además, pese a que se haya venido limitando la capacidad de decisión en aquellas entidades en cuyo capital participan, la realidad es que su opacidad manifiesta, así como el tamaño de las inversiones realizadas, y el carácter "soberano" de estos fondos presentan, en el largo plazo, unos riesgos que, tarde o temprano, habrá que afrontar.



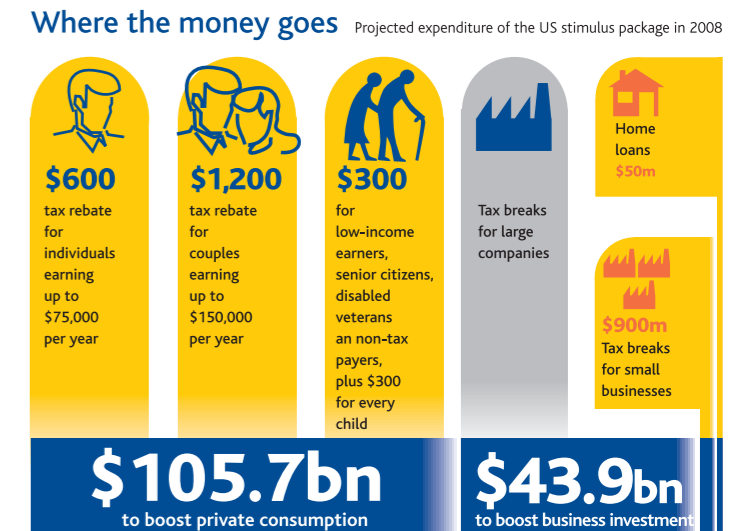
III.7. Medidas fiscales

Desde comienzos del estallido de la crisis "subprime", el gobierno norteamericano se consideró obligado a involucrarse en el problema, para impedir que las soluciones al mismo se abordaran exclusivamente por los cauces de la política monetaria. Se temía que una excesiva expansión monetaria, y reducción de tipos de interés, tuvieran efectos perversos sobre el tipo de cambio y la inflación. La diversificación de políticas (fiscal-monetaria) podría resultar más apropiada.

Los presupuestos del Sector Público, tal como hoy se diseñan en los países avanzados, encierran siempre un cierto potencial anti-cíclico. En las fases recesivas o de desaceleración económica, tiende a producirse una caída en la recaudación tributaria, y un incremento en los gastos gubernamentales que amparan las prestaciones por desempleo, todo lo cual puede generar una fuerza estimulante para la actividad económica. Se trata de los llamados "estabilizadores automáticos" de la política presupuestaria. Pero el gobierno norteamericano prefirió ir más allá de tales estabilizadores, añadiendo dosis mayores de estímulo fiscal.

El 13 de febrero de 2008, previo acuerdo entre la Casa Blanca y el Congreso, el Presidente Bush aprobó un "paquete de estímulo económico" por importe de 168.000 millones de dólares. Ésta ha sido la mayor iniciativa legislativa jamás diseñada para incentivar la demanda agregada e impulsar la actividad en un contexto potencial de recesión económica.

Cuadro 5. Esquema-resumen del "Paquete de Estímulo Fiscal" de los EEUU



Fuente: Financial Times

La mayor parte del "paquete" (casi el 70 %) se tradujo en devoluciones fiscales destinadas a incentivar el consumo privado de las familias. Estas operaciones suponen una devolución de 600 dólares a todos aquellos contribuyentes cuyos ingresos anuales fueran inferiores a 75.000 dólares (o \$1.200 en el caso de parejas que ingresen conjuntamente menos de 150.000 dólares al año). Se devuelven también \$ 300 a los ciudadanos de rentas más bajas y a aquéllos que ni siquiera tienen obligación de tributar. Además, se entregan 300 dólares por cada hijo.

El conjunto de devoluciones fiscales previstas para las familias estadounidenses parece estar seriamente estructurado. No sólo el límite superior es elevado, sino que cubre también aquellos segmentos de la población exentos de la obligación de tributar. Además, dada la tasa de ahorro negativa del contribuyente norteamericano, es razonable pensar que las devoluciones fiscales se traduzcan en mayores tasas de consumo y gasto, aunque también los crecientes pasivos financieros de las familias pueden hacer que éstas dediquen parte de las ayudas a una simple reducción de deudas.

