

ISSN: 1576-0162

CRISIS ECONÓMICA GLOBAL Y NUEVOS PARADIGMAS ECONÓMICOS.

GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND NEW ECONOMIC PARADIGMS.

Francisco Rodríguez Ortiz
Universidad de Deusto
frodrig@iee.deusto.es

Recibido: diciembre de 2008; septiembre de 2009.

RESUMEN.

Tras un largo período de crecimiento económico mundial, varios factores financieros y económicos han desembocado en una gran crisis del capitalismo. Dicha crisis es el resultado de los excesos cometidos desde los ochenta en cuanto a liberalización y desregulación de los mercados. Por diversos canales, la crisis inmobiliaria ha impactado en el sistema financiero y de ahí se ha contagiado a los principales sectores de actividad. La crisis ha mutado en recesión como consecuencia de la primacía concedida a las finanzas internacionales en la configuración del nuevo orden económico mundial. La salida de la crisis requiere nuevos paradigmas de actuación macroeconómica así como un esfuerzo de coordinación internacional. Pasa por redefinir las reglas del juego entre los varios agentes económicos rehuyendo las estrategias competitivas contraproducentes de la desinflación salarial.

Palabras clave: Crisis; Autonomía financiera; Regulación; Coordinación; Gobernanza.

ABSTRACT.

After a long period of global economic growth, a number of financial and economic factors have resulted in a deep crisis of capitalism. This crisis is due to the excesses caused by liberalization and market deregulation since the Eighties. Through different channels, the crisis in the housing market has had an impact on the financial system, spreading to the main activity sectors. The crisis has evolved into a recession as a result of the importance of international finances in the new world economic order. The successful management of the crisis requires a new macroeconomic paradigm as well as internationally coordinated efforts. It also requires a new definition of the game rules agreed on by the various economic agents that avoids counterproductive competitiveness-seeking measures of wage disinflation.

Keywords: Crisis; Financial Autonomy; Regulation; Coordination; Governance.

Clasificación JEL: E32, E44, E58, F42, G18.



1. INTRODUCCIÓN.

El siglo XXI parecía augurar un crecimiento económico mundial sostenido sin tensiones inflacionistas y respetuoso con los equilibrios presupuestarios. La globalización económica pasaba a ser realidad tras la quiebra del modelo socialista. El movimiento obrero, privado de sus referentes políticos e ideológicos, padecía un serio debilitamiento y fragmentación. Las economías emergentes iniciaban una fase de despegue sostenido y hacían suyos los postulados de la desregulación, liberalización e integración de los mercados. Estados Unidos asentaba una hegemonía indiscutible en lo financiero, económico y militar, si bien su crecimiento generaba graves desequilibrios internos y externos y su economía pasaba a ser el principal deudor internacional. La Unión Europea, sin relevancia política internacional, se seguía ampliando y culminaba la integración de sus mercados mediante la moneda única. Aunque fuera un agente activo de una globalización privada de gobernanza a escala mundial, las reglas rígidas de constitución económica de la zona euro no parecen, sin embargo, haber actuado como factor de dinamización económica relativa. En efecto, la zona euro es una paradoja institucional (Creel et ál., 2007: 252): ninguna otra parte del mundo ha desplegado tantos esfuerzos desde los años noventa para edificar unas instituciones económicas eficientes y en ninguna otra parte del mundo desarrollado han sido tan decepcionantes los resultados alcanzados en materia de crecimiento. Europa se viene confirmando como uno de los eslabones más débiles del crecimiento mundial desde la década de los noventa.

La iniciativa de organización del nuevo espacio de valorización del capital, cuyo componente financiero era cada vez más relevante, incumbía a unos mercados competitivos y eficientes; se le asignaba un papel subsidiario a la intervención pública y se iban desgastando los paradigmas de la actuación contracíclica de inspiración keynesiana. Las crisis parecían pertenecer al pasado.

Pero, por canales directos e indirectos, la crisis inmobiliaria iba a derivar en una crisis mayor del sistema financiero. De ahí se iba a expandir hacia los principales sectores de actividad e impactaría muy negativamente sobre el empleo. La crisis financiera y crediticia, producto de una asunción excesiva

de riesgos múltiples, había mutado en recesión económica y los organismos internacionales habían de proceder a una revisión continua, cada vez más pesimista, de sus anteriores previsiones.

2. “DESMATERIALIZACIÓN” DE LA ECONOMÍA, CRISIS Y “DUMPING” SALARIAL.

El componente financiero, que había adquirido la primacía en la configuración del nuevo orden económico, iba a actuar como desencadenante de la mayor crisis del capitalismo desde los años treinta. Iba a quedar desmentida por los hechos la teoría dominante según la cual la liberalización de los mercados financieros favorecía una afectación óptima del factor capital a escala mundial. En realidad, la liberalización de los movimientos de capitales (LMC) hace que el modelo de acumulación actual ya no descansa de forma prioritaria en la modernización de los procesos productivos e instituciones sociales como bajo el reinado del modelo fordista. La situación de los asalariados se va a deteriorar en términos relativos al capital.

El desplazamiento de la dominación hacia las finanzas, cada vez más autónomas respecto de la esfera real de producción, va a repercutir en los criterios de gestión y de gobernanza de la economía y de las empresas. Estando crecientemente dominados los mercados por las finanzas internacionales, que se han ido distanciando cada vez más de la economía real, tras que el valor de los instrumentos financieros de diversa índole haya pasado a exceder con creces el valor real de los activos en que se basan, y tras haberse impuesto desde los años noventa la cultura de la creación de valor para el accionista, dichos mercados tienden a comportarse de forma anárquica.

Las crisis financieras pasan a ser recurrentes y ganan en intensidad desde la década de los noventa en que se generaliza la LMC y la práctica desregulación total de los segmentos más especulativos del mercado. Desde que la economía tiende a desmaterializarse, al autonomizarse las finanzas de los flujos reales, las crisis han dejado de ser una anomalía del sistema para formar parte de su ser. Así, por ejemplo, la llamada “crisis asiática” ya fue una expresión inquietante de la envergadura global que podían alcanzar las crisis monetarias y financieras en un sistema escasamente regulado y transparente. Corolario de la liberalización e internacionalización financieras es el aumento del riesgo de insolvencia de ciertas entidades financieras como consecuencia de una excesiva exposición al riesgo en mercados que, debido a la multiplicación de los nuevos instrumentos financieros y técnicas de ingeniería financiera, han dejado prácticamente de estar regulados. Los avances en el campo de las finanzas han contribuido a acelerar el crecimiento económico mundial mediante la distribución del riesgo pero la creciente desregulación ha fragilizado el sistema al impedir una correcta valoración de dichos riesgos y al propiciar una mayor inestabilidad económica. Como apuntara Stiglitz (2002), una liberalización prematura del mercado de capitales a corto plazo, antes de que se hubiesen desarrollado las estructuras reguladoras apropiadas, empujaba a los bancos a conceder

una masa excesiva de créditos sin la suficiente consideración del riesgo y aumentaban las probabilidades de una crisis financiera y económica.

El hecho de que las crisis financieras pasaran a ser consustanciales al sistema debería haber favorecido una mayor intervención de los poderes públicos para prevenirlas o limitar su alcance y efectos sociales más negativos, al igual que debería haber fomentado una reflexión en torno a los elementos centrales de la llamada *nueva arquitectura del sistema financiero internacional*. Ahora bien, esta tarea resultaba ardua debido a que:

“El debate sobre la arquitectura financiera internacional se refiere a varias dimensiones esenciales: reacciones deseables ante la movilidad internacional de los capitales, gestión de la apertura financiera de los mercados emergentes, debates que subrayan la ausencia de un auténtico prestamista internacional en última instancia, progresos a realizar en materia de reglamentación y de supervisión bancaria y financieras internacionales”. (Bergsten et ál., 1999:10).

En la actualidad, a una crisis financiera provocada por los excesos en materia de endeudamiento-apalancamiento de las instituciones de crédito, empresas y particulares, se le ha sumado una crisis económica de tipo keynesiano que hunde sus raíces en el necesario desendeudamiento del conjunto de los agentes económicos, desvanecimiento del “efecto riqueza” asociado a la caída del precio de los activos mobiliarios e inmobiliarios, retracción de la inversión, fuerte deterioro del empleo y mayores restricciones salariales. Fenómenos que sólo son compensados parcialmente por la merma de los tipos de interés y mayores impulsos fiscales y presupuestarios. La economía real, como era obvio, no ha podido eludir la trampa de unas finanzas globalizadas y el sector financiero se ve, a su vez, afectado negativamente por los efectos retorno muy adversos vinculados a la recesión económica que induce.

Además, la crisis actual tiene otra particularidad: no sólo es global porque se traslada del sector inmobiliario al crediticio, y de ahí a todos los demás sectores de actividad, sino también porque, a diferencia de la crisis asiática de 1998, halla su núcleo duro en los países centrales del capitalismo para, desde ahí, irradiar si bien con menor intensidad hacia la periferia. Las economías emergentes, en contra de las teorías optimistas del “desacople”, van a estar afectadas por una crisis que tiende a adquirir carácter sistémico y que refleja las fisuras en el sistema de interdependencias económicas y de valorización del capital a escala mundial. A este respecto cabe destacar que la construcción europea ha dejado de actuar como el escudo protector invocado por muchos analistas y políticos.

Las carencias crecientes en materia de regulación de unos productos financieros cada vez más complejos y sofisticados colocados fuera del balance de las entidades de depósito para no consumir capital regulatorio, el creciente

apalancamiento financiero como fuente de beneficios y de creación de valor para el accionista, el estímulo a los descomunales sueldos variables de los ejecutivos, el comportamiento irresponsable de las agencias de rating, han provocado una de las mayores crisis global del capitalismo. Sin embargo, era obvio que el sistema se dirigía al precipicio si, con niveles de apalancamiento que podían superar hasta las 50 veces en el caso de los bancos de inversión (activos hasta 50 veces superiores al capital, financiados con deuda), se revelaba errónea la hipótesis de base según la cual no se podía contraer el precio de la vivienda. Cuando se produjo el cambio de tendencia del mercado inmobiliario, la deuda acumulada por esas entidades se hizo insostenible. Cayeron en la insolvencia al carecer de activos suficientes respecto de su deuda y restringieron el crédito a la economía. La traslación de la crisis financiera a la economía real ha hecho que el empleo, el consumo y las inversiones se hayan contraído, tanto más cuanto que todos los agentes están inmersos en una lógica de desendeudamiento.

Luego, pese a ser una crisis global, las actuaciones macroeconómicas de las varias administraciones han adolecido de coordinación como muestran las diversas modalidades de gestión de la política monetaria. Así, la eurozona, pese a ser una de las áreas más afectadas por la crisis internacional, ha tenido que digerir los efectos de una política monetaria de tiempos equivocados, como demostró la subida sorprendente de los tipos de interés hasta el 4,25% en julio de 2008, se ha visto lastrada por las incongruencias del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento y el respeto ciego a una política de la competencia que trababa una mayor recomposición y dinamismo del tejido industrial.

TABLA 1: PREVISIONES DEL FMI.

	PIB real			IPC		Tasa		Desempleo
	2008	2009	2010	2008	2009	2008	2009	2010
EEUU	1,1	-2,8	0,0	3,8	-0,9	5,8	9,9	10,1
Zona euro	0,9	-4,2	-0,4	3,3	0,4	7,6	10,1	11,5
Alemania	1,3	-5,6	-1,0	2,8	0,1	7,3	9,0	10,8
Francia	0,7	-3,0	0,4	3,2	0,5	7,8	9,6	10,3
Italia	-1,0	-4,4	-0,4	3,5	0,7	6,8	8,9	10,5
España	1,2	-3,0	-0,7	4,1	0,0	11,3	17,7	19,3
R.Unido	0,7	-4,1	-0,4	3,6	1,5	5,5	7,4	9,2
Japón	-0,6	-6,2	0,5	1,4	-1,0	4,0	4,6	5,6

Fuente: *World Economic Outlook*, abril 2009.

Pese a poder actuar como lastre, tienden a ser percibidos (Fitoussi, 2007; Le Cacheux, 2007), como los “bienes públicos” fundamentales respecto del pleno empleo, de la cohesión económica y social, de la protección del medio ambiente... Errores de política macroeconómica y de regulación de los mercados financieros han suscitado comportamientos inadecuados en los

mercados inmobiliario y financiero, tanto más cuanto que se infravaloraron los riesgos asociados al exceso de liquidez en el ámbito mundial. Luego, *las varias opciones de salida de crisis* condicionados por los déficits y la acumulación de deuda pública, son susceptibles de consolidar las fuerzas más hostiles con la herencia del “modelo social europeo”. Bajo pretexto de mejora de la competitividad, la salida de crisis puede desembocar en un cuestionamiento creciente de los logros sociales alcanzados por los trabajadores de los países más desarrollados en un contexto de paro masivo y en un incremento de las desigualdades sociales. El modelo social europeo ya tendía a ser asimilado por los poderes políticos y económicos con la supervivencia de unos arcaísmos nacionales incompatibles con los retos de la competencia. En la actualidad, la necesidad de pesar sobre los costes para rebajar los precios e intentar mantener los beneficios empresariales podrían añadir una mayor presión negativa sobre el empleo y los salarios.

Las nuevas condiciones de competencia vuelcan sobre los asalariados el mayor peso del ajuste (Aglietta y Berrebi, 2007:131). Esta restricción salarial será aún más intensa en el corto plazo de la crisis y será presentada, pese a que incida negativamente en la capacidad de gasto de los particulares, como condición para la mejora del margen empresarial. Nuestras sociedades, inmersas en una crisis profunda, manifiestan una menor exigencia de equidad redistributiva y una mayor tolerancia hacia la desigualdad.

Y, sin embargo, tras la crisis financiera y económica actual se ocultan también los excesos cometidos en materia de desregulación del mercado de trabajo, considerado como arquetipo de mercado rígido que impediría alcanzar los resultados económicos de Estados Unidos. También eran denunciados los excesos en materia de protección social y los costes de competitividad asociados a la misma. Los países desarrollados, entre los cuales destacan los países europeos, parecen decantarse por la estrategia no cooperativa de la desinflación salarial competitiva para contener la inflación y elevar la rentabilidad del capital. Sin embargo, cabe el peligro de que unas políticas salariales restrictivas profundicen en las tendencias deflacionistas que, más allá de episodios caracterizados por el encarecimiento de las materias primas, ya subyacían al nuevo modelo de acumulación. Asimismo, contribuye tanto más dicha estrategia competitiva no cooperativa a debilitar la intensidad del crecimiento en los demás países europeos cuanto que es adoptada por un país de gran dimensión económica (Moatti, 2006:41).

“Nuestra sociedad puede conservar su nivel de riqueza y el pleno empleo puede ser alcanzado obligando a los asalariados a aceptar depender de empleos peor remunerados y más precarios. Y puesto que nadie contempla seriamente que el nivel de vida de nuestras sociedades de abundancia pueda decrecer, esto equivale a decirles a las categorías más pobres que han de aceptar mayores sacrificios para incrementar aún más la riqueza de la nación. En contrapartida podrían ser pagados gracias a

que la economía vuelve a reencontrarse con el dinamismo pero en el contexto de una menor cohesión social y de una economía que ha pasado a ser más proclive a la desigualdad... Durante los períodos de crecimiento duraderamente “blando”, la protección social podría acarrear un incremento del endeudamiento público y/o una mayor presión sobre las rentas de actividad: el Estado providencia podría pues ser percibido como insostenible en período de paro, puesto que desemboca en un incremento del coste de la mano de obra en el preciso momento en que, por el contrario, convendría rebajarlo. Entonces, al hacer recaer el grueso del ajuste sobre el sistema de protección social, las políticas macroeconómicas restrictivas revelan su eficacia, a poco que se comprenda que su objetivo implícito es elevar el grado de desigualdad –es decir favorecer la adaptación a las nuevas normas sociales. Se podría incluso afirmar que este objetivo ha pasado a ser explícito tal es determinante la referencia de los tratados europeos a la competencia y tal ha pasado a ser un leitmotiv la insistencia por parte del BCE, en sus boletines mensuales, a la moderación salarial. Si las palabras conservan un significado, el recrudescimiento de la competencia en el mercado de trabajo en período de paro sólo puede desembocar en una reducción de la renta de los asalariados menos cualificados y una mayor precariedad de su condición” (Fitoussi, 2007: 116-117).

3. DESENCADENANTES DE LA CRISIS FINANCIERA Y ECONÓMICA INTERNACIONAL.

3.1. SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA DE GREENSPAN Y SUS CONSECUENCIAS ECONÓMICAS.

El crecimiento norteamericano se vio alentado por la política monetaria acomodaticia de la Fed entre 2001 y junio de 2004. La estrategia defensiva de la Fed se centró en compensar el impacto de la caída de la bolsa mediante una promoción de los mercados inmobiliarios y de bonos.

La política monetaria había de garantizar una liquidez abundante al sistema financiero, estimular los gastos de los particulares y abaratar el coste de la inversión aminorando el coste asociado al excesivo endeudamiento de las empresas a partir de la segunda mitad de los años noventa. La fuerte bajada de los tipos de interés, que pasaron a ser negativos en términos reales, dio lugar a un incremento de la riqueza inmobiliaria que permitió a los hogares contrarrestar la pérdida de valor de sus activos financieros entre 2000 y 2002. Esta apreciación de los activos inmobiliarios junto con la fuerte creación de empleo iba a alentar el endeudamiento de los particulares. Utilizarían el incremento de valor de su colateral para acceder a nuevos créditos. También se iba a imponer un creciente apalancamiento de las instituciones financieras.

La perspectiva de aumento continuo del precio de los activos inmobiliarios recalentaría dicho mercado y propiciaría el fenómeno de las “*subprime*”. La solidez del edificio descansaba sobre la hipótesis de que los tipos no subirían y que iba a proseguir la revalorización del activo. La caída de los tipos de interés impulsó la concesión de créditos hipotecarios indiscriminados, su titulización y la emisión de deuda corporativa. En un entorno de exceso de liquidez, existía una abultada demanda de activos considerados de elevada calidad crediticia según la calificación concedida por las agencias de rating que participaban del negocio. Además, al estar inmersos muchos países en procesos de consolidación presupuestaria, los volúmenes de deuda pública tendían a escasear. Atender una demanda financiera creciente iba a fomentar la más compleja de las ingenierías. Se empaquetaron y colocaron en el mercado deudas de diversa índole. Muchos productos carecían de marco regulatorio y la maximización de las ganancias llevó a muchas entidades a sobreendeudarse para adquirir estos activos. La banca de inversión, no sometida a la supervisión de la Reserva Federal en términos de coeficientes de liquidez y de solvencia, iba a llevar su nivel de apalancamiento hasta niveles desconocidos.

“La banca de inversión, al carecer de controles, puede apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial y, de esta manera, beneficiarse del alto precio sombra de la regulación financiera. En un mercado con tipos de interés negativos y los precios de los activos inmobiliarios creciendo a dos dígitos, la tentación de crear instrumentos que permitieran financiar el crédito inmobiliario para luego colocarlo entre inversores ávidos de rentabilidad, era inmensa”. (Nadal, 2008:21).

Si cambiaba el sesgo de la política monetaria y se derrumbaba el mercado inmobiliario, se produciría una masiva insolvencia de compradores y una caída en picado del valor de los instrumentos financieros vinculados a dicho mercado. Se tornarían ilíquidos y se generalizaría la desconfianza en el mercado interbancario. Al cerrarse el mercado de crédito, se agravarían los problemas de financiación del sector inmobiliario, lo cual incidiría muy negativamente en la propia solvencia del sistema financiero.

Pero pese a endurecer la Fed su política monetaria a partir de junio de 2004, los tipos largos no recogieron la subida de los tipos cortos (exceso de liquidez mundial hasta 2007, credibilidad del sistema financiero norteamericano, demanda de títulos largos certificados sin riesgo por parte de las instituciones colectivas de ahorro...).

“Al favorecer los movimientos de capitales, la liberalización financiera ha favorecido una mayor desconexión entre el ahorro y la inversión a escala mundial y ha permitido por lo tanto una financiación a menor coste de los déficit exteriores” (Blot, Cochard, Le Bayon, 2007:177).

Ello se debía también a que se anticipaba que los cambios estructurales (mayor competencia en los mercados, progresos tecnológicos y ganancias de productividad, importaciones masivas de productos manufacturados de países con bajos costes, moderación salarial ante las amenazas de deslocalizaciones, precariedad laboral, desindexación salarial...) permitirán controlar la inflación a largo plazo.

Así pues, las nuevas condiciones de acumulación han hecho que la política de crédito fuera más acomodaticia de lo que reflejaba la actuación de la Fed. Pero la equiparación entre tipos cortos y largos, tanto en Estados Unidos como en Europa, no dejaba de ser problemática. Ha estimulado los gastos desmesurados en capital cuya rentabilidad se veía acrecentada. Pero, además,

“La casi igualdad entre los tipos cortos y los tipos largos no deja de plantear serios problemas. Por una parte, fragiliza sensiblemente la rentabilidad y el equilibrio de los bancos (que piden prestado a corto y prestan a largo). Por otra parte, le resta cualquier margen de maniobra a la política monetaria, transformando en particularmente peligrosa la continuidad de los incrementos a la vez que neutraliza sus efectos presentes sobre la inflación” (Le Héron, 2006:38).

La globalización financiera y el exceso de liquidez internacional, vinculado al sobreendeudamiento norteamericano, le restaba eficacia a los canales de transmisión de la política monetaria que se ha visto impedida a alcanzar su objetivo al crearse una desconexión parcial entre los tipos cortos y los tipos largos.

“El esquema explicativo más convincente es sin embargo el de un proceso mediante el cual el proceso de endeudamiento americano provoca un exceso de liquidez mundial que mantiene los tipos de interés a un nivel anormalmente bajo y alimenta la subida de los precios de los activos y que por lo tanto, in fine, degrada la transmisión de la política monetaria en Estados Unidos” (Borgy, 2006:11).

La política de Greenspan de dinero barato y riesgos diversificados iba a crear una burbuja inmobiliaria en Estados Unidos que se trasladaría a los mercados financieros mundiales mediante la eclosión de los productos financieros basados en activos inmobiliarios y auge de los fondos más especulativos. Esta situación resultaba tanto más preocupante para el equilibrio de las finanzas internacionales cuanto que los déficit gemelos norteamericanos ya tensaban la relación ahorro/inversión mundial y constituían una amenaza para la continuidad del proceso de crecimiento y su sostenibilidad.

3.2. APALANCAMIENTO FINANCIERO DE LAS EMPRESAS: UN FACTOR CENTRAL DE CRISIS.

El bajo coste de la financiación y las facilidades de crédito han estimulado un mayor endeudamiento de las empresas. Han acudido de forma masiva a la palanca del endeudamiento para elevar su rentabilidad y proceder a un reparto generoso de dividendos. Ello ha empujado la cotización de unas empresas que utilizaban sus acciones como garantía para lograr nuevos préstamos. Su apalancamiento financiero pasaba a ser desmesurado al ser inferior el coste de la deuda a la rentabilidad económica (ratio entre resultado de explotación tras impuestos y la suma de los fondos propios y de la deuda). Pero si cambiaba el sesgo de la política monetaria y se producía una depreciación del valor de los activos adquiridos, las empresas y los fondos de inversión endeudados a tipos variables estarían afectados muy negativamente. La carga de la deuda resultaría excesiva respecto del valor de mercado de sus activos y se debilitaría el balance de los bancos. “La creación de valor procede pues de una lógica de desequilibrio instaurada en objetivo permanente” (Aglietta y Berrebi, 2007: 41). Los mercados bursátiles se darían la vuelta y las empresas ya no podrían desgajar los flujos financieros necesarios para hacer frente a los pagos de la deuda. Antes deseaban endeudarse y ahora desean desendeudarse. Están sometidas a una restricción contradictoria en esta fase adversa del ciclo financiero: han de recortar sus inversiones y lograr beneficios abundantes que incorporar a los recursos propios para atenuar los efectos del apalancamiento financiero. De ahí unas mayores restricciones sobre el empleo y los salarios para reducir los costes laborales unitarios.

3.3. DE LA CRISIS DE LAS “SUBPRIME” A LA CRISIS DEL SISTEMA FINANCIERO.

El núcleo central de la crisis no se halla tanto en el crecimiento de los impagados hipotecarios como en el entramado financiero erigido sobre las hipotecas inmobiliarias. Más preocupante que la morosidad de las hipotecas de baja calidad resultaba la multiplicación de las pérdidas de quienes habían invertido en títulos vinculados al pago de esas hipotecas que ofrecían jugosas rentabilidades a los gestores de los fondos y a sus partícipes. Para ello, no dudaron en abusar del apalancamiento financiero. Estas titulizaciones, consideradas como activos de máxima calidad, han sido el medio privilegiado de financiación hasta la crisis que estalla en agosto de 2007.

El modelo no había incorporado los riesgos inherentes al mercado primario (la vivienda) pero la crisis de las *subprime* se habría reducido al mercado inmobiliario de no mediar un proceso generalizado de titulización de los empréstitos por parte de los bancos. Habían distribuido estos productos complejos a un gran número de inversores internacionales y los habían utilizado para refinanciarse y poder distribuir mayor cantidad de créditos.

El valor teórico de los diversos derivados excedían en muchas veces el valor de los activos reales. Pero los grandes bancos y fondos de inversión

no sólo habían llenado su balance con activos basados en las titulaciones de hipotecas basura sino que se habían apalancado para maximizar sus ganancias. Así, esta crisis se iría propagando más allá del segmento *subprime* hasta alcanzar al conjunto del sector financiero mediante, por ejemplo, la expansión descontrolada de los *Credit Default Swaps* (CDS) y de ahí irradiaría al conjunto de la economía.

Al caer el mercado hipotecario, se han originado pérdidas abultadas que han lastrado el balance de las instituciones financieras. De ello ha derivado una necesidad de recapitalización de las mismas y una contracción del crédito. La crisis financiera ha secado los mercados de crédito y el mercado interbancario. Los bancos, incapaces de revender sus activos vinculados al crédito inmobiliario, activos cuyo valor (*mark to market*) no paraba de contraerse, han pasado a colocarse en el corazón de la tormenta a varios niveles: han intervenido directamente en el mercado hipotecario norteamericano, han adquirido títulos y han consentido préstamos a clientes para financiar operaciones en el mercado de la titulación. Se han visto golpeados por las dificultades o quiebra de los fondos a los que habían prestado, como consecuencia de la depreciación generalizada de los colaterales, y padecen pérdidas causadas por los compromisos explícitos o implícitos que habían contraído hacia dichos fondos. El número de actores implicados es pues elevado, vía titulaciones y apalancamiento, aunque no hayan operado directamente sobre el mercado hipotecario norteamericano. Las pérdidas han mermado el capital de unos bancos que, al tener dificultades para financiarse en el mercado interbancario o mediante la emisión de productos estructurados, han reaccionado recortando sus líneas de crédito. La “seguridad” asociada al rating AAA había pasado a ser una trampa de efectos mortíferos. Si los bancos no lograban traspasar esos préstamos a inversores institucionales, quedarían en el activo de su balance, lo cual limitaría tanto más su capacidad de crédito cuanto que su capacidad de préstamo ya era restringida al haber comprometido grandes cantidades de capitales para financiar las operaciones corporativas.

Así, José Carlos Díez (2008) se refiere al “*desacelerador financiero*”. La reducción del precio de la vivienda, y por contagio de la mayor parte de los activos, merma la capacidad de endeudamiento de las familias. Las empresas tienen mayores dificultades para conseguir nueva financiación, tanto más cuanto que los problemas de liquidez de las entidades financieras provocan una mayor restricción crediticia. Los efectos son devastadores sobre el empleo. Limitada su capacidad de endeudamiento, desvanecido el efecto riqueza y cobrando mayor protagonismo las inquietudes ante el empleo y los salarios, las familias optan por normalizar su situación financiera y reducen sus gastos de consumo. La crisis se traslada a la economía real y ahonda en las propias dificultades del sistema financiero.

3.4. CRISIS DE LIQUIDEZ/SOLVENCIA Y PAPEL DIFERENCIADO DE LA FED/BCE.

La crisis del interbancario y los problemas de liquidez y hasta de solvencia de muchas entidades financieras llevarían a los principales bancos centrales a actuar como prestamistas en última instancia: inyectarían grandes cantidades de liquidez, rebajarían la calidad de las garantías prendarias exigidas y alargarían los plazos de refinanciación. Los bancos centrales intentaban estabilizar y rescatar el mercado de crédito. Lo cual, por cierto, les hace ser más sensibles a lo que vayan a ser las oscilaciones del ciclo económico.

Pero mientras la Fed, erigida en principal fuerza de gestión de la crisis, optaba por el máximo activismo, rebajando de forma continua y agresiva sus diversos tipos, y rescataba los bancos de inversión, el BCE, preso de sus fobias inflacionistas y de los llamados efectos de segunda ronda de tipo salarial, ha mantenido durante demasiado tiempo su sempiterno discurso sobre los riesgos de deriva inflacionista. Así su Presidente afirmaba, dogmáticamente, el 23 de enero de 2008, en su comparecencia ante el Parlamento Europeo:

“En todas las circunstancias, pero incluso más en particular en períodos exigentes de importantes correcciones del mercado y turbulencias, el Banco Central tiene la obligación de anclar sólidamente las expectativas de inflación para evitar más volatilidad en mercados ya altamente volátiles”.

Este enfoque restrictivo de la política monetaria, que ha contribuido a profundizar en la crisis en la eurozona, se ha venido manteniendo desde la génesis de la Unión Monetaria Europeo. Se ha negado que dicha política, que habría de ceñirse a garantizar la estabilidad de los precios, pudiese tener actuación contracíclica.

“Lejos de involucrarse directamente en la lucha contra el desempleo, la mejor contribución que la política monetaria europea puede hacer a la promoción del crecimiento económico y del empleo es configurar un marco duradero de estabilidad nominal. Una eventual relajación de las condiciones monetarias, con la pretensión de estimular la actividad económica, en contradicción con lo que resultaría compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios, sólo conseguiría, en el caso más favorable, una efímera mejoría de las condiciones económicas, a costa de incrementar permanentemente la inflación y conducir, con toda probabilidad, a una posterior recesión” (Rojo, 1999:34).

En fechas recientes, y pese a estar ya en el umbral de la gran crisis financiera y económica, podía declarar un miembro destacado del BCE:

“Existe un amplio consenso en cuanto a que el objetivo primordial de la política monetaria ha de ser el mantenimiento de la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Así pues, la política monetaria ha de actuar como ancla de las

expectativas de inflación, lo que aumentará la transparencia de los mercados, facilitando así el ajuste necesario de los precios relativos en los distintos países y sectores cuando se produzcan perturbaciones económicas. La implicación del argumento es obvia: asignar a la política monetaria el papel adicional de abordar directamente la cuestión del equilibrio relativo entre los sectores o regiones del área monetaria sobrecargaría de modo ineficiente dicha política en detrimento de su objetivo primordial” (González-Páramo, Hernández de Cos, 2007:13).

El BCE, preso de la ideología monetarista, descarta cualquier posibilidad de arbitraje a largo plazo entre inflación y paro. Esto le ha llevado a mantener una gestión superada de la política monetaria centrada en los movimientos a corto plazo de los precios, más allá de las tendencias estructurales de fondo que determinan su evolución.

“Su focalización en la lucha contra la inflación descansa sobre principios válidos hace veinte años, mientras que en la actualidad la competencia mundial ejerce una presión duradera sobre los precios de los productos. Por el contrario, el BCE no sabe gestionar los movimientos de los precios de los activos financieros, ni los tipos de cambio. La política monetaria ha de integrar estas nuevas coordenadas y ha de contribuir de forma coherente al logro de los tres objetivos de Lisboa: crecimiento, competitividad y empleo” (Herzog, 2006:62).

Así, se decantaba, de forma inconsistente, por mantener los tipos y por proceder a inyecciones masivas de liquidez. Incluso, asustado por el repunte coyuntural del IPCA, subió erróneamente el tipo de intervención hasta el 4,25% en julio de 2008, lo cual le añadiría tensiones al euríbor y agravaría las tendencias recesivas ya ancladas en la economía. Pero tuvo que rendirse a la cruda realidad a partir de octubre de 2008. De hecho, los grandes bancos centrales del mundo hubieron de acelerar los recortes de sus tipos a partir de septiembre de 2008. Al final, la Fed los dejaría en una horquilla del 0%-0,25% y el BCE, rompiendo con su consabida ortodoxia monetaria, hubo de recortarlos hasta el 1%. Pero el BCE volvía no obstante a insistir sobre la importancia de cumplir con las obligaciones de sostenibilidad de las finanzas públicas, lo cual sonaba a sarcasmo toda vez que los poderes públicos habían de endeudarse masivamente para rescatar un número creciente de instituciones financieras privadas. Y, por supuesto, reiteraba su consabida fórmula de ajuste referida a acometer mayores reformas flexibilizadoras del mercado de trabajo.

La recesión ha dado lugar a un recorte drástico del precio de las materias primas y a una contracción del consumo privado que está llevando a las principales economías del mundo a bordear el riesgo de la deflación. Ante eso, los bancos centrales, y sobre todo la Fed, han optado por elevar su oferta

monetaria. Habiendo extraído las lecciones de la Gran Depresión, han acudido al rescate de los bancos, participan de su recapitalización y han garantizado los depósitos para evitar una contracción de la oferta monetaria que convertiría la recesión en depresión.

Sin embargo resulta dudoso que la relajación monetaria vaya a estimular el consumo en un contexto de paro y de fuerte moderación salarial, corrección del sobreendeudamiento anterior y de restricción crediticia. Los tipos de interés, por potente que sea la herramienta, no son la solución mágica a todos los problemas de la economía actual. Hasta que las familias, empresas y bancos no hayan purgado los excesos cometidos y reducido su deuda y hasta que no se normalice la situación en el mercado de trabajo y en el interbancario, el consumo y la inversión no se van a relanzar. Es posible además, como se está observando, que la bajada de los tipos de interés directores no restablezca los canales de financiación interbancaria. Si la bajada de los tipos no se traslada a los consumidores y empresarios y es utilizada para mejorar el balance de los bancos, entonces las políticas monetarias han de estar secundadas por una política de estímulo presupuestario. La estrategia de reactivación económica de los bancos centrales se está viendo limitada. Como apuntara Keynes, se puede llevar el burro al abrevadero pero no se le puede forzar a beber.

4. CRISIS SISTÉMICA Y NEOINTERVENCIÓNISMO.

Esta crisis global ha revelado los peligros del endeudamiento-apalancamiento financiero excesivo, las inestabilidades asociadas a una ingeniería financiera distanciada de la lógica productiva, las carencias en materia de regulación, supervisión y valoración del riesgo. Supone un punto de llegada a los excesos cometidos desde los años ochenta en materia de liberalización y desregulación de los mercados.

La crisis de unas instituciones financieras que se justificaban aduciendo que contribuían a gestionar el riesgo y a asignar el capital con la máxima eficacia, cuando los productos de una extrema complejidad inventados por los financieros han servido a crear el riesgo, amenazaba con sumir a la economía mundial en una profunda depresión económica. Ante la envergadura adquirida por la crisis, las autoridades monetarias y políticas se vieron obligadas a adoptar medidas heterodoxas, impensables hace tan sólo escasos meses que alteran en profundidad las reglas del juego conocidas hasta entonces.

Tuvimos el Plan Paulson que, en su versión inicial, proponía crear una agencia estatal destinada a comprar los activos "tóxicos" de las instituciones de crédito. Los créditos contaminados saldrían de los balances de los bancos. Este Plan fue rechazado por el Congreso y, tras la presentación de diversas enmiendas, se optó por la compra directa de acciones preferentes (sin derecho de voto a cambio de un dividendo, lo cual es sorprendente) para reforzar el capital del sector bancario privado, que pasaba de forma encubierta y vergonzante a ser parcialmente nacionalizado. Pero cabe destacar que incluso con anterioridad a la quiebra de Lehman Brothers, que activaría la alarma de la crisis sistémica,

tanto en Estados Unidos como en Europa, las autoridades norteamericanas, tanto presupuestarias como monetarias, ya habían comprometido en conjunto más de un billón de dólares para parchear el sistema. Además, expresión de la intensidad de la crisis, el coste de asegurar la deuda corporativa, medida a través de los *credit default swaps*, mercado desregulado y no sometido a la supervisión de ningún organismo, que sólo en Estados Unidos movía más de 55 billones de dólares, subió a niveles desconocidos.

Al igual, como adelantó Europa, el Estado procedería a avalar las nuevas emisiones de deuda de los bancos. Pero la actuación más heterodoxa iba a incumbirle a la Fed. Así, tras haber acordado adquirir directamente pagarés de empresa para suplir las limitaciones del crédito, no dudaría, a finales de noviembre de 2008, en darle a la máquina. Creaba 800.000 millones de dólares que habían de ser trasladados a los mercados financieros y a créditos a familias y empresas. Elevaba su oferta monetaria para comprar deuda tóxica basada en activos hipotecarios, función que se había arrogado inicialmente el Tesoro. En marzo de 2009, se volvía a comprometer a adquirir Bonos del Tesoro de entre 2 y 10 años por un importe de 300.000 millones de dólares hasta octubre de 2009. Esta medida heterodoxa entre las heterodoxas, precedida por la intervención de los grandes bancos de inversión en Estados Unidos y ciertos bancos hipotecarios o comerciales en Europa, resultaba sólo entendible si se anticipaba que la economía se iba a deslizar por la senda de la deflación y que el margen de maniobra de la política monetaria tendía a agotarse por el lado de los tipos de interés. Mientras el plan Paulson apelaba en última instancia al contribuyente y conducía a una recapitalización lenta y de efectos inciertos, la Fed acudía a lo que eufemísticamente se denomina “expansión cuantitativa” de la base monetaria. La compra de activos financieros ya no se llevaría a cabo mediante la emisión de deuda, como en el caso español, sino apelando a una expansión monetaria directa. No parece que el BCE, sin que se pueda descartar esta opción, esté dispuesto a ir tan lejos.

Las autoridades se han visto obligadas a establecer planes masivos de salvamento de sus respectivos sistemas financieros. La banca necesitaba ser recapitalizada tras haber sido destruidos sus recursos propios por la crisis inmobiliaria, por la de las titulizaciones, por las minusvalías en los activos financieros, por el incremento de la mora de los particulares y empresas etc... Todo lo cual elevaba sus necesidades de mayores provisiones. No pudiendo apelar a los mercados o habiéndolo de hacer a un coste muy elevado, se requiere la intervención decidida de los poderes públicos. Así pues, más allá de las variantes nacionales, los gobiernos han tendido también a introducir garantías sobre los empréstitos de los mercados interbancarios: los bancos han de tener la seguridad de que cuando se prestan recuperarán su capital en caso de *default* de aquel al que han prestado.

Pero la política monetaria no resulta suficiente para sacar a la economía de la recesión. Así es como se han activado diversos planes de índole presupuestaria desde octubre de 2008, planes que luego han sido ampliados por la nueva Administración norteamericana que no ha dudado en incrementar el gasto

público. Los poderes públicos norteamericano y europeos se mostraban proclives a incrementar de forma significativa sus niveles de déficit y de endeudamiento para comprar activos financieros más o menos tóxicos y para activar, vía medidas fiscales y de gasto público, los varios componentes de la demanda agregada. En la hipótesis más favorable, el nivel de endeudamiento norteamericano respecto del PIB, que era bajo y en torno al 30% del PIB, habría de superar el 70% en 2009 y el déficit podría superar el 12% del PIB. En cuanto a los déficit europeos, rebasarán holgadamente el nivel del 4% en 2009 y el endeudamiento público volverá a incrementarse de forma significativa. La crisis económica, las ayudas públicas masivas a las que da lugar y el juego de los estabilizadores automáticos han hecho irreal el objetivo europeo de alcanzar el déficit cero para 2010. La política macroeconómica ha de respaldar sin complejos los varios componentes de la demanda agregada, destacando el apoyo que habría de ser brindado al consumo privado. El mejor antídoto contra el déficit público crónico sigue siendo el crecimiento, si bien éste habrá de ser reconducido según criterios de sostenibilidad medioambiental. Nada sería más destructivo para las propias finanzas públicas que el que las economías mundiales se adentrasen en una dinámica depresiva. El esfuerzo en materia de estímulo presupuestario, que habrá de comprometer a todos los países, habría no obstante de estar liderado por aquellos países que gozan de una balanza corriente excedentaria y que tan poca atención prestan a sus políticas sociales. Luego, estos programas de impulso de la demanda agregada habrían de ser coordinados a nivel internacional para evitar que el impulso beneficie a los países más conservadores en la materia. El déficit público de algunos sería el excedente de los demás.

No parece que, siendo importante el problema de la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo, lo cual no ha de ser un pretexto para la inacción en una coyuntura de emergencia, vaya a producirse un encarecimiento del crédito a nivel internacional vistos los riesgos deflacionistas asociados a la intensidad de la recesión económica. Además, cuando una casa se quema resulta más operativo apagar el incendio que preocuparse por los daños colaterales ocasionados por el agua.

Las reglas del juego parecen llamadas a cambiar en profundidad al desaparecer un bien público tanpreciado como la estabilidad financiera. Se va a ver alterada en profundidad la naturaleza del capitalismo liberal que se había impuesto desde los años ochenta. El intervencionismo es percibido como el menor de los males al haber quebrado el derrumbe de la economía el credo de la eficiencia intrínseca de los mercados. Los fondos públicos han de ser movilizados para salvar un número creciente de actividades y sectores y se concede prioridad al sistema financiero porque si se colapsa, la economía mundial se verá asolada como consecuencia de la importancia adquirida por la intermediación bancaria. Ahora bien, esta crisis profunda, cercana al *credit crunch*, ha de proporcionar también una nueva regulación del sistema financiero a escala mundial, tratándose de recortar y supervisar la capacidad ilimitada de toma de riesgo de la que han gozado las instituciones financieras.

Así, el 15 de noviembre de 2008, el G20 avanzó en la idea de estrechar la regulación de unos mercados de derivados que gozaban de una libertad de movimientos casi absoluta. Esta idea sería retomada en la reunión de Londres del G20 de abril de 2009, si bien Estados Unidos no pretendía encorsetarlos tanto como para que fuera cuestionada la iniciativa de libre mercado.

Habrà de ser redefinido el papel económico del Estado. Se necesita un nuevo mix entre mercado y Estado. Aunque muchos, como el Comisario de Asuntos Económicos y Monetarios de la UE, se muestran partidarios de incrementar el componente regulatorio del sistema financiero y recortar el de los sectores no financieros para incrementar su flexibilidad (¿Mercado de trabajo?).

Esta crisis de carácter global ha vuelto a colocar al Estado en el centro de la actuación económica y financiera y ha supuesto la quiebra de las ideologías neoliberales. Como apuntan Brender y Pisani:

“El futuro de la globalización financiera es ahora asunto de los Estados. Supone un vano esfuerzo depositar las esperanzas en transformar las finanzas y los financieros para ponerlos al servicio de la estabilidad financiera. Así como también resulta vana la idea de transformar el capitalismo para ponerlo al servicio del progreso social. Desde hace casi dos siglos, el capitalismo ha podido servir de motor al progreso social porque algunos Estados se han organizado para obligarle a ir en esa dirección. Al levantar, cada uno a su manera, unas instituciones para regularlo y una leyes para enmarcarlo, llevando a cabo unas políticas para reglar el ritmo de su actividad, los Estados han logrado, en cierta medida por lo menos, domesticar la fuerza que representa. No puede ser diferente para las finanzas, corazón mismo del capitalismo... Colocar a la globalización financiera al servicio del desarrollo económico pasa menos por una reforma de las finanzas o del capitalismo que por una redefinición del papel del Estado en el propio funcionamiento de las finanzas... ¡y del capitalismo !” (Brender, Pisani, 2009:120-121).

En cuanto a Europa, pese a las sucesivas cumbres, que involucran un número variable de Estados, únicamente está produciendo iniciativas fragmentadas de sus miembros. Pese a pretender presentarse en el G20 con una estrategias de respuesta coordinada a la crisis, el acuerdo de fachada no lograba superar los particularismos nacionales. Los Estados europeos se muestran incapaces de articular una respuesta conjunta y se decantan por una estrategia competitiva escasamente cooperativa y contraproducente defendida por Merkel.

Sin embargo, al adquirir tal envergadura la crisis económica, las autoridades europeas se han visto no obstante abocadas a darle un carácter más coordinado a sus intervenciones. El Eurogrupo, con la participación del Reino Unido, daba a

luz en octubre de 2008 a un plan articulado en torno a tres medidas centrales: seguir aportando liquidez a los bancos más dañados mediante la compra de activos “sanos”, recapitalizar las entidades con problemas de solvencia mediante inyecciones de capital por la vía de la compra de acciones, garantizar la deuda nueva de los bancos hasta el 31 de diciembre de 2009 para facilitar los préstamos a las familias y empresas. Los poderes públicos acordaban dotar de garantía a las operaciones llevadas a cabo en el interbancario. Se suponía que al eliminar el riesgo asociado a la falta de confianza entre entidades participantes desaparecía la principal causa de tensión en dicho mercado. La cuantía de los fondos comprometidos por los varios Estados miembros de la Unión Europea, de forma escasamente coordinada, rebasaba los del (*Emergency Economic Stabilization Act*) diseñado por Paulson y Bernanke. En realidad, las varias cumbres europeas han intentado dar un carácter comunitario, operación de cosmética, a lo que ya venía siendo un cúmulo de iniciativas nacionales que hacían aparecer a las instituciones europeas como las grandes ausentes en esta crisis sin precedentes. Mientras Sarkozy abogaba, siendo Presidente de turno de la UE, por una actuación conjunta que fuera más allá de la mera coordinación flexible de 27 planes nacionales, la Canciller alemana se resistía a aceptar cualquier plan de actuación que supusiera poner más dinero en la caja común de la UE. Principal contribuyente neto comunitario, abogaba más por unos impulsos nacionales que por una acción conjunta.

El último plan de la Comisión, que precisaba que abrir el grifo del gasto público “tiene un impacto positivo más fuerte para impulsar la demanda a corto plazo que las rebajas fiscales”, se fundamenta en tres pilares: coordinación de los diversos planes nacionales para que el desarrollo de los unos no entorpeciese el de los otros, incremento de los recursos a disposición del Banco Europeo de Inversiones y modificación de los reglamentos de los Fondos Estructurales y de Cohesión para agilizar los pagos a los Estados. No existe acuerdo para devolverle mayor dinamismo al consumo e inversión mediante un recorte concertado de impuestos (IVA). Sugería, por el contrario, que los Estados habrían de recortar los impuestos de sociedad para estimular la inversión en un contexto de auge del paro. En mi opinión cabría también reclamar una rebaja selectiva de los impuestos para que las familias puedan consumir.

El conjunto de los Estados miembros, incluidas las aportaciones del presupuesto comunitario, podrían comprometer en acciones comunes hasta 200.000 millones de euros (en torno al 1,5% del PIB de la UE), límite máximo impuesto por Alemania que había precisado que la UE no debía “lanzarse a una carrera millonaria para ver quién aprobaba el mayor plan anticrisis”. Al igual que la Comisión no había gozado de plan contra la crisis financiera, tampoco lo tendría contra la crisis económica. En realidad, cada Estado miembro es llamado a tener y promover su plan específico.

Esta crisis ha puesto de relieve los peligros vinculados al exceso de endeudamiento e ingeniería financiera, las carencias en materia de regulación, supervisión y valoración del riesgo. Ha revelado también que una economía

globalizada exige una arquitectura financiera y monetaria internacional renovada. Si la crisis es global requiere de un marco de regulación y de supervisión de idéntico ámbito. Ello nos lleva a redefinir el papel del FMI, el otro gran ausente de esta crisis. No existe, en momentos de incertidumbre creciente, un prestamista internacional de última instancia que sirva de avalista para abaratar el coste del endeudamiento. El FMI actual, con recursos escasos, sigue pensado para imponer una disciplina presupuestaria y fiscal a los países en vía de desarrollo y “resolver” sus problemas de financiación de la deuda externa. Mientras Europa aboga por potenciar el Fondo de Estabilidad Financiera, creado para “promover la estabilidad financiera internacional, mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y evitar que las tendencias de las perturbaciones financieras se propaguen de un país a otro”, y coordinar las regulaciones nacionales, Estados Unidos, que goza de minoría de bloqueo, no quiere ni oír hablar de un supervisor global. Reforzar los mecanismos de coordinación es lo más a lo que se muestran dispuestos. El G20 se ha movido en el terreno de la retórica y ha sido incapaz de iniciar un proceso de reordenamiento del capitalismo mundial. Así, resulta desalentador que en lo fundamental los *hedge funds*, que tanto han acudido al apalancamiento financiero y causantes de inestabilidad crónica, permanezcan fuera del sistema de supervisión pública. Sería también necesario poner coto a los capitales, productos y prácticas financieras más especulativas, algo más eficiente que desempolvar el recuerdo de la Tasa Tobin. En estos momentos, más interesante que un impuesto residual sobre los movimientos especulativos de capitales, difíciles de definir, parece la limitación por regla del mercado de los varios derivados en beneficio de los productos cash.

Luego, la intensidad de la crisis financiera y su contagio a la economía real han resucitado los paradigmas de la actuación contracíclica keynesiana. Los diversos gobiernos, incluidos aquellos que habían basado su acción en el credo liberal del todo mercado, se han visto obligados a intervenir para intentar estabilizar la economía. Como escribiera Jaime Requeijo en un análisis de las crisis “modernas” de finales del siglo XX:

“Y es posible que el keynesianismo se bata en retirada en los medios académicos pero está todavía muy presente en las políticas económicas y mucho más en la atribución, a los poderes públicos, de la gestión de las crisis” (Requeijo, 2006:23).

Las esperanzas están ahora depositadas en la política presupuestaria, pese a los riesgos de déficit y de endeudamiento, ante la evidencia de que la política monetaria no resulta suficiente para salir de la crisis y que podría incluso caer en la trampa de la liquidez si se confirman los riesgos deflacionistas.

5. CONCLUSIÓN: EJES CENTRALES DE UNAS ACTUACIONES ANTICRISIS.

Esta crisis es compleja y las soluciones propuestas caminan con retraso respecto de su dinámica porque las autoridades, carentes de la información necesaria, subestimaron su alcance y canales de difusión a la economía real.

En primer lugar, los diferentes bancos centrales habrán de seguir suministrando la liquidez necesaria para evitar el colapso del sistema financiero, el cual habrá de recapitalizarse vía una mayor ayuda pública, al igual que habrán de proseguir con su inyección directa de capital y operaciones de descuento directo de papel comercial. Habrán de dotar a la economía de aquellos mecanismos que aseguren la provisión de los medios de pago y crédito. Sólo así se podrá contener la multiplicación de las quiebras empresariales. Pero la capitalización pública habría de ir acompañada de una gobernanza directa de las instituciones rescatadas. No puede el Estado reducirse a ser mero encubridor de las malas prácticas especulativas de algunas entidades.

El retorno a un nivel elevado de préstamos se antoja lento, incluso cuando sean liberadas las entidades de sus activos más nocivos. Ello ahondará en la crisis del sector inmobiliario que sigue siendo el centro de la crisis, sobre todo en España. Según prosigue su derrumbe, proceso que aún no ha culminado, tanto menos cuanto que el empleo empeora, se produce un efecto retorno negativo sobre las propias cuentas de las entidades de crédito que habrán de proceder a mayores provisiones. Nos hallamos ante un círculo vicioso que parece difícil sea roto por los planes de las administraciones europeas y norteamericana.

Asimismo, aunque las continuas y agresivas bajadas de los tipos de interés están dejando sin margen de maniobra a la política monetaria, los bancos centrales han de mostrar su predisposición a dejarlos en cero si fuera necesario. Ahora bien, la política monetaria va perdiendo eficacia multiplicadora y podría incluso caer en la “trampa de la liquidez”, pudiéndose producir un mayor deterioro de la actividad económica en cuanto los tipos de interés se vean privados de margen. Ello provocaría un recrudescimiento del paro, nuevas caídas del consumo, nueva contracción de las inversiones etc... Además, los particulares que tendían a ser proclives al sobreendeudamiento han retraído su consumo de bienes duraderos en un contexto en el que el efecto riqueza se ha tornado negativo y las expectativas que rodean al mercado de trabajo son sombrías. Manifiestan una mayor sensibilidad hacia el ahorro, lo cual contribuye a deprimir aún más la demanda de bienes y servicios, si bien la caída de la inflación le devuelve algo de brío a la renta familiar disponible.

En segundo lugar, conviene elevar la exigencia de capital mínimo de los bancos para evitar las prácticas de apalancamiento financiero excesivo, limitar las inversiones fuera de balance y afinar la regulación y supervisión del *total de las entidades financieras* por parte de los bancos centrales. “Sin una pronta recapitalización, el desapalancamiento bancario continuaría y el crédito otorgado a la economía real seguiría disminuyendo” (Nadal, 2008: 28). En cuanto a las empresas, al experimentar mayores dificultades y habiendo

también de desendeudarse, podrían verse tentadas de imponer un recorte de los salarios que se trasladaría a los precios para no perder cuota de mercado. Lo cual acabaría produciendo una deflación generalizada con el consiguiente deterioro de la deuda real y capacidad de estímulo presupuestario de la economía. Esta crisis financiera ha derivado en crisis keynesiana que requiere un nuevo pacto de rentas en el cual no sólo se mantenga el poder adquisitivo del salario nominal sino que el salario real absorba también parte de las ganancias de productividad.

De lo anterior se deduce, en tercer lugar, la necesidad de apelar a las políticas de estímulo fiscal y presupuestario para dinamizar los varios componentes de la demanda agregada. Sin embargo, como ya se detectó en el caso japonés, mayores transferencias a los hogares podrían alimentar una mayor propensión al ahorro en un contexto de fuerte desaceleración de los precios. Así, el gasto público, más que en sus partidas corrientes, sin excluirlas, habría de centrarse en las infraestructuras socioeconómicas y tecnológicas, medioambiente, gastos de I+D+i y, en definitiva, en todas aquellas partidas susceptibles de incidir positivamente a largo plazo en la productividad del trabajo. Se trata de medidas ineludibles para contrarrestar la destrucción de empleo.

El déficit público no sólo se deteriorará como consecuencia de los estabilizadores automáticos sino también debido a las elecciones discrecionales de los poderes públicos. Dichos poderes han de actuar con contundencia. Ello plantea indudablemente el problema de su financiación y, más aún, cuando tiende a escasear la liquidez. Pero no deja de ser un problema de menor alcance en una situación de emergencia como la actual. Parece improbable que se vaya a producir en un contexto de atonía de los componentes privados de la demanda agregada un efecto “crowding-out” que incidiera en una subida de los tipos de la deuda. Los principales problemas económicos y sociales actuales no son aquellos referidos a la sostenibilidad a corto plazo de las finanzas públicas, por importante que sea el problema de su sostenibilidad a largo plazo. A este respecto, habría de ser revisada la doctrina sobre la que se ha basado hasta ayer la construcción europea. Mostraba tal desconfianza hacia las políticas discrecionales que la coordinación entre los Estados miembros ha descansado fundamentalmente en el enunciado de unas reglas presupuestarias estrictas concebidas en gran parte contra la herencia de las concepciones macroeconómicas keynesianas.

“La existencia de reglas hace que la interdependencia sea más fácilmente interpretable y disminuye la incertidumbre respecto a las políticas económicas. Pero la coordinación mediante reglas estrictas referidas a objetivos intermedios (tipo de cambio, nivel de los déficit públicos), que pueden ser utilizados como sustitutos a una coordinación discrecional más difícil de poner en obra, resulta muy peligrosa. Al limitar los márgenes de maniobra de la acción pública, las reglas evitarán los excesos y los desbordamientos pero son también susceptibles de impedir

una respuesta adecuada para hacer frente a unos shocks o a unas crisis” (Jacquet, 1998:38).

Además, la mejor coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros requeriría considerar el saldo público global de la zona euro así como su nivel de endeudamiento global en lugar de los saldos por países.

“Si se quiere evitar que la política presupuestaria de los Estados miembros pueda tener efectos negativos sobre la política monetaria de la zona euro, lo cual es la razón profunda del Pacto de Estabilidad, normalmente deberían ser consideradas las variables presupuestarias globales (saldo público global, deuda pública global) para juzgar la incidencia de la política presupuestaria sobre la política monetaria” (Vesperini, 2005:83).

La coordinación en Europa resulta no obstante difícil al no existir una concepción política federalista del proyecto de integración, el cual descansa sobre una contradicción mayor: ha minado paulatinamente las bases de la regulación nacional sin entronizar las de una regulación macroeconómica europea. Si la Unión se niega a asumirse como “gran” país económico, por falta de perspectiva política unitaria, no es de extrañar entonces que cada nación europea se conciba a si mismo como un “pequeño” país cuyo espacio de referencia ya no es Europa sino el mundo (Fitoussi y Le Cacheux, 2007). Y ello imposibilita una respuesta común a una crisis global con riesgo sistémico.

BIBLIOGRAFÍA.

- Aglietta, M. (2004): “L'économie américaine au fil du rasoir”, en: Chevalier, Jean-Marie; Mistral Jacques (Coords): *La raison du plus fort*, Robert Laffont, París.
- Aglietta, M. (2006): “Alan Greenspan ou le pragmatisme éclairé”, *Alternatives Économiques, L'Économie Politique*, 29, París.
- Aglietta, M. (2006): “La globalisation financière au défi des transformations de l'économie mondiale”; *Questions internationales*, 22, París.
- Aglietta, M. y Berrebi, L. (2007): *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob, París.
- Aglietta, M. (2008): *La crise*, Michalon, París, 2008.
- Allard, P. (2004): “Le déficit de la balance courante américaine fait-il peser un risque sur le reste du monde?”, en: *Les crises financières*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, París.

- Bergsten, F., Davanne, O. y Jacquet, P. (1999): "Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes", en: *Architecture financière internationale*, Conseil d'Analyse Economique, La Documentation Française, París.
- Blanchard, O., Pisani-Ferry, J. y Wyplosz Ch. (2005): *L'Europe déclassée?*, Flammarion, París.
- Blot, Ch., Cochard, M. y Le Bayon, S. (2007): "Des équilibres instables", *Revue de l'OFCE*, 101, París.
- Borgy, V. (2006): "L'état de l'économie mondiale", *L'économie mondiale 2006*, La Découverte, París.
- Brender, A. y Pisani, F. (2009): *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, París.
- Chevalier, J.M. y Mistral, J. (coords.) (2004): *La raison du plus fort*, Robert Laffont, París.
- Coeuré, B. (2006): "A la recherche d'une gouvernance économique"; *Questions internationales*, 17, La Documentation Française, París.
- Cohen, É. (2001): *L'ordre économique mondial: essai sur les autorités de régulation*, Fayard, París.
- Cohen, E. (2006): "Mondialisation, néocapitalisme et développement inégal", *Questions internationales*, 22, París.
- Creel, J.; Latreille, T. y Le Cacheux, J. (2002): "Le Pacte de Stabilité et les politiques budgétaires dans l'Union Européenne", *Revue de l'OFCE*, Presses de Sciences-Po, París.
- Creel, J.; Laurent, E. y Le Cacheux, J. (2007): "Politiques et performances macroéconomiques de la zone euro", *Revue de l'OFCE*, 102.
- Díez, J.C. (2008): "El fin de la Edad Dorada de la economía mundial", *Política Exterior*, 122, Madrid.
- Fitoussi, J.P. (2002): *La règle et le choix*, Le Seuil, París.
- Fitoussi, J.P. (2005): *La politique de l'impuissance*, Arléa, París.
- Fitoussi, J.P. (2007): "L'Europe, une tragédie grecque", en: L'état de l'économie mondiale 2007, *Alternatives Économiques*, Hors-série, 72.
- Fitoussi, J.P. (2007): "Le rôle des institutions et des normes sociales dans la détermination des politiques économiques", *Revue de l'OFCE*, 102.
- Fitoussi, J.P. y Le Cacheux, J.(coords 2005): *L'état de l'Union européenne 2005*, Fayard, Presses de Sciences Po, París.
- Fitoussi, J.P. y Le Cacheux, J. (2007): *L'état de l'Union européenne 2007*, Fayard/Presses de Sciences Po, París.
- González-Páramo, J.M. y Hernández de Cos, P. (2007): "Unidad en la diversidad: políticas macroeconómicas para un crecimiento estable en la Unión Monetaria Europea", *Papeles de Economía Española*, 113, Madrid.

- Herzog, Ph. (2006): *Le bonheur du voyage: Éthique, action, projets pour relancer l'Europe*, Editions Le Manuscrit, París.
- Ithurbide, Ph. (2006): "La magie de Greenspan: réalité ou vue de l'esprit?", *Alternatives Économiques, L'Économie politique*, 29, París.
- Jacquet, P. (1998): "L'Union Monétaire et la coordination des politiques macroéconomiques", in: *Coordination européenne des politiques économiques*, Conseil d'Analyse Economique du Premier Ministre, La Documentation Française, París.
- Le Héron, E. (2006): "Alan Greenspan, la stratégie de la confiance", *Alternatives Économiques, L'Économie Politique*, 29, París.
- Moatti, S. (2006): "L'euro est-il un échec?", *Alternatives Économiques*, París.
- Nadal Belda, A. (2008): "La crisis financiera de Estados Unidos", *Boletín Económico de ICE*, 2953, Madrid.
- Requeijo, J. (2006): *Anatomía de las crisis financieras*, Mc Graw-Hill, Madrid.
- Rodríguez Ortiz, F. (2004): *Europa: entre la integración monetaria y la crisis económica mundial*, Libros de La Catarata, Madrid.
- Rodríguez Ortiz, F. (2008): "La gobernanza económica: una necesidad para el crecimiento y la profundización de la integración europea", *Revista de Economía Mundial*, 18, 437-450.
- Rodríguez Ortiz, F. (2008): *Incertidumbres económicas mundiales y gobernanza económica europea*, Libros de La Catarata, Madrid.
- Royo, L.Á. (1999): "Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria", en: *El euro y sus repercusiones sobre la economía española*, Fundación BBV, Madrid.
- Stiglitz, J. (2002): "La reforma de la arquitectura económica mundial: lecciones derivadas de las últimas crisis", *Ekonomiaz*, 48, Vitoria.
- Vesperini, J.P. (2005): *Relancer la croissance de l'Europe. Propositions pour une nouvelle gouvernance européenne*, Economica, París.