

Documentos de

Josep M. Bricall

Notas sobre la crisis económica



Acción
Católica
Obrera

20

Plan de Formación-8

Josep M. Bricall

*Notas sobre
la crisis económica*



documentos

Documentos de ACO núm. 20
Primera edición: 2009



Rivadeneira, 6, 8a. planta 08002 Barcelona
Tel. 93 412 48 88 - Fax 93 318 81 87
c/e:aco@treballadors.org
<http://www.treballadors.org/aco>
Imprime: Multitext, S.L.



SUMARIO

| | |
|---|----|
| Proceso de producción y mercados financieros | 4 |
| Diversas modalidades de crisis en las economías contemporáneas | 8 |
| Las características de una crisis como la actual..... | 11 |
| El itinerario de la crisis actual..... | 14 |
| Transformaciones del sistema financiero..... | 18 |
| La actuación de las administraciones públicas..... | 26 |
| a) Primera serie de problemas: las averías del sistema financiero..... | 25 |
| b) Segunda serie de problemas: el futuro de las inversiones y el nivel de empleo..... | 27 |
| La crisis en España | 30 |

PROCESO DE PRODUCCIÓN Y MERCADOS FINANCIEROS

1 Suele hablarse de crisis económica cuando algunas magnitudes económicas –en particular la inversión y el empleo • muestran una cierta debilidad en su evolución e incluso llegan a disminuir; indican que la actividad económica se ralentiza o que se encoge el nivel de producción de una economía.

Las crisis suponen interrupciones bruscas de los procesos económicos; los efectos de estas interrupciones se difunden en el conjunto de la sociedad afectada, condicionando simultáneamente los diversos comportamientos que la configuran hasta llegar a una nueva situación y recuperar una cierta normalidad. La intensificación de las relaciones internacionales, tanto comerciales como financieras, determina el carácter internacional de la crisis, que se ha reforzado en los últimos años.

Una economía se conforma de acuerdo con decisiones tomadas en el mundo de la producción; los procesos de producción que hay que poner en marcha tienen sobre todo un alcance temporal porque hay que disponer de trabajo para aplicarlo a diferentes bienes de capital –que pueden ser materias primas, recursos energéticos, productos semi-elaborados o bienes de equipamiento– y hay que contar con ellos antes de obtener unos resultados en forma de productos, que en todo caso aparecerán más adelante. Por lo tanto,

la producción debe ser programada a partir de una previsión del futuro realizada por los empresarios; este hecho obliga a una inversión, en el sentido de que hay que anticipar unas fuentes para afrontar previamente unos gastos (por compra de materiales, pago de los salarios, contrapartidas por los servicios empleados, etc.) mientras que tardarán los ingresos que pueden extraerse hasta que se obtengan los productos y éstos tengan una demanda que asegure su venta.

En la economía actual, capitalista, las decisiones sobre la producción son tomadas por los propietarios de la empresa (en tanto que titulares o propietarios por el hecho de poseer los bienes de producción o bienes de capital) o por personas designadas por ellos y responsables ante ellos. Para invertir, los empresarios deben pedir prestado o bien utilizar parte de las ganancias obtenidas en períodos anteriores; en ambos casos, la inversión será razonable si, una vez satisfechos los gastos previos que pide el proceso de producción, es posible descontar un beneficio (calculado en porcentaje de su capital) después de devolver lo que se ha pedido prestado o, si acaso, de reponer lo que se ha invertido procedente de las propias ganancias de tiempos pasados.

Los prestadores de las empresas y de los particulares son los bancos y también otros particulares (empresas o ciudadanos individuales), de dentro o de fuera del país en cuestión. Los préstamos suelen serlo por menos de un mes –incluso por un día– o, en el otro extremo, por muchos años; en el caso de la aportación de fondos como propietarios, éstos no los recuperarán, ya que se han convertido en propietarios de la empresa y, por tanto, con capacidad de participar en el reparto de los beneficios generados. Los prestadores renuncian a recuperar durante un tiempo lo que han prestado, a cambio de un rendimiento en forma de intereses o de beneficios, pero cuando les convenga (por necesidad o oportunidad) podrán vender este derecho (activo) y recuperar lo prestado si pueden traspasar este derecho (activo) a un tercero que esté dispuesto a adquirirlo en los mercados financieros; de este modo se deshacen de un activo que es rentable y obtienen activos líquidos (el dinero).

Resulta fácil darse cuenta de que, tanto prestadores como prestatarios, asumen un cierto riesgo en el momento de contratar, porque

toda operación que implica futuro presenta el riesgo de su realización y ofrece un mayor o menor grado de incertidumbre; por eso les interesará cubrirse ante la caída de expectativas mediante otras operaciones que les protejan. Normalmente esto significará instrumentar una operación inversa a la primera, que les favorecerá en caso de posible fracaso; los activos que permitan estas operaciones (derivados) protegen ante una apuesta frente al futuro. Aunque utilizados para cubrirse ante los riesgos, los derivados se utilizan también como instrumentos para la especulación para que otros participantes estén dispuestos a aceptar el riesgo descontando las posibles ganancias; la especulación es, pues, un ingrediente inevitable de estos mercados.

Por tanto, las decisiones sobre inversión –que ponen en marcha la actividad productiva– se insertan en el seno de operaciones de financiación que se contratan en los mercados financieros (algunos, organizados) donde el deseo de seguridad de unos suele completarse con el riesgo de otros, introduciendo la especulación como fenómeno habitual.

Naturalmente, los precios conseguidos por los activos contratados indican las condiciones de la inversión: el incremento de los precios de los activos financieros supone que hay una presión para prestar más que antes y por esto puede estimular la inversión. En cambio, cuando los prestadores temen lo que pueda pasar y muestran actitudes temerosas, prefieren ir sobre seguro y disponer de liquidez (dinero); ello indica que cuesta encontrar financiación y empuja a la baja los activos financieros, obstaculizando la inversión en momentos inciertos.

Cuando antes hemos hablado de una interrupción de los procesos económicos nos referimos precisamente a esta inseguridad de la inversión en el conjunto de una economía. El horizonte no aparece claro y los procesos de producción se atascan. Se debilita el ritmo de evolución de las magnitudes económicas, como la renta y el empleo.

DIVERSAS MODALIDADES DE CRISIS EN LAS ECONOMÍAS CONTEMPORÁNEAS

2 En la economía contemporánea la aparición de estas interrupciones ha sido frecuente. Hay que mencionar que el período que se extiende entre el final de la segunda guerra y el final de los años sesenta del siglo pasado se caracteriza sin embargo por crisis poco frecuentes: recordemos que se trata de los años de aplicación de políticas de pleno empleo y de establecimiento del estado de bienestar. En cambio, más recientemente, en los Estados Unidos se han registrado por ejemplo fenómenos críticos en 1983, en 1990 y en 2001. Se da entonces una disminución del ritmo de crecimiento del producto interior de un país, del nivel de empleo del trabajo y probablemente un colapso de los mercados financieros (frecuencia de bajas fuertes de los activos durante un tiempo).

Pero no todas las crisis son iguales ni tienen el mismo relieve ni el mismo impacto. Cuando la producción crece mucho más lentamente y llega a decrecer y el nivel de paro alcanzado se hace preocupante, no se exagera si se afirma que estos cambios cuantitativos notables reclamarán cambios cualitativos, al quedar dañados los procesos productivos por la debilidad de la inversión. Normalmente cuando se habla de crisis económicas se alude a esta clase de crisis que tienen aspectos bien desagradables por el hecho de su intensidad y duración. Se prevé –pongamos por caso– que este año la

economía se va a contraer entre el 0,5 y el 1 % en el mundo: es la primera vez que ha habido un declive de estas dimensiones después de la segunda guerra. Hay que señalar que estas crisis importantes suelen durar más que las demás y que, por lo tanto, su duración es compatible con la alternancia en su seno de fases de una cierta recuperación y otras fases de recaída. Su aparición no debe atribuirse a circunstancias externas a los propios mecanismos de decisión de las inversiones (aunque algunos hechos exteriores puedan contribuir a propiciarla, como puede ser la subida de los precios de las materias primas, si es que esta subida puede considerarse como exterior) sino a los efectos inducidos por el propio desarrollo de esta inversión.

3 • No todas estas crisis importantes tienen las mismas causas. Sin embargo, es posible sistematizarlas alrededor de dos tipos diferentes.

Un primer tipo de crisis es efecto de la debilidad de la inversión como respuesta a una deficiente evolución de la productividad (que mide el producto obtenido por hora de trabajo). Ordinariamente las mejores técnicas o las innovaciones incorporadas a la inversión permiten aumentar la productividad u obtener nuevos productos que hacen posible subir salarios y extraer un tipo de beneficio como rendimiento que haga posible la inversión. Cuando las posibilidades de la tecnología disponible parecen agotadas, el tipo de beneficio se resiente y finalmente la incertidumbre de su futura rentabilidad paraliza la inversión. Este hecho explica la crisis de finales del siglo XIX y la de los años setenta del siglo pasado (mal conocida como crisis del petróleo). Esta última empezó con el lento crecimiento de la productividad americana a partir de la segunda mitad de los sesenta y tuvo como síntoma la suspensión de la convertibilidad del dólar en junio de 1971. Solamente la aplicación de nuevos cambios técnicos radicales, permite superar esta clase de crisis.

Un segundo tipo de crisis se produce cuando la inversión se atasca por la insoportable incertidumbre del futuro que es causa y efecto de un colapso financiero. Conviene examinar la significación de este colapso. Los fondos prestados por las instituciones financieras vuelven a ellas a medida que las empresas van obteniendo sus ingresos o que las familias van recibiendo sus remuneraciones. Este flujo queda garantizado si la actividad productiva procede

normalmente y si no aparecen problemas derivados de la producción o de la demanda que se dirige a esta producción. Una vez recuperados los fondos (con las correspondientes variaciones) las instituciones financieras pueden seguir prestándolos a la economía. Pero en caso de prestar para la financiación de operaciones reclamadas por la compra de activos, este segundo canal de recuperación de los fondos prestados por las instituciones financieras depende de la correcta realización de las expectativas que habían previsto aquellos que habían pedido préstamos para adquirir los activos, confiando en que el cambio de los precios en el futuro les permitiría ganancias de tipo especulativo, aprovechando las diferencias de precios en el tiempo (o, quizás, entre diferentes territorios). En este supuesto, la continuidad del circuito financiero tiene un riesgo notablemente superior al depender del cumplimiento de estas perspectivas que habían formulado los especuladores. Pues el colapso financiero surge cuando esta continuidad se rompe gravemente, por no cumplirse lo que se esperaba de la evolución de los precios de los activos. Más adelante expondremos cómo se desarrolla este cambio de previsiones y expectativas.

Acabamos de advertir que este tipo de crisis se da cuando la inversión se atasca por la insoportable incertidumbre del futuro que es causa y efecto de un colapso financiero. Es causa porque precisamente las dudas sobre el futuro una vez iniciadas desprenden efectos acumulativos que se expanden por la economía. Ya hemos hecho notar que la inversión es una apuesta sobre el futuro y la incertidumbre la debilita fundamentalmente. Inmediatamente lo acusa el hecho de que la capacidad de producción de que dispone una economía (es decir, el máximo que permiten producir los recursos existentes y el trabajo disponible) no se utiliza totalmente; la demanda dirigida a la producción es inferior a la producción que el sistema productivo puede suministrar, de modo que el paro y el exceso de capacidad de producción son su manifestación evidente. Es el caso de la crisis de los años treinta del siglo pasado y de la actual. Se calcula que este año el exceso de capacidad de producción (o sea la producción que podría obtenerse en relación a la que realmente se obtendrá) subirá un 4 % en la economía mundial.

Nos limitaremos a presentar este segundo caso de crisis, que es la que corresponde al momento actual.

LAS CARACTERÍSTICAS DE UNA CRISIS COMO LA ACTUAL

4 El ambiente de incertidumbre caracteriza pues el tipo de crisis actual. En realidad el estado de incertidumbre o el pesimismo sobre el futuro son consecuencia de períodos anteriores, más o menos largos, de optimismo y de seguridad excesivos respecto de las ganancias que el futuro puede proporcionar a la inversión. El punto de arranque de este optimismo se encuentra en el proceso más bien prolongado de introducción de innovaciones radicales que hacen que la inversión restaure aumentos apreciables de productividad y retome la deseada ruta de la rentabilidad. Estas fases tienen por tanto una base real, objetiva, a causa de este hecho.

En la evolución del capitalismo estas fases largas de optimismo y de crecimiento se corresponden a la asimilación de las innovaciones radicales. Después de la crisis antes citada de finales del XIX que afectó a aquellos países con un mayor desarrollo económico, la aparición de la electricidad como fuente de energía fundamental y su aplicación al motor eléctrico; la constitución progresiva como un nuevo sector de la industria de máquinas herramienta; las posibilidades ofrecidas por el motor de combustión interna a los medios de transporte, y los nuevos materiales obtenidos de la química moderna, restablecieron los niveles anteriores de produc-

tividad con efectos estimulantes sobre la inversión una vez superadas las primeras tentativas de introducción –inicialmente siempre arriesgada– de la nueva tecnología. Progresivamente se expandió una oleada de optimismo que estimuló movimientos de tipo especulativo.

De forma parecida, en los últimos años noventa se afirmó una nueva era tecnológica basada, por mencionar sus aspectos más profundos, en las técnicas actuales de comunicación e información y en la biotecnología que ha tenido efectos positivos sobre la productividad, augurando así una larga fase de expansión de la economía después de unos años iniciales de lento crecimiento. En los Estados Unidos, como pioneros tecnológicos, la productividad creció a un ritmo del 2,06 % anual frente al 1,96 % del decenio precedente; este era el anuncio de lo que después se extendería a otros países. Los años noventa del siglo XX fueron un período caracterizado por un crecimiento de la economía mundial y de una relativa estabilidad que después de la interrupción de 2000-2003, rápidamente digerida, se prolongaría hasta el año 2007. Esto dio seguridad a algunos planteamientos económicos entusiastas de la libertad absoluta de los mercados; conocidos en aquellos años como la *gran moderación*, parecían confirmar estas políticas.

Esta evolución tan positiva de la actividad real extendió comportamientos de euforia y puso en marcha la secuencia que suele ser habitual en estos casos. En efecto, a medida que se afirma una expansión, prestadores y prestatarios son impelidos a una actividad que confía en los resultados del futuro y en la confirmación de perspectivas al alza del valor de los activos (bien sean éstos financieros, inmobiliarios o mercancías como el petróleo). Esta confianza a la larga erosiona los márgenes de seguridad, por aumentos incesantes del endeudamiento de empresas y familias en relación a su patrimonio. El predominio en los mercados de estos comportamientos que cuentan con el crecimiento imparable del valor de los bienes en el futuro y por tanto de los activos y el correspondiente entusiasmo llevan hacia inversiones excesivas basadas en estas expectativas favorables.

El proceso se nutre de dos elementos, la adquisición de bienes de capital o de los activos correspondientes y el fácil endeudamiento

para financiar las operaciones por parte de bancos y otras instituciones financieras. El consiguiente aumento de la relación entre endeudamiento y fondos propios, acaba haciéndose difícil de digerir cuando es demasiado fuerte la divergencia entre las deudas contraídas para adquirir activos y los ingresos que se pueden obtener racionalmente de ellos.

Sin embargo el freno no actúa inmediatamente: aunque no se puedan atender los compromisos, queda todavía abierto un camino si es posible seguir obteniendo préstamos para pagar lo que se debe, es decir, obtener nuevos fondos para hacer frente a los compromisos del principal (caso Madoff). Pero a partir de un cierto momento el valor de los activos crece por debajo de lo previsto en las expectativas sobre las que se fundaron y se mueven por debajo de las expectativas sobre su alza. Es una señal que puede llevar a la generalización de comportamientos bajistas que inciten a deshacerse de los activos o a restringir los préstamos a nuevas peticiones. Como el futuro se hace incierto, la inversión recela de las previsiones sobre la demanda, la paralización de la producción lanza a ciudadanos al paro y la demanda se contrae de forma acumulativa. Aparte de esto si alguien todavía piensa invertir topa con una actitud rigurosa de los prestadores, singularmente los bancos, que habían sido tan generosos durante la expansión precedente.

El fenómeno no se limita solamente a unos sectores, a unas empresas o a unos territorios, sino que poco o mucho todo el mundo participa de él; la salida obvia por tanto tiende a liquidar lo que se había colocado o invertido porque el dinero es el único activo que ofrece seguridad de cara al futuro!

Es decir, se prefiere tener activos líquidos aunque ello suponga renunciar a la rentabilidad de otros activos (que puedan proporcionar intereses, beneficios o ganancias por diferencias de precio entre la compra y la venta). Esta clase de crisis agudiza la preferencia por el dinero, por el deseo de liquidez. Esto contrae la demanda dirigida a la producción y deja sin utilizar una parte de la capacidad productiva creada por las inversiones de períodos anteriores.

EL ITINERARIO DE LA CRISIS ACTUAL

5. Conviene ahora ver cómo la secuencia indicada se ha cumplido en la actual crisis.

Aunque el proceso de globalización está presente desde el origen del capitalismo y de la revolución industrial, su actual intensidad obliga a que la explicación tenga que abrazar el conjunto de la economía mundial.

Si el origen de la crisis se encuentra en el excesivo optimismo que la ha precedido, habría que examinar de qué modo ha sido posible su desarrollo hasta desembocar en la situación presente, es decir, cómo ha sido posible que la generosa distribución de fondos –por otra parte hacia operaciones bien discutibles- haya hecho inviable el sistema por los efectos que ha puesto en marcha.

El origen de la euforia se puede buscar en el importante déficit de la balanza exterior norteamericana. Este déficit comenzó a hacerse excesivo a partir de la mitad de los años sesenta del siglo pasado; desde entonces, con ciertas interrupciones, de los Estados Unidos se vierte un flujo de dólares por todas partes. El déficit corriente en el 2006 suponía el 6,2 % del Producto Interior Bruto (PIB) de los Estados Unidos (equivalente a 790 miles de millones de dólares; por comparación, el PIB de España de aquel año en dólares fue del

orden de 1.400 miles de millones) y el 2 % del PIB de todo el mundo. Como es fácil de calcular este 2 % evidencia una cifra absoluta inmensa para la economía mundial, arrastrada por la demanda exterior americana.

Este desequilibrio de la balanza americana es un aspecto del conjunto de desequilibrios que ofrecen las diferentes regiones (Asia Oriental, Estados Unidos, Europa, etc.). El problema, más que en los mismos desequilibrios, se encuentra en algunos de los efectos que estos desequilibrios desencadenan.

La persistencia del desequilibrio exterior americano tiene muchas explicaciones y se discute sobre si ha sido causa o efecto de los problemas. Lo cierto es que el déficit va acompañado de dos circunstancias de evidente interrelación.

En efecto, en primer lugar, el déficit norteamericano creció particularmente a partir de comienzos de los noventa del siglo pasado. Fue entonces cuando disminuyó mucho lo que los americanos ahorran de la renta que percibían; el descenso de la propensión al ahorro era la otra cara de la escalada del consumo, empujado por la conducta de las familias que –en el ambiente de alza de los activos– confiaban en expectativas favorables sobre el futuro valor de su patrimonio financiero o inmobiliario, apoyadas en el crédito que conseguían mediante la garantía que se suponía que conferían estos activos. Desde el año 2000, la producción en los Estados Unidos creció más lentamente que el ritmo impuesto por la demanda que se le dirigía; aumentaron las importaciones y por tanto el flujo de dólares –como contrapartida de las importaciones– que se difundió por todas partes.

La otra circunstancia que ha hecho posible y sostenible esta situación es que los países no desarrollados y, en especial, los que ahora se conocen como emergentes (China, India, etc.) han prestado a los Estados Unidos. Este fenómeno paradójico se debe al hecho de que han colocado una parte importante de los excedentes exteriores obtenidos por sus superávits comerciales (en el año 2006 han sido de 643 miles de millones de dólares) en activos financieros americanos, es decir, han estado financiando el déficit americano (es decir, el elevado consumo de los americanos). China por ejemplo,

a finales del 2006, tenía colocados 600 miles de millones de dólares, más de la mitad de los cuales eran en deuda pública americana.

Existe una razón de este comportamiento. Así se han asegurado un patrimonio de un valor que aparecía como sólido, escarmentados como estaban por las tensiones monetarias de finales de siglo que echaron a perder sus propias divisas. Esto es una manifestación más del hecho que desde el final de la segunda guerra mundial se hace uso del dólar como moneda de pago y como activo de reserva internacional (hay que señalar que dos terceras partes de las reservas mundiales son dólares), lo que permite a los Estados Unidos no sentirse limitados en su política interior a causa del desequilibrio exterior. Al disfrutar de una demanda segura, el exceso de dólares del déficit corriente americano no ha repercutido en una tendencia a la baja de su cotización, a pesar de su exagerada oferta.

6. A partir de este déficit, los dólares se han introducido en el sistema económico y han circulado por todo el mundo. • Esta liquidez que representan los dólares en circulación ha expandido otras formas de activos líquidos en los diferentes países, que se han visto así menos condicionados en su capacidad de crédito. Ha habido por tanto una afluencia de liquidez (dinero) como secuela de las facilidades de crédito (a bajos tipos de interés) que la moneda internacional ha hecho factible, en una fase –conviene recordarlo– de recuperación general de la productividad.

Lo que ocurre es que la negociación de este flujo de dinero y de los movimientos financieros que supone no se puede hacer en cualquier parte sino que suele centrarse en algunos lugares o plazas de tradición financiera (Nueva York, Londres, París, Frankfurt, etc.) que mueven una actividad por tanto considerable; la actividad generada ha ensanchado el sector financiero que, por ejemplo, junto con el sector de los seguros y el inmobiliario, en los Estados Unidos aportaba en el año 2005 un 20,4 % al PIB frente al 15,2 % de 1979. A través de estas plazas se canalizan los fondos financieros hacia diferentes destinos: desde el fin de los años sesenta del último siglo, han servido sucesivamente para financiar las importaciones de petróleo, la reconversión industrial de las empresas europeas, los déficits comerciales de los países no desarrollados como Amé-

rica Latina, la especulación inmobiliaria, etc.; solamente dependía de las posibilidades de rentabilidad previsible dentro de un cierto margen de seguridad. Una vez recuperados (sin o con ayudas públicas, si es necesario), estos capitales vuelven indefectiblemente a los mismos lugares, a las plazas mencionadas por las razones antes señaladas.

La libre circulación de capitales financieros, establecida una vez desaparecido en 1971 el sistema monetario establecido al final de la guerra (*Bretton Woods*), se ha intensificado al final de la década de los ochenta gracias a los nuevos medios de comunicación y de información; esto ha proporcionado una fluidez extraordinaria a las operaciones financieras efectuadas desde diferentes lugares.

En momentos de euforia, el predominio de conductas que prevén alzas continuadas hace pasar a un segundo término la seguridad. Por lo tanto, la circulación financiera se ha ido ensanchando y haciéndose más compleja: en los inicios del siglo actual, del total de 1.155 millones de millones de dólares correspondientes al total de transacciones interbancarias mundiales, un poco más del 3% correspondía a transacciones de economía real (en bienes y servicios), las relativas a mercados financieros por compra-ventas de acciones y obligaciones subían a un 3,4 % del total. El resto de operaciones, es decir, el 93,2 %, se refería a operaciones de cobertura de riesgos o de carácter especulativo o de arbitraje –aprovechando las oportunidades de precios diferentes según los lugares o los momentos- repartidas entre un tercio el mercado de cambios (que determina la cotización de las divisas) y dos tercios los mercados de productos derivados.

TRANSFORMACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

7 También aquí los cambios cuantitativos han supuesto cambios cualitativos. En efecto, estos últimos años, los mercados financieros y las operaciones que se realizan en ellos se han transformado de manera considerable.

En primer lugar ha habido cambios destacables en las instituciones y las unidades que operan en los mercados financieros. Ha cambiado sensiblemente el papel jugado por los bancos y similares en el sistema financiero. Progresivamente ha disminuido su papel como dispensadores de crédito a partir de los depósitos de los clientes. Esta intermediación tradicional de la banca ha bajado en general en todas partes, pasando de representar más de dos tercios del total de financiaciones recibidas por una economía a menos de la mitad en fechas más próximas. Como efecto, los ingresos bancarios han dejado de depender sobre todo de los intereses por su actividad crediticia y en cambio ha subido la proporción de lo que los bancos obtienen gracias a comisiones o en virtud de los servicios financieros que prestan y de operaciones en el mercado de capitales. Estas comisiones pasaron en poco tiempo de representar el 17 % de la renta de los bancos españoles en 1993 al 27 % a final de siglo.

El cambio en la naturaleza de los bancos va unido a la consolidación de nuevas entidades a partir de las que se participa en los

mercados financieros. Por ejemplo, si en 1945 en los Estados Unidos el 93 % del valor de las acciones de las empresas era de titularidad de personas individuales, a finales del siglo pasado esto solamente suponía el 44 % de su valor. El resto correspondía a la inversión institucional (sociedades de inversión colectiva, fondos de pensiones, etc.).

En síntesis, en los mercados financieros, los bancos han alterado su función y han intervenido significativamente otros tipos de entidades. El desarrollo de sistemas financieros donde el crédito bancario y los mecanismos tradicionales de captación de recursos por los bancos tenían un lugar predominante han sido sustituidos por la presencia avasalladora de operaciones realizadas a través de los tratos directos de los mercados financieros, a los que han acudido empresas, personas individuales y nuevas unidades como es el caso de la mencionada inversión institucional. La actividad tradicional de la banca, dedicada a operaciones más o menos reguladas por los gobiernos, con la finalidad de proteger la liquidez de los ciudadanos, ha quedado reemplazada por otras operaciones realizadas, parecía, a satisfacción de los agentes que tenían que resolver sus problemas financieros; entonces, la búsqueda de la rentabilidad ha orientado el negocio bancario hacia otras fórmulas y ha emigrado a lugares faltos de esta protección. Tanto más cuanto que los bancos no han hecho figurar estas nuevas operaciones en sus balances y así no se han contado de cara al cumplimiento de los mínimos que les eran exigidos en su patrimonio por los organismos supervisores.

8 La transformación de los mercados financieros no ha afectado solamente la naturaleza de las entidades participantes; también se han modificado las conductas y se han introducido algunas prácticas antes inexistentes.

La competencia favoreció el fácil estallido de innovaciones financieras. Nuevos mecanismos, vehículos e instrumentos permitían crear los medios de financiación que la economía necesitaba y de esto daba buena cuenta la fase de la llamada *gran moderación* de la economía americana. Se introdujo, por ejemplo, la posibilidad de trocear los créditos concedidos, de darles la forma de títulos

(*securitization, titularización*) y de colocarlos a través de entidades creadas para esta función entre sus clientes u otras instituciones financieras a quienes era transferido, pues, el riesgo. Las agencias de clasificación (*rating*) dictaminaban sobre la bondad de los créditos concedidos a los clientes y sobre los títulos mediante la probabilidad de satisfacción de los compromisos contraídos, desplazando peligrosamente el rol que en el pasado correspondía a los comités bancarios que analizaban la trayectoria, las garantías y los planes de los clientes.

Las innovaciones se originaron sobre todo en Estados Unidos y se extendieron, por los mecanismos habituales de contacto, a otros sistemas financieros. Entre los créditos hipotecarios que después sería titularizados, debidamente troceados, se han distinguido los créditos *sub-prime* que nacieron hacia la segunda parte de los ochenta del siglo pasado y tuvieron un buen crecimiento desde el año 2002. Con una pobre documentación que pudiera avalar la capacidad de poder afrontar los compromisos, los prestatarios contaban con sus probables ingresos o con el valor previsible de la propiedad hipotecada, gozando de condiciones especialmente favorables en las fases iniciales de vigencia del crédito.

Se difundió una cierta idea –más o menos recubierta por razonamientos analíticos– de que los mecanismos propios de los mercados, sin regulaciones administrativas, se adaptaría mejor a la satisfacción de las necesidades de financiación del conjunto de la economía. La idea se completaba con la creencia en la inutilidad de las regulaciones y del control de la Administración, confiando en que los mercados podrían corregir por sí mismos los posibles excesos de las conductas habituales en una economía de mercado. Los sistemas de cobertura de riesgos y su traslado hacia agentes susceptibles de asumirlos con un riesgo; la seguridad de que los movimientos financieros nunca se alejarían demasiado de por donde discurre la economía real (que fija independientemente –se suponía– los resultados de la producción y del consumo); la compensación de conductas basadas en diferentes previsiones a causa de la variedad de lugares, de industrias o de unidades económicas participantes en los mercados, o en cualquier caso, la voluntaria sumisión de las instituciones financieras a ciertas normas de conducta (Basilea I, Basilea II), etc., ofrecían suficientes garantías para

la solidez del sistema. La combinación de riesgo y de seguridad por una parte y la asunción de criterios de rentabilidad o de liquidez por otra, aconsejarían suficientemente a las unidades participantes y determinarían que las conductas y los movimientos financieros que ocasionarían, se compensaran de forma adecuada.

No se vislumbraba pues la posibilidad de que el riesgo pudiera no ser parcial sino que pudiera afectar a todo el conjunto del sistema y que, por lo tanto, se difundiera por él suscitando movimientos no compensables y además de carácter acumulativo. En este supuesto, el temor de los unos aumentaría la desconfianza de los otros.

9 En situaciones normales los mercados financieros permiten recuperar la liquidez, mediante la venta de los activos asumidos. Aquí radica la base de confianza de los agentes y de las unidades participantes en estos mercados, confianza en su capacidad de permitir la recuperación de la liquidez cuando con venga a aquellos que participan en ella (es decir, los que han prestado) y en asegurar el compromiso que se contrae en el momento de colocar los activos líquidos.

Naturalmente, esto es así siempre que haya compradores en el momento de la venta en relación al precio que se considera adecuado.

Pero los precios dependen de los mercados y los mercados en momento de baja marcan valores bajos y probabilidad de nuevas bajadas; por lo tanto, son frecuentes aquellas conductas que ofrecen activos rentables para obtener a cambio activos líquidos o dinero más seguro, a pesar de su nula rentabilidad; a medida que se generaliza esta actitud (de preferir liquidez), se derrumban los precios de los activos. Además, de este modo se va haciendo cada vez más problemática la recuperación de créditos y de préstamos concedidos, una vez llegue su vencimiento, a causa de la situación. Por ejemplo, empresas o familias que normalmente cumplirían sus compromisos, ahora se ven en dificultades por la paralización de la actividad económica que supone la reducción de la actividad económica.

En síntesis, a causa de su propagación, de forma acumulativa, las dificultades para recuperar créditos afectan a terceros que, al no

obtener la liquidez que esperaban, topan con difíciles cumplimientos de sus obligaciones. Progresivamente, esta lógica promueve la insolvencia, con independencia de las propias condiciones productivas que permitirían las empresas. Los mercados ya no pueden proporcionar liquidez.

Solamente quedan los bancos para poder ofrecerla.

Sin embargo ahora los bancos sufren la misma enfermedad y sus aprehensiones sobre la recuperación de los préstamos que han concedido refuerzan su deseo de liquidez; lo piensan mucho antes de renovar o ralentizan el ritmo de otorgaciones de nuevos créditos, justamente al contrario de su anterior prodigalidad.

Como se ha indicado antes, precios bajos de los activos rentables indican costos elevados para la financiación de la inversión y por tanto las dificultades paralizan la inversión ya de por sí temerosa ante los interrogantes que abre el futuro. La paralización de la inversión lo es al fin y al cabo de la actividad productiva. Obviamente, la contracción de las rentas personales de quienes participan en el proceso de producción (por el paro que se ha creado) supone la reducción de la demanda e impele por tanto a nuevas reducciones de la actividad productiva.

El colapso financiero desemboca por tanto en una crisis de la actividad económica en general.

LA ACTUACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

10. Hay –o ha habido– quien piensa que en estas situaciones conviene esperar que la propia economía se rehaga por sí misma y que los precios bajos de los activos por una parte y la tendencia también a la baja de los precios de los productos acabarán por dar un giro a la situación, estimulados por unas oportunidades de compra que pondrán en marcha de nuevo la actividad económica. Además, la crisis habría cumplido una misión ejemplar –se sigue pensando– al castigar las actividades o las operaciones más arriesgadas, de efectos discutibles.

El problema es que no se sabe cuando se dará este giro en la tendencia; mientras tanto, se sigue contrayendo el volumen de producción y la sociedad muestra sus aspectos más desagradables y socialmente inaceptables como el paro y la falta de productos... precisamente cuando la capacidad de producción está parcialmente sin utilizar.

Lo que realmente ocurre en cambio, repitémoslo, es que esta situación de postración se extiende y se multiplica por la falta de ventas de una empresa, de un sector o de un territorio y ello reduce los ingresos de los que intervienen en su producción; en consecuencia, hay que esperar una nueva oleada de retrocesos de la demanda como efecto de la reducción de la renta de los ciudadanos. Seguro

que este proceso domina sobre los presuntos efectos estimuladores que se puedan atribuir a una bajada de precios.

La cosa llega a complicarse si esta baja del nivel general de los precios persiste y se llega a una situación de deflación donde el aumento del valor real de las magnitudes monetarias hace onerosa la carga de las deudas ya que lo que se debe retornar al vencimiento del crédito tiene un valor superior a la cantidad que se había pedido prestada; se trata pues de un fenómeno inverso al de la inflación (y más peligroso) donde la baja real del dinero hace más ligeras las deudas, a pesar de mantenerse la misma expresión en términos de dinero.

Es inevitable, pues, una actuación de los gobiernos intentando enderezar la situación.

11 • Como antes hemos señalado, la globalización es una realidad. Se ha aceptado una cierta libertad comercial para importar y exportar y se han liberalizado los movimientos financieros en todo el mundo.

Esto parece postular una coordinación en la acción de los gobiernos. Si dentro de un conjunto de países que comercian entre ellos, uno se propone una política expansiva, por ejemplo, y el resto no le siguen en esta política, el dinamismo del primero implicará una crecida de las importaciones que necesita la expansión de la renta que puede quedar frenada por la paralización de los demás, que no aumentarán al mismo ritmo sus importaciones, que precisamente equivalen en parte a las exportaciones del primero.

Por lo tanto si se quiere mantener la actividad comercial de este conjunto de países convendrá actuar coordinadamente. Esto es también cierto por lo que respecta a los movimientos financieros, que si en el pasado, hasta los años setenta, estuvieron regulados por los acuerdos de *Bretton Woods*, ahora se mueven autónomamente atravesando las fronteras. Sería razonable, sin embargo, tomar en consideración la metodología más prudente de *Bretton Woods*, que limitaba los movimientos especulativos.

Si no, la falta de coordinación y la inaplazable urgencia de las situaciones acabarán por imponer –más allá de las palabras– medidas de protección por parte de cada uno de los gobiernos.

A) PRIMERA SERIE DE PROBLEMAS: LAS AVERÍAS DEL SISTEMA FINANCIERO

12 Si procedemos a examinar los problemas que se presentan a los gobiernos y a las administraciones cuando deciden su intervención, habrá que distinguir entre diferentes aspectos que se encuentran interrelacionados y que probablemente suelen requerir actuaciones específicas para cada uno de ellos de cara a su solución.

Una primera serie de problemas nace de las averías que presenta el sistema financiero; una segunda serie de problemas deriva de la paralización de la actividad productiva y del paro que ha resultado de ella.

Al principio nos hemos referido al papel decisivo que juegan las instituciones financieras –en particular, los bancos– en el funcionamiento de una economía moderna. Keynes destacó la importancia y la significación esencial de dos magnitudes: el tiempo y el dinero. El tiempo, en la medida en que la actividad económica, en concreto la inversión –que pone en marcha los procesos de producción– se reclama por el tiempo transcurrido entre iniciar los procesos de producción y obtener unos resultados; el dinero, porque en momentos de incertidumbre, el anhelo de su posesión como refugio para obtener seguridad, interrumpe el normal flujo del gasto tanto de consumo como de inversión.

Precisamente, estos dos conceptos, el tiempo y el dinero, son la razón de la existencia de un sistema financiero. Su mal funcionamiento es el obstáculo por excelencia del funcionamiento de una economía. El desenfreno ha perpetrado dos enfermedades: una parte de los activos que posee el sistema bancario son de difícil recuperación inmediata, y, además, se ha llegado a una proporción entre patrimonio propio y activos demasiado atrevida.

En primer lugar, pues, una parte de los activos que posee el sistema bancario se dice que son tóxicos. Unos porque ya sería impensable que pudieran devolverse en el momento de su vencimiento en condiciones normales, es decir, sin las previsiones de continuas subidas de sus precios. Otros lo son por el hecho de que la perturbación de los mercados está convirtiendo en irrecuperables activos que lo hubieran sido en condiciones normales; es decir, lo son como consecuencia de la generalización de la insolvencia.

Es difícil conocer el valor exacto de los activos llamados tóxicos porque su precio depende del mercado y precisamente en momentos de crisis las conductas del mercado son anómalas. En el caso de bienes producidos o de activos que sean representativos claros de bienes producidos o en proceso de producción, el valor de coste es una guía, pero tampoco esto aparece ahora de forma transparente. Por este motivo, por ejemplo, nadie se atreve a precisar a cuanto asciende el valor de los activos tóxicos en los Estados Unidos y baila –por insuficiente– la cifra de un billón de dólares de la que se había hablado a finales del año pasado.

Todos los esfuerzos se dedican en estos casos a no hacerlos gravitar sobre las instituciones financieras, ya sea traspasándolos y asumiéndolos en un banco creado *ad hoc* para después tratar de recuperarlos, ya sea intercambiándolos por deuda pública y tratando de que colabore en esto (en condiciones envidiables) el sector privado, confiando en que restaurada una cierta normalidad, éstos se podrían beneficiar.

La segunda dificultad que sufren las instituciones financieras es la demasiado atrevida proporción entre patrimonio propio –es decir, financiación obtenida sin endeudarse– y activos, cosa que los incapacita para la concesión de nuevos créditos. Una situación sólida situaría la relación media entre capitales propios y activos en un 10 %; sin embargo los riesgos actuales parecen aconsejar a algunos el situar la proporción razonable en el 13 o el 14 %. Las medidas que suelen diseñarse en estos casos consisten en que la Administración inyecte capital propio en estas instituciones. De forma incomprensible los gobiernos, en caso de proceder de esta manera, suelen advertir que no piensan nacionalizar o, si lo hacen, afirman que pronto lo dejarían de nuevo en el sector privado. Lo que puede ocurrir

si no se controla es que el líquido inyectado en lugar de dirigirse a aumentar los créditos, vaya dirigido a resolver su liquidez.

B) SEGUNDA SERIE DE PROBLEMAS: EL FUTURO DE LAS INVERSIONES Y EL NIVEL DE EMPLEO

13. Hemos indicado antes que si una primera serie de problemas concierne a las averías que presenta el sistema financiero, una segunda serie de cuestiones se refieren al futuro de las inversiones (que ahora se retraen) y del nivel de empleo. Son más importantes y más difíciles de ser alcanzadas.

De hecho las medidas tomadas por los gobiernos de los diferentes países se ha centrado sobre todo en conseguir reparar el mal funcionamiento del sistema financiero; la idea de fondo es que la ayuda a los bancos a través de facilidades de nueva liquidez debe animar los mercados financieros, confiando en que, sin solución negativa de continuidad, la solidez del sistema financiero podrá estimular la actividad productiva. Sin embargo, aunque los bancos y otras instituciones financieras estén dispuestas a conceder créditos (cosa que no suele producirse, porque ellos, también, como hemos dicho, están afectados por la preferencia por la liquidez) y aunque las administraciones públicas se propongan –y lo consigan– calmar la avidez por la liquidez, no será fácil que los inversores beban del grifo y se lancen a nuevos riesgos cuando no se sienten inclinados a ello, puesto que el panorama de la demanda no invita a hacerlo. Cuando se cierra el grifo, nadie bebe; pero el hecho de que se abra no significa que la gente vaya a beber. Este anhelo o deseo de liquidez es la otra cara de una situación en la que menudea una carencia de buenas expectativas y una falta de perspectivas de futuro para poner en marcha una inversión y, por consiguiente, la actividad productiva.

El salvamento de las actividades bancarias ha evitado sin duda que la insolvencia terminara en quiebras, pero añade bien poco a la disponibilidad o a la capacidad de los bancos para prestar. Destinar los fondos a la propia economía real, directamente, sería un sistema más sólido para evitar los peores riesgos.

Mientras la economía real –la producción y el consumo– no pueda proporcionar al sistema financiero los instrumentos de una actividad rentable, se hace difícil imaginar una recuperación económica durable. En consecuencia, quizás sería más juicioso seguir un camino inverso para espolear el nivel de empleo del trabajo y estimular los ánimos de los inversores; se trataría, en síntesis, de restaurar la actividad productiva y la percepción de rentas para fundamentar la salud del sistema financiero más que confiar en esta salud para estimular la producción y la generación de rentas. El método habitual en estos casos se basa en el uso de la inversión pública y del gasto público en general. Si el gasto público lo es distribuyendo subvenciones entre los ciudadanos y las empresas, se gastará en la medida en que los perceptores gasten. Si las propias administraciones públicas son las que gastan, los efectos pueden ser directos. De este modo se abastecen ingresos en las familias y en las empresas y se regenera sobre bases menos inciertas el desarrollo de la economía porque el sistema financiero vería restauradas las fuentes que garantizan la continuidad de la circulación financiera.

La política de gasto público masivo no debe tener más preocupaciones de las que son razonables sobre los aumentos del déficit presupuestario. Una parte importante de este déficit será transitorio porque cuando la economía comience a funcionar generará suficientes ingresos de personas y empresas que acrecentará lo recaudado por los impuestos. Pero además, la existencia en momentos de crisis –como antes se ha indicado– de capacidad de producción no utilizada y trabajo en paro autoriza a aumentar la demanda que arrastra la producción y emplea a nuevos trabajadores sin el riesgo de tensiones inflacionistas porque lo que limita la producción aquí es la demanda, y el aumento de la producción puede ser inmediato, sin problemas.

14. Naturalmente, los efectos a corto plazo de la intervención pública estimulando la demanda y alcanzando niveles de producción y de ocupación más altos dependen del volumen de este gasto. En cambio, a largo plazo, es decir, en relación al desarrollo económico, la acción dependerá del tipo de demanda generada. Si el gasto lo es en forma de inversión, especialmente en capital fijo (equipamiento e infraestructuras) o

en formación de la fuerza de trabajo se fortalece la futura capacidad de producción al disponer de más recursos o de una mayor productividad si la inversión incorpora cambios técnicos o procesos de producción que lo facilitan. De este modo se garantiza el desarrollo a largo plazo de la actividad económica.

Lo que acabamos de decir sobre la necesaria discriminación del gasto público se puede generalizar en el sentido de que no todo gasto público o privado ni toda inversión tiene los mismos efectos a largo plazo sobre una economía de cara a permitir asegurar su crecimiento futuro.

Esto nos lleva a decir algo sobre la especial situación de la economía española en la crisis actual donde hay una notable especificidad de sus problemas en relación a los de los demás países desarrollados. Por eso, puede decirse que la crisis que sufre España probablemente se hubiera dado en algunos de sus aspectos aunque no asistiéramos a esta crisis mundial.

LA CRISIS EN ESPAÑA

15. Escarmentados ante perturbaciones financieras precedentes, los bancos españoles se han visto encuadrados según las precauciones del Banco de España para frenar posibles embalamientos: se les ha obligado a hacer reservas en momentos de prosperidad y a manifestar en los balances también las nuevas operaciones que han sido fruto de las innovaciones financieras que antes hemos expuesto. En este sentido, el sistema financiero no se ha visto más que marginalmente afectado por los efectos iniciales del descalabro financiero.

Por otra parte, el crecimiento de la economía española ha sido notable durante los últimos años, por encima del 3 por ciento como promedio cuando el área del euro se movía alrededor del 2,75. Con todo, este crecimiento ha venido acompañado de una recrudescencia del déficit comercial hasta superar en el 2007 el 10 % del PIB, bien excepcional si lo comparamos (para ceñirnos a países deficitarios) con Estados Unidos que lo es del orden del 5 % y de Gran Bretaña, de casi el 4 %. Esto significa por lo tanto que el conjunto de España debe endeudarse por este valor con el fin de satisfacer su necesidad de financiación, es decir, ha sido necesario acudir al ahorro procedente del exterior.

Vale la pena destacar un aspecto de este crecimiento y es el peso anómalo de la construcción en la economía que ha llegado a suponer del 12 al 13 % de su valor añadido; decimos anómala porque en el promedio de la Unión Europea –en veintisiete países– es la mitad. Se ha calculado que si se añaden a la construcción actividades conexas (como la inmobiliaria) la cifra podría alcanzar el 22 %. La construcción ha dado trabajo al 13 % del empleo, explicable por el hecho de que la construcción es un proceso de producción que requiere intensivamente mano de obra, generalmente poco cualificada.

Como la productividad depende sobre todo de la configuración sectorial de una economía, la presencia dominante de algunos sectores (construcción, servicios no mercantiles, etc.) explican la perezosa evolución de la productividad de estos años, que cuando ha crecido (con dificultades puede llegar al 1 %) lo ha hecho por debajo de otros países (Francia o Alemania doblan la cifra). Una productividad de débil crecimiento no puede compensar los aumentos de las remuneraciones económicas para contener la inflación.

Las expectativas al alza de los precios de un activo, físico o inmaterial, crean comportamientos que prevén la tendencia alcista, estimulantes de la especulación sobre estos activos. Estas conductas ofrecen un doble aspecto porque si por una parte se explican por hechos económicos de orden real, por otra, una parte de la explicación es netamente especulativa.

Realmente ha habido una demanda de vivienda motivada por el aumento de la población joven y por corrientes turísticas de diferentes tipos. Sin embargo la base netamente especulativa del fenómeno ha dependido de los bajos tipos de interés que han facilitado actuaciones especulativas hasta evaluar muy por encima los precios de los habitáculos.

Paralelamente, esta tendencia y la consecuente evaluación exagerada de los activos patrimoniales han estimulado el consumo de forma que el ahorro ha representado un 3-4 % de la renta, cuando en la zona euro ha sido del 8-9 %. La demanda de consumo ha determinado crecimientos de la producción a pesar del carácter negativo de la aportación exterior, a causa del déficit comercial.

Es fácil darse cuenta de que la continuidad debía superar tres escollos:

En primer lugar, debía conseguir el mantenimiento del flujo de financiación exterior que asegurara la demanda de nuevos créditos al consumo y a las empresas; su interrupción pondría en dificultades a prestatarios (consumidores y empresas) e intermediarios (el sistema financiero), acostumbrados a financiaciones poco onerosas.

En segundo lugar, debían mantenerse las expectativas al alza. Sobre su continuidad se ha hablado antes al hacerlo de la inestabilidad de los fenómenos especulativos.

Pero finalmente hay una tercera cuestión, quizás la más difícil porque la situación de la economía y el estancamiento de la productividad hacen que el problema urgente no sea sólo el de corto plazo –es decir, poner en marcha la capacidad de producción y absorber el paro– sino sobre todo activar una nueva orientación de la inversión que haga posible el desarrollo, cosa que supone un cambio en la cultura económica española social y políticamente dominante, que parece tener una tendencia genética hacia la ganancia a corto plazo.

Pero éste es otro tema.