

ESADE

DEPARTAMENTO
DE ECONOMÍA

2º semestre 2008

ESADE INFORME ECONÓMICO [08]



Sea cual sea
el destino
de su negocio

le ayudamos
a alcanzarlo

Porque en el mundo de los negocios ya no existen fronteras, la red global de firmas miembro de KPMG, presente en 145 países, le ayuda a conseguir sus objetivos ofreciéndole servicios de auditoría, fiscales y de asesoramiento financiero y de negocio.

www.kpmg.es

INFORME [08] ECONÓMICO



Con la colaboración de:



ESADE ALUMNI

Análisis y previsión de la coyuntura económica

La reforma de la política agrícola de la Unión Europea



INFORME [08] ECONÓMICO

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico08.pdf>

Con la colaboración de:



ESADE ALUMNI

Departamento
de Economía

ESADE



ESADE

INFORME ECONÓMICO

[08] 2º semestre 2008

**Departamento de
Economía ESADE**
Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162
Mateo Inurria, 27E
28036 Madrid
Tel. 913 597 714
Av. del Libertador
17.165
Buenos Aires
www.esade.edu

ESADE ALUMNI
Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 934 952 063

Coordinación editorial y diseño
BPMO Edigrup
C/Guitard, 43, 1ª planta
08014 Barcelona
Tel. 933 637 840
www.bpmoedigrup.com

