

En la crisis financiera ha habido fallos del sector público

Juan E. Iranzo

UNED

Director General del Instituto de Estudios Económicos

La economía mundial sigue sufriendo los azotes de una de las crisis financieras más graves de la historia. Las causas de la crisis se encuentran en una conjunción de factores que han colapsado. Ante una recesión en Estados Unidos y Japón en el año 2001 y un lento crecimiento en Europa, se decidieron aplicar políticas monetarias excesivamente expansivas, con tipos de interés reales negativos en la mayor parte de los casos, con lo que se impulsaba el endeudamiento de los agentes económicos en su conjunto y se reducía el margen para discriminar el riesgo. Además existieron fallos en la regulación y en la supervisión; todos ellos fallos del sector público. A su vez se multiplicaron los denominados problemas de información asimétrica –las entidades que compraban paquetes de hipotecas titulizadas no tenían la misma información en cuanto a las características de estos activos que las entidades que las emitieron–, que constituye un importante fallo de mercado.

Con todo, no sería justo olvidar que otro elemento que se encuentra en el origen de esta crisis es el comportamiento irresponsable de algunas entidades financieras, que se han apartado del negocio bancario tradicional. Este último factor, asimismo, puede ser el resultado de los errores en los sistemas de incentivos que condiciona el comportamiento gerencial, que se ha centrado en el beneficio a corto plazo y en el incremento rápido del valor de las acciones, sin hacer siempre una valoración adecuada del riesgo. Lo suyo sería que para minimizar el problema de la agencia, el gobierno de las empresas, los gestores tuvieran una parte significativa de su retribución vinculada al crecimiento de la empresa a largo plazo, y que si una empresa entra en quiebra, no sólo perdieran sus accionistas, sino también los gestores que no siendo accionistas hayan obtenido retribuciones basadas en el desempeño a corto plazo de los beneficios y/o la acción.

En el contexto de incertidumbre que se inició en el verano del 2007 empezaron a resentirse los mercados mayoristas de capitales, provocando una crisis de liquidez, por la que las entidades financieras dejaron de prestarse entre sí en los mercados interbancarios, y cuando lo hacían multiplicaban sus diferencias respecto a las inversiones de riesgo. Junto con la crisis financiera, el segundo factor que ha marcado la evolución de la economía mundial en los últimos tiempos, y que ha constituido uno de los mayores motivos de preocupación, ha sido la escalada del precio del petróleo y de las materias primas agrícolas hasta hace unos meses. A causa de ello, las tasas de inflación se dispararon en todo el mundo durante la primera mitad del año, lo que contribuyó a agravar la situación económica al restringir la capacidad de gasto de los consumidores, y al obligar, en el caso del Banco Central Europeo, a endurecer su política monetaria pese a los graves problemas de liquidez que padecía el mercado interbancario y sólo comenzó a suavizarla a mediados de octubre.

Juan E. Iranzo

Tras varios episodios de pérdidas de solvencia y rescates bancarios a lo largo del año en diferentes puntos del planeta, las tensiones se exacerbaban hasta el punto de constituir un verdadero riesgo sistémico en el mes de septiembre, tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Tras esta nueva vuelta de tuerca, la confianza de los inversores, muy mermada ya tras un año de turbulencias, terminó de desplomarse, hundiendo los índices bursátiles y disparando las primas de riesgo de la deuda privada. Las tensiones en los mercados interbancarios se agudizaron, impulsando los tipos de interés a corto plazo –cuya tendencia alcista se había interrumpido en agosto– y endureciendo aún más el acceso al crédito. La consecuencia de todo ello ha sido el frenazo del consumo y de la inversión empresarial, ya muy debilitados por el fin de la fase cíclica expansiva y por la caída del sector inmobiliario en numerosos países, arrastrando de este modo a la economía mundial hacia la recesión en los países desarrollados. En este contexto, todos los organismos internacionales han recortado de forma sustancial sus previsiones de crecimiento.

Las millonarias inyecciones de liquidez en el sistema interbancario, por parte de la Reserva Federal y el BCE, entre otros, y las reducciones de los tipos de interés oficiales no habían devuelto la confianza a los agentes económicos y financieros. Por este motivo, ante el riesgo de crisis sistémica derivada del hundimiento del sistema financiero, los gobiernos de ambos lados del Atlántico se han visto obligados a adoptar un conjunto de medidas destinadas a sanear los balances de las entidades, mediante su recapitalización con dinero público y, en algunos casos, su nacionalización. En Estados Unidos, en palabras del Secretario del Tesoro, Henry Paulson, el objeto es «recuperar la confianza en nuestros mercados y en nuestras instituciones financieras para estimular la prosperidad y un crecimiento sostenido». Se aprobó la creación de un fondo de 700.000 millones de dólares destinado a la adquisición de los activos contaminados, aunque posteriormente se ha producido un giro radical en la orientación del mismo, de modo que ahora se va a destinar a la recapitalización de los bancos y de otras entidades relevantes en la financiación del consumo de las familias.

El problema de fondo de estas intervenciones es que, si son para inyectar liquidez, es posible que estén bien implementadas, ya que al aceptar plazos más largos y activos de menor calidad como colaterales, se está produciendo otro motor adicional de liquidez, pero la disfunción surge de que si son un mecanismo de facilitar liquidez para enmascarar problemas de solvencia, parecería mejor participar directamente en el capital de las entidades financieras, a los efectos de que el riesgo de fallido en el que incurren las inversiones del sector público se vea compensado por la posibilidad de participar en los beneficios derivados de la recuperación de las entidades ayudadas. Además, de paso se minimizan los problemas de riesgo moral de que las conductas equivocadas al final se ven premiadas por la intervención pública que sólo interviene socorriendo o socializando las pérdidas.

La financiación de las inyecciones públicas se realiza a través de emisiones de Deuda Pública que contribuyen a aumentar aún más los desequilibrios presupuestarios. También se han puesto en marcha medidas dirigidas a restaurar el funcionamiento de los mercados, como la garantía pública de su deuda. A esto se une el aumento de las cantidades mínimas cubiertas por los fondos de garantía de depósitos, cuyo objetivo es evitar que la pérdida de confianza por parte de los depositantes provoque pánicos bancarios. Es posible que sean

En la crisis financiera ha habido fallos del sector público

las soluciones menos malas para amortiguar el impacto de la crisis, pero no hay que olvidar que este tipo de acciones no son gratuitas, y que tienen un coste de oportunidad, que no es otro que el de agravar las restricciones financieras del resto de los agentes por la vía del efecto expulsión o *crowding-out*. De hecho, se observa cómo las empresas se ven obligadas a pagar mayores primas de riesgo que nunca, en una medida que no se justifica según los modelos de valoración por sus probabilidades objetivas de insolvencia, sino más bien porque la mayor parte de los ahorradores se refugian en deuda pública, cuyas rentabilidades a largo plazo todavía se mantienen sin bajar, como consecuencia de las emisiones realizadas y previstas como consecuencia de las políticas públicas de inyección de liquidez.

La necesidad de solventar la situación actual del sistema financiero, evitar la reproducción de acontecimientos similares en el futuro, y los resultados económicos negativos, promovió la reunión, en noviembre de 2008, de los dirigentes del G-20, donde se asentaron los principios bajo los que deberían acometerse las reformas de un sistema financiero global. Así, se señaló la importancia de aumentar la transparencia, para lo que se exige un mayor grado de información; sobre todo para aquellos productos con estructuras más complejas, la información debería ser veraz, oportuna y relevante. La transparencia del mercado evitaría, además, la manipulación ilegal de los mismos y las prácticas fraudulentas. El Grupo de los Veinte considera imprescindible reforzar la eficacia de la regulación sin que ello se convierta en una barrera para la innovación y para el funcionamiento del mercado, además de abogar por la integridad de los mercados, el refuerzo de la cooperación internacional y la reforma de las instituciones financieras. Sobre esto último, el Fórum de Estabilidad Financiera debería permitir con carácter de urgencia la adhesión de las economías emergentes y revisar sus condiciones de admisión.

Otra de las recomendaciones que se contempló en la cumbre sobre los mercados financieros fue la referente a la revisión de los mecanismos de compensación que incita a la asunción de riesgos ya que entre los desencadenantes de la crisis se encuentra la osadía de algunos Bancos de Inversión en los que los incentivos a la remuneración de los directivos resultó un instrumento perverso. El descrédito y la desconfianza que se cierne sobre las agencias de *rating* tras subestimar el riesgo que asumieron algunas entidades ha de ser invertido por el importante papel que juegan en el mercado como transmisores independientes de información. Por ello, deben asumir las mismas responsabilidades en el desempeño de su función que las que se exigen a las auditorías. Por su parte, la responsabilidad de los altos directivos de las entidades financieras debe ser similar a la que asumen los consejeros de las mismas puesto que cuentan con más información y capacidad ejecutiva de decisión. La heterogeneidad en las normas contables a escala mundial dificulta la tarea supervisora y puede dar lugar a operaciones de contabilidad creativa, por lo que sería aconsejable la unificación de las normas contables y armonizar las definiciones de capital con el propósito de lograr estimaciones coherentes del capital. Algunos expertos recomiendan además reforzar la elasticidad y la transparencia de los mercados de derivados crediticios y definir el ámbito de actuación de las instituciones y determinar la regulación o la supervisión adecuadas.

Cuando poco a poco parecía que la confianza volvía, lentamente, a los mercados financieros, y las elevadas primas que contenían los tipos de interés interbancarios habían co-

Juan E. Iranzo

menzado a reducirse, ha saltado el escándalo de Madoff, que representa un nuevo mazazo sobre la deteriorada confianza del sistema, por lo que aún es pronto para afirmar que lo peor de la crisis ya ha pasado, y, en cualquier caso, el problema de restricción del crédito se va a prolongar durante algún tiempo, hasta que las entidades financieras recompongan sus balances. El proceso de desapalancamiento en el que se encuentra inmersa ahora mismo la economía mundial va a suponer un freno importante al crecimiento durante todavía bastante tiempo. Así, los indicadores de confianza en todos los países anuncian un mayor declive económico, mientras que las fuertes caídas bursátiles descuentan caídas muy pronunciadas de los beneficios empresariales. Los organismos internacionales ya anuncian la probable entrada de la economía mundial en una recesión.

Parece que para algunos políticos es irresistible la tentación de utilizar la crisis como la gran oportunidad para poder volver a aumentar el peso del Estado en la economía. Un intervencionismo estatal desmesurado en la economía tal vez pueda dar seguridad a corto plazo, pero no resuelve los problemas reinantes, sino sólo los traslada al futuro. Tal y como reconocieron los representantes de los denominados países industrializados y de las economías emergentes:

Las reformas sólo tendrán éxito si están firmemente fundamentadas sobre un firme compromiso con los principios del libre mercado, incluyendo el imperio de la ley, el respeto por la propiedad privada, el comercio y las inversiones libres en los mercados competitivos y se apoyan sobre unos sistemas financieros eficientes y eficazmente regulados. Estos principios son esenciales para el crecimiento económico y la prosperidad, habiendo ya liberado a millones de personas de la pobreza y elevado sustancialmente el nivel de vida a escala global. Reconociendo la necesidad de mejorar la regulación del sector financiero, deberemos, sin embargo, evitar un exceso de regulación que podría obstaculizar el crecimiento económico y exacerbar la contracción de los flujos de capital, incluyendo a los países en desarrollo (Declaración Final de la Cumbre Sobre los Mercados Financieros, 2008).