La segunda gran partida del plan de estímulo fiscal (30 % del mismo) tuvo como objetivo impulsar la inversión privada por parte de las empresas. Para ello, se articularon deducciones fiscales (temporales) para aquellas grandes compañías que acometieran nuevas inversiones. Estas empresas podrán deducirse

en 2008 una proporción del coste de cada proyecto de inversión. De este modo, cuanto mayor sea el número de proyectos de inversión acometidos (equipamiento, software, etc), menor será la carga impositiva a asumir en este ejercicio fiscal. Igualmente se han previsto deducciones para incentivar la inversión de las pequeñas empresas.

Finalmente, el llamado "Plan Bush" ha elevado también el límite máximo del valor de las hipotecas que Fannie Mae y Freddie Mac pueden recomprar para posterior titulización. Con este incremento, ambas agencias gubernamentales podrán respaldar nuevas hipotecas por valor de unos 10.000 millones de dólares, aunque ello apenas represente un 0,5 % de los más de 2 billones de dólares otorgados en hipotecas a lo largo de 2007.

En definitiva el "paquete de estímulo fiscal" norteamericano parece estar mejor diseñado para incentivar el consumo privado que la inversión. Con todo, fue apoyado por la totalidad del arco parlamentario y sirvió de referencia para planes del mismo tenor ensayados en otros países.

III.8. ¿Ha pasado ya lo peor?

Al redactarse estos párrafos (mediados de 2008) la cuestión no tiene una respuesta clara e inequívoca. Para abordarla, se hace necesario establecer, como mínimo, una distinción entre las circunstancias del sistema financiero y las relativas al ámbito de la economía real, donde el impacto se manifiesta inevitablemente con cierto retraso.

En el orden financiero, la aseveración de que lo peor ha quedado atrás podría cobrar sentido en, al menos, dos aspectos. En primer lugar, las pérdidas declaradas por los bancos comerciales y la banca de inversión de mayor relieve han sido ya cuantiosas y, según los cálculos más solventes, ascienden a dos tercios del total estimado. Pueden todavía manifestarse nuevos quebrantos, pero dentro de un marco que parece haber sido ya descontado. Además -y como antes se ha descrito- han tenido lugar importantes operaciones de recapitalización de los bancos afectados, la mayoría de ellas acometida por "sovereign funds" de países excedentarios de ahorro. Ello debería servir para recobrar cierto margen de confianza.

En segundo término, las autoridades financieras, parecen hoy mucho mejor asentadas al timón de la crisis. Durante el otoño de 2007 dieron, ciertamente, imagen de desconcierto ante unas perturbaciones cuyo alcance no podía estimarse con un mínimo de rigor, y cuyo desarrollo constituía toda una novedad.

La crisis no se parecía a ninguna de las registradas con anterioridad, ni en los sujetos involucrados, ni en los instrumentos financieros utilizados, ni en la velocidad de su propagación, ni en el ámbito geográfico. Algunos mercados financieros parecían totalmente bloqueados y las autoridades monetarias no se consideraban competentes para asumir la responsabilidad de lo ocurrido en ellos. Casi un año más tarde, la situación parece algo más calmada, en cuanto que los bancos centrales y los organismos reguladores han sabido superar el perímetro de sus competencias tradicionales, para encarar los aspectos más difíciles de la crisis, allí donde se manifestaban. El futuro nos dirá si estas actuaciones "heterodoxas" de las autoridades monetarias crean, o no, problemas más graves que los que trataban de resolver pero, por el momento, no puede dudarse de que han contribuido a moderar los ánimos y suavizar los efectos más duros de la crisis.



Quedan, sin embargo, incógnitas por abordar por parte del propio sistema financiero. En una parte del mismo (fondos de diversos tipos, compañía de seguros de distintos países, entidades financieras no bancarias, etc...) no se tiene certeza respecto al valor real de sus inversiones en CDO'S y demás valores "intoxicados". En cuanto a las propias entidades, existen dudas razonables sobre la capacidad de algunas de ellas para seguir refinanciando sus operaciones de activo y, en consecuencia, para seguir generando una cuenta de resultados aceptable. Con morosidad al alza y mercados interbancarios aún no enteramente normalizados, se hará necesario replantear el modelo de negocio de no pocas entidades bancarias, al menos hasta que los efectos de la actual crisis desaparezcan de la memoria colectiva.

En cuanto al ámbito de la economía real, existe la convicción de que la crisis se encuentra aún en sus etapas primeras, lejos todavía de haber tocado un fondo que sirva de base a la recuperación. La economía norteamericana ha crecido nueve décimas en los primeros meses de 2008, pero la gran mayoría de su aparente crecimiento se basa estadísticamente en una acumulación de inventarios que no permite buenos augurios para el resto del ejercicio. Quizá la depreciación del dólar, y sus efectos positivos en el comercio exterior, aporten cierto estímulo al PIB norteamericano, pero la demanda interna (tanto de consumo como de inversión) puede tardar más tiempo en

reaccionar. De momento, los temores a una recesión (dos trimestres seguidos de crecimiento negativo) no han sido totalmente disipados. En todo caso, la economía norteamericana se habrá dejado en esta crisis algunos "jirones", en términos de pérdida de prestigio de su sistema bancario y de cierto desplazamiento del poder financiero hacia los países de origen de los "sovereign funds".

También Japón y la Eurozona se debaten en la incertidumbre, aunque la mayoría de la crisis inmobiliaria y financiera se generó fuera de sus fronteras. El Banco Central Europeo se encuentra -como quedó dicho- en el incómodo mundo de la "estanflación", más inclinado a prevenir la inflación que a impulsar la actividad económica. Respecto a esta última, manifiesta que "la balanza de riesgos" se inclina a la baja, es decir, a zona de peligro.

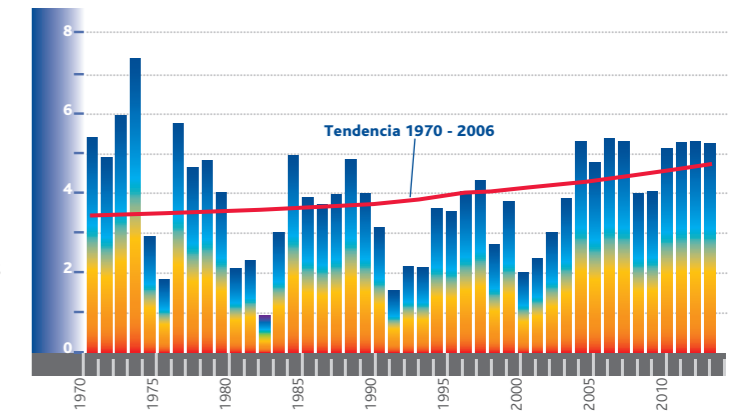




IV. EL HORIZONTE GLOBAL

El cuadro, hasta aquí descrito, hace prever que la actual crisis económica no quede acotada exclusivamente al ejercicio 2008. Es, sin embargo, razonable pensar que, tras dos años creciendo por debajo del 4 %, la economía mundial (al calor de la recuperación en los países industrializados) retome una senda de crecimiento a tasas por encima del 4,5 %. Ello podría ocurrir a partir de 2010, o así, al menos, lo indica el FMI en sus previsiones del World Economic Outlook (WEO) en abril de 2008 (Gráfico 18).

Gráfico 18. Previsiones de crecimiento del PIB mundial hasta 2013



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, abril 2008)

En el mundo desarrollado, tal y como queda reflejado en el Cuadro 6, se espera que las economías que menos crezcan sean la norteamericana (epicentro de la actual crisis financiera) e Italia. Sin embargo, el mayor impacto desacelerador no se espera en los EE.UU, sino en España.

Es lógico pensar que la crisis financiera internacional que estamos viviendo no sólo tenga un impacto directo sobre los sistemas financieros de aquellos países con elevados volúmenes de inversión en hipotecas subprime (o en bonos a ellas asociados), sino que la desconfianza y la contracción del crédito interbancario a nivel internacional cercene la capacidad para captar ahorro externo de aquellas economías con elevados déficit por cuenta corriente. Asimismo, el ajuste que el sector de la construcción está experimentando a nivel global puede también incidir negativamente en aquellas economías en las que dicho sector sea cuantitativamente importante, en términos de porcentaje sobre el PIB y/o número de empleados.

Cuadro 6. Previsiones de crecimiento del PIB, 2008 -09: Economías avanzadas

	2006	2007	2008P	2009P
Economías avanzadas	3,0%	2,7%	1,3%	1,3%
EEUU	2,9%	2,2%	0,5%	0,6%
Japón	2,4%	2,1%	1,4%	1,5%
Reino Unido	2,9%	3,1%	1,6%	1,6%
Zona Euro*	2,8%	2,6%	1,4%	1,2%
Alemania	2,9%	2,5%	1,4%	1,0%
Francia	2,0%	1,9%	1,4%	1,2%
Italia	1,8%	1,5%	0,3%	0,3%
España	3,9%	3,8%	1,8%	1,7%

Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, abril 2008)
 * Previsiones actualizadas a Q2 - junio - 2008: 1,75% (2008) y 1,25% (2009)

Por su parte, las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas (especialmente los BRIC) se esperan que sigan creciendo a tasas muy elevadas, tal y como lo han venido haciendo en los últimos años (vid Cuadros 7 y 8). Dado que estas economías dependen eminentemente de sus exportaciones, habrán de notar el parón de la actividad económica en Occidente, pero sin dejar de crecer a ritmo considerable. Además, el extraordinario crecimiento económico experimentado por los China e India en los últimos años hace que estos países demanden crecientes cantidades de materias primas, alimentos y recursos energéticos, y los principales proveedores de

dichas commodities son precisamente los países emergentes de América Latina, que resultan así especialmente beneficiados. En su conjunto, los países en vías de desarrollo parecen depender menos de Occidente y más de otras economías emergentes, proceso que se ha calificado como de "desacoplamiento" (decoupling) de las economías menos desarrolladas respecto a Europa y Estados Unidos.

Cuadro 8. Previsiones de crecimiento del PIB, 2008 - 09: Latinoamérica

	2006	2007	2008P	2009P
Latinoamérica	5,5	5,6	4,4	3,6
América del Sur y México	5,3	5,6	4,3	3,6
Argentina	8,5	8,7	7	4,5
Brasil	3,8	5,4	4,8	3,7
Chile	4	5	4,5	4,5
Colombia	6,8	7	4,6	4,5
Ecuador	3,9	1,9	2,9	4,1
México	4,8	3,3	2	2,3
Perú	7,6	9	7	6
Uruguay	7	7	6	4
Venezuela	10,3	8,4	5,8	3,5
América Central	6,3	6,5	4,7	4,6
El Caribe	7,8	5,7	4,4	3,8

Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, abril 2008)

Cuadro 7. Previsiones de crecimiento del PIB, 2008 - 09: Asia

	2007	2008	2009P	2010P
China	11,1	11,4	9,3	9,5
India	9,7	9,2	7,9	8,0
Corea del Sur	5,1	5,0	4,2	4,4
Rusia	7,4	8,1	6,8	6,3

Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook, abril 2008)



APÉNDICE: EL CASO ESPAÑOL

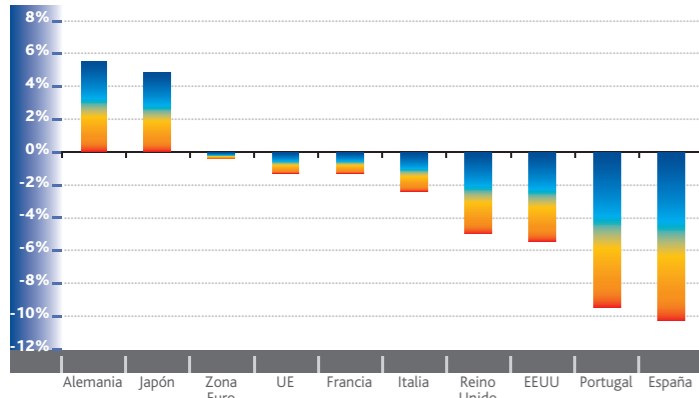
Aunque, por obvias razones, no sea éste el contexto para llevar a cabo un análisis en profundidad de la situación española, puede afirmarse que nuestra economía no se encuentra, ante la crisis descrita, en posición favorable. Cabe, más bien, afirmar lo contrario. En el contexto de la crisis internacional, España presenta ciertos puntos débiles que le hacen especialmente vulnerable, aunque dispone también de algunas fortalezas para amortiguar, en lo posible, el impacto de la perturbación financiera internacional.

Entre los puntos débiles, debe recordarse, en primer lugar, que la economía española presenta un fuerte déficit exterior por cuenta corriente, por importe de 146.000 millones de dólares en 2007, es decir, un 10,1 por ciento del PIB. Tal déficit es el resultado de un excesivo gasto interno o -por ponerlo en términos más técnicos- es una contrapartida de la incapacidad del ahorro nacional (escaso) para financiar la inversión doméstica, en la que lo inmobiliario representa una partida destacada. En efecto, la reducida tasa de ahorro implica, por definición, una alta propensión al consumo que, sumada

al esfuerzo realizado en inversión, suponen un claro exceso de gasto respecto a la renta generada.

El desequilibrio, así resultante, no se debió al sector público, cuyas cuentas se han venido cerrando con superavit, sino que resulta imputable al exceso de gasto (consumo e inversión) del sector privado. Pero, sea cual fuere la causa, lo cierto es que el déficit exterior debe ser financiado, y la única forma de hacerlo es mediante apelación al ahorro externo. Para ello, se han venido utilizando masivamente los servicios de intermediación de la banca española, como vehículo capaz de financiar el gasto interno y refinanciarlo, en la medida de lo necesario, a través de emisiones en el exterior o recurso al mercado interbancario global. Por esa vía, ingentes volúmenes de ahorro exterior se han destinado a financiar la fuerte demanda interna española durante los últimos años.

Gráfico 19. Balanzas por Cuenta Corriente (%PIB), 2007



Fuente: Fondo Monetario Internacional (World Economic Outlook Database, abril 2008)

Evidentemente, la crisis financiera internacional no constituye un entorno favorable para prolongar en el tiempo este modelo de crecimiento. Cualquier disminución en la disponibilidad de financiación externa tendrá su obligada contrapartida en una corrección a la baja del gasto interno, sea en consumo, sea en inversión, o sea en ambos renglones del cuadro macroeconómico español. Nada de ello constituye una "teoría", sino una simple constatación de relaciones contables a nivel nacional. Pero como se deriva de los datos del cuadro 9, la banca española -principal vehículo canalizador del ahorro externo- tendrá que hacer frente al

vencimiento de unos 80.000 millones de euros en bonos hipotecarios a lo largo de este año, y otros tantos el que viene. Además de este compromiso, herencia del pasado, el sistema crediticio español debería ser capaz de movilizar recursos externos -en la parte que a los bancos y cajas de ahorro correspondan- en volumen suficiente para cubrir el déficit exterior de éste y sucesivos años. Todo un reto.

Cuadro 9. Entidades de crédito españolas: Financiación en los Mercados Financieros. Calendario de vencimientos, excluidos pagarés (millones de euros), 2008 - 2013

Saldo total a diciembre 2007	847.266
Hasta junio 2008	44.985
Entre julio y diciembre 2008	37.212
2009	80.341
2010	65.263
2011	56.883
2012	60.296
2013	502.286

Fuente: Banco de España (Informe de Estabilidad Financiera, abril 2008)

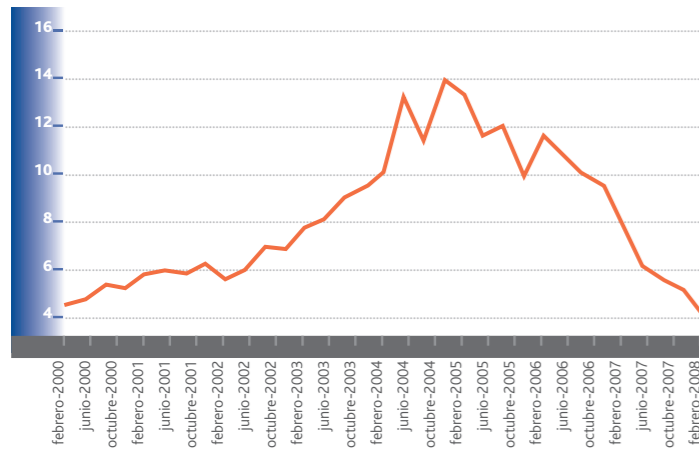
Afortunadamente, se trata de una banca (la española) con claro prestigio en el exterior, labrado a lo largo de años de profesionalidad y solidez operativa. Éste es uno de los principales puntos fuertes del país. El sector bancario y crediticio español presenta, en efecto, tres ventajas netas en el entorno de la crisis actual: a) Ha venido emitiendo bonos que -a diferencia de los subprime- no conllevaban el traslado de riesgo específico al suscriptor, b) No ha invertido en CDO'S ni en ningún otro de los activos declarados "tóxicos" en la presente crisis, c) mantiene un nivel importante de provisiones para morosidad, acumuladas -por regulación del Banco de España- en los años de bonanza financiera.

Para corroborar el juicio favorable sobre la solidez de la banca española basta comprobar las cifras comparativas, publicadas en los anexos del "Global Financial Stability Report", editado anualmente por el Fondo monetario Internacional. No obstante, la fortaleza patrimonial de la banca española no implica una ausencia absoluta de vulnerabilidad, ni para el sector crediticio, ni para la economía española en su conjunto. Los volúmenes a obtener en los mercados exteriores son muy considerables. Si -como es de esperarse- consigue movilizarlos, será a unos costes financieros superiores a los del pasado, y no siempre trasladables a los clientes nacionales de activo. Si, al contrario, no se lograra esa movilización, el crédito a la actividad interna (consumo y/o inversión) deberá contraerse.

En ambos casos, la economía real notará las consecuencias, que pueden, a su vez, rebotar al sector bancario en términos de mayor morosidad. La banca española deberá, pues, hacer acopio de toda su profesionalidad para atravesar un periodo económicamente complejo. Los sectores reales deberán también afrontar retos del mismo o parecido tenor.

Otra debilidad de la economía española viene determinada por los excesos en los que el sector inmobiliario ha podido incurrir en años recientes, tanto por lo que se refiere a precios como en lo relativo al número de unidades construidas. Dicha trayectoria ha derivado en una crisis inmobiliaria de naturaleza similar a la registrada en Estados Unidos u otros países desarrollados, y de una profundidad relativa no menor.

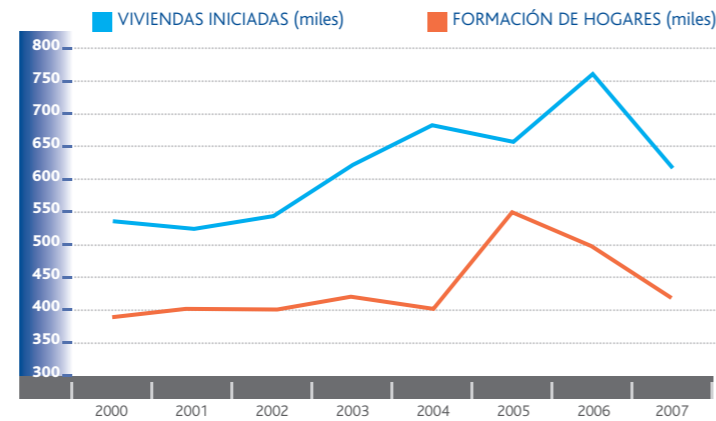
Gráfico 20. Evolución precio de la vivienda en España (variación interanual), 2000 - 08



Fuente: Ministerio de la Vivienda

En el gráfico 21 se refleja el gap generado entre las viviendas iniciadas durante los últimos años y la formación de hogares en el mismo periodo. Ciertamente, no todas las viviendas construidas se dedican a domiciliar los nuevos hogares españoles, por lo que a la demanda procedente de estos últimos habría que añadir la de viviendas consideradas como segunda residencia, y las adquiridas por extranjeros en nuestro país. Con todo, el exceso de construcción residencial ha sido evidente, por lo que existe, en los momentos actuales, un número de viviendas no vendidas que la mayoría de las estimaciones sitúan en torno a 700.000 unidades.

Gráfico 21. Viviendas iniciadas Vs. Formación de hogares en España, 1999 - 2007



Fuente: INE; Ministerio de Fomento

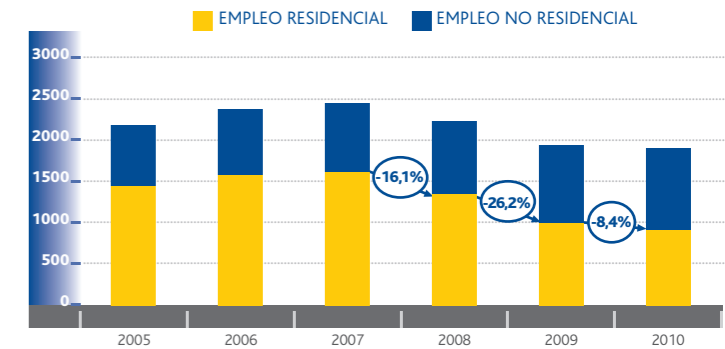
Rara vez el mercado de la vivienda absorbe los excesos de oferta o demanda con gradualismo. Ante un stock de unidades no vendidas, la reacción de las empresas promotoras no suele consistir en una simple disminución en el ritmo de iniciaciones, sino en una paralización -casi siempre brusca- de nuevas promociones, hasta dar salida al stock de viviendas no vendidas, o tener indicios claros de que la demanda residencial ha iniciado una recuperación sostenida. Se trata, en definitiva de una senda de ajuste (adecuación de oferta a la demanda) secuencial, conocido en economía como "teorema de la telaraña"; un fenómeno que

también suele advertirse -por ejemplo- en los mercados de productos agrarios, y de todos aquellos cuya producción exige un largo periodo de tiempo.

Lo cierto es que, se viene registrando, desde finales de 2007, una notable disminución en el número de viviendas iniciadas y una brusca caída en las estadísticas sobre proyectos visados en los colegios de arquitectos. De nuevo, estimaciones de mercado prevén que en 2008 no se inicien más de 200.000 viviendas, con un número similar aplicable al ejercicio siguiente.

Esa notable caída en el ritmo de construcción inmobiliaria (que será más evidente en la medida en que se terminen promociones iniciadas con anterioridad) no dejará de tener efectos significativos sobre el empleo y, en consecuencia, sobre el gasto de consumo de los hogares. En el sector de la construcción española trabajan 2.454.000 personas (datos 2007) y, en concreto el total de empleos en el subsector inmobiliario no es inferior a 66% (1.619.000), una cifra llamada a disminuir notablemente en los próximos meses. A estos efectos negativos, habría que añadir los que se deriven de un posible "efecto pobreza" asociado a la disminución de los precios inmobiliarios, pues la vivienda es un activo que forma parte de la riqueza neta de las familias.

Gráfico 22. Empleados en el sector de la Construcción (miles de trabajadores), 2005 - 2010E



Previsiones 2007-2010	Empleo residencial	Empleo no residencial	Empleo construcción
Destrucción de empleo (acumulada)	-701	+162	-539

Fuente: AFI-Asprima

Como consecuencia de todo lo anterior, la economía española se enfrenta a una serie de retos inmediatos, que podrían resumirse de la forma siguiente:

- a) Cómo moderar -en lo posible- la caída de la demanda interna, resultante tanto del ajuste inmobiliario doméstico como del shock financiero internacional.
- b) Cómo amortiguar los efectos que esa contracción de la demanda pueda tener en el mercado de trabajo.

- c) Cómo acortar el periodo de atonía económica.
- d) Cómo recuperar una senda de crecimiento sostenido, en la que el dinamismo económico sea compatible con el mantenimiento de los equilibrios básicos, internos y externos.
- e) Qué conjunto de sectores y actividades (probablemente muchos y muy variados) pueden asumir el papel de motor económico que la construcción residencial ha abandonado.

No faltan en la economía y la sociedad españolas recursos materiales y humanos para afrontar esos desafíos. Como se ha expuesto repetidamente, España es uno de los pocos países que han seguido, en los últimos años, una senda de equilibrio presupuestario, lo que ha permitido mantener la deuda pública a nivel suficientemente bajo (37 por ciento del PIB) como para permitir un pleno efecto de los llamados "estabilizadores automáticos".

Cuenta también con el impulso demográfico de la inmigración, y con el capital humano derivado de la misma y de niveles de educación crecientes. Si a ello se añade el espíritu emprendedor, que permite a muchas empresas españolas competir con éxito en la economía global, podemos concluir con una actitud de fundada esperanza, dentro de las obvias dificultades del momento actual.

JUAN JOSÉ TORIBIO



El profesor Juan José Toribio es el Director del IESE Business School en Madrid, donde, además, ejerce como Profesor Ordinario (Catedrático) de Economía y Presidente del CIIF (Centro Internacional de Investigación Financiera)

El profesor Toribio se licenció en Economía por la Universidad de Barcelona, obtuvo un ITP por la Harvard Business School y se doctoró (Master of Arts y Ph.D.) en Economía por la Universidad de Chicago. Asimismo, goza de una amplísima experiencia académica y profesional, habiendo ostentado puestos de relevancia tanto en el sector público como en el privado.

Dentro del sector público, el profesor Toribio ha trabajado como Economista del Banco de España (por oposición), Director General de Política Financiera del Ministerio de Economía, y Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (en Washington D.C.), entre otras posiciones importantes.

En este sentido, de entre los diversos cargos que ha ocupado en el sector privado, destacan los de Presidente de diversas entidades financieras, como el Caixabank Mónaco o Inverban, S.V.B. También ha sido Director de Planificación y Estudios del Banco Urquijo y del Banco Hispano Americano, así como Secretario General Técnico de La Caixa y miembro de los Consejos de Administración de compañías tales como Nestlé, Abertis Telecom, Invercaixa o Xfera.

Del mismo modo, el profesor Toribio también ha ostentado posiciones de relevancia en diferentes organismos: Presidente del Instituto Español de Analistas Financieros, Vocal del Consejo de Administración de la European Federation of Financial Analysts, Presidente de AIAF (Mercado de Renta Fija), Vice-Presidente de MEFF (Mercado de Derivados), Consejero de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona, Presidente de CODESPA o miembro de la Junta Directiva del Círculo de Economía de Barcelona, entre otras.

Además, en la actualidad, el profesor es miembro del Consejo de Administración de Amper, vocal de la Junta Directiva del Club ITM, miembro del Comité de Reflexión de Abertis y participa semanalmente, analizando la actualidad económica española e internacional, en el programa Economía a Fondo de CNN+.

La labor desarrollada por el profesor Toribio destaca en áreas como las de economía de la empresa, la teoría monetaria, la economía internacional y de la UE o el estudio de las instituciones financieras. En este sentido, el profesor Toribio ha publicado un gran número de artículos y trabajos de investigación, y ha venido colaborando regularmente con los principales medios de comunicación, nacionales e internacionales.

Paralelamente, también ha escrito o colaborado en numerosos libros y publicaciones especializadas en la materia. De entre sus libros, destacan "Globalización, Desarrollo y Pobreza" (2003, Círculo de Empresarios) y "El Sistema Financiero Español: Su funcionamiento y reforma" (1986, Orbis).