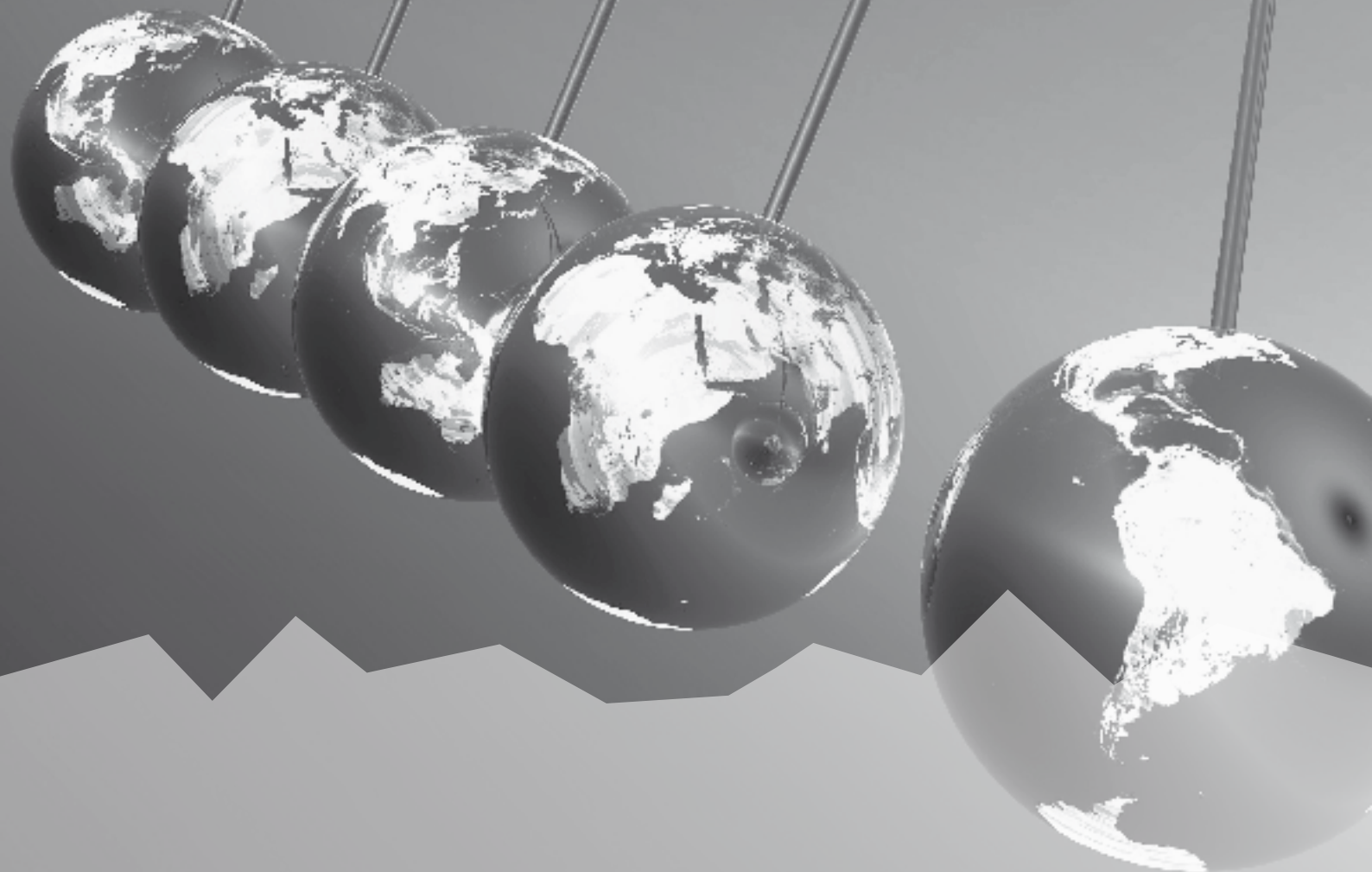
INFORME ECONÓMICO

Departamento de Economía ESADE

[08] 2º semestre 2008

| | | | |
|---|------------|--|------------|
| EDITORIAL | 6 | LECTURAS | 132 |
| ANÁLISIS Y PREVISIÓN DE LA COYUNTURA ECONÓMICA | 8 | <i>Comprender la inmigración</i> Guillermo de la Dehesa (2008) | |
| Prof. Fernando C. Ballabriga Prof. F. Xavier Mena Departamento de Economía, ESADE | | <i>La gran apuesta. Globalización y multinacionales españolas en América Latina</i> Ramón Casilda Béjar (ed) (2008) | |
| DOCUMENTOS | 110 | ECO-HUMOR | 142 |
| <i>La reforma de la política agrícola de la Unión Europea: el “chequeo médico” de la PAC</i> Prof. Agustí Ulled Departamento de Economía, ESADE | | POST-IT | 144 |

Editorial



La dinámica del péndulo



La crisis financiera que salió a la superficie en agosto de 2007 se ha trasladado finalmente a la economía real. El escenario de recesión mundial está servido: a la recesión de la economía de EE.UU. seguirá la europea, y de forma cada vez más clara el impacto se está dejando notar en los países emergentes, con China a la cabeza.

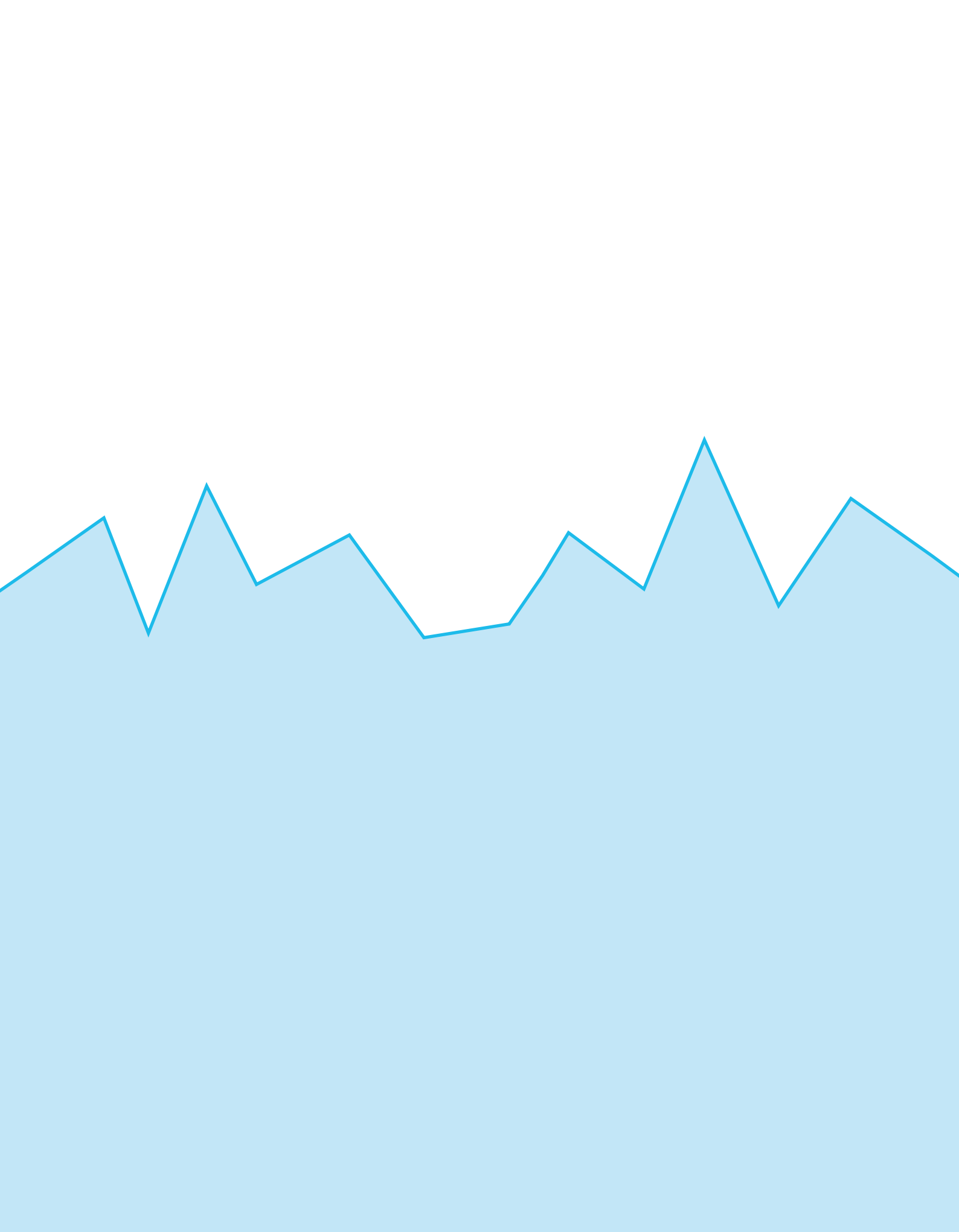
El avanzado grado de globalización de la economía mundial de comienzos del presente siglo ha provocado una rápida transmisión de las perturbaciones a través de las distintas áreas económicas, generando una crisis de magnitud y duración aún inciertas, pero, sin duda, de las más profundas de las últimas décadas. La situación es complicada y está provocando una reacción masiva y global de las autoridades monetarias y fiscales de los distintos países.

Estamos ante una situación de excesos. De respuestas gubernamentales extremas frente a comportamientos privados extremos. Estamos ante la endiablada dinámica del péndulo.

La profunda quiebra del sistema financiero que ha conducido a la situación actual ha sido provocada por la combinación de una serie de incentivos perversos que ha llevado al sector privado a primar el beneficio fácil frente a la gestión apropiada del riesgo. La situación resultante constituye un caldo de cultivo ideal para los detractores del mercado y para la actuación gubernamental desproporcionada.

En este contexto, es importante resaltar que lo que se ha producido es un fallo de mercado, y no del sistema de mercado. Los fallos de mercado se corrigen con regulación pública atinada, no con el recurso a la intervención gubernamental excesiva.

Los excesos gubernamentales y el consiguiente posible repliegue de los países hacia su interior mediante el recurso al proteccionismo constituyen un riesgo real que no puede dejarse materializar si se quiere evitar que el remedio acabe siendo peor que la enfermedad.



COYUNTURA ECONÓMICA

*Análisis y previsión
de la coyuntura económica*

Prof. Fernando C. Ballabriga

Prof. F. Xavier Mena

Departamento de Economía, ESADE

Análisis y previsión de la coyuntura económica



Las turbulencias financieras desatadas el 9 de agosto de 2007 se han convertido en una crisis económica global. Un sistema financiero paralelo dejado a su libre albedrío generó una burbuja de activos inmobiliarios y financieros que se está ajustando de forma desordenada. La reconstrucción de la confianza de los inversores llevará tiempo, a pesar de las masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales y de las políticas fiscales expansivas de las autoridades gubernamentales.

Prof. Fernando C. Ballabriga
Departamento de Economía, ESADE

Prof. F. Xavier Mena
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

El sistema financiero internacional ha vivido una hecatombe histórica que ha arrasado una gran parte del modelo bancario de originar crédito para distribuir globalmente el riesgo a través de productos estructurados y derivados. Los meses de septiembre y octubre de 2008 se estudiarán en los libros de historia.

Los bancos centrales han tenido que actuar como creadores de mercado y han salido al rescate de grandes instituciones financieras. Los gobiernos han aportado capital a sus bancos, garantizando sus deudas y suministrándoles liquidez mediante la adquisición de activos de sus balances.

La crisis financiera ha provocado una recesión económica en Estados Unidos y Europa y, finalmente, ha afectado a los países emergentes. El presidente de Estados Unidos, Barack Obama, y el resto de gobiernos del mundo están implementando programas de estímulo fiscal para evitar la bancarrota de las familias y las quiebras empresariales.

La Unión Económica y Monetaria europea enfrenta la primera prueba del euro, ante unos escenarios de tasas negativas de crecimiento. El Banco Central Europeo (BCE) ha relajado su política monetaria con drásticas reducciones de su tipo de interés, ante la disipación de las tensiones inflacionistas.

La economía española ha agravado su ajuste del ciclo, bajo la forma de una quiebra de su modelo de crecimiento y por la restricción crediticia derivada de la crisis global. La política económica va a remolque de los acontecimientos, pivotando sobre transferencias a las familias y decisiones expansivas en el gasto público. La salida de la crisis requiere la realización de reformas estructurales que incidan favorablemente en el binomio productividad/competitividad de la economía española.

DECÍAMOS AYER EN ESTAS PÁGINAS
(SIN BOLA DE CRISTAL...)

INFORME ECONÓMICO 06, segundo semestre 2007

“DEL EXCESO DE LIQUIDEZ A LA EUFORIA DEL CRÉDITO. El deterioro de la disciplina crediticia en la evaluación de las garantías de los prestatarios elevó el porcentaje de los préstamos *subprime* y Alt+A hasta cotas alarmantes, hecho agravado por la circunstancia de que un 90% eran ARM... ...los bajos niveles de los tipos de interés habían desatado una euforia de demanda de crédito sin apenas control del riesgo (verificación de los ingresos, del empleo o de los activos de garantía aportados por las familias). La cantidad de crédito primó sobre la calidad y la disciplina crediticias... ...la continua revalorización del activo inmobiliario (*home equity*) actuaba como garantía del apalancamiento en sucesivas renovaciones de la financiación hipotecaria”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 90.**

“Los *brokers* americanos especializados en créditos hipotecarios –pequeños, locales y sin capitalización– concedieron préstamos *subprime* sin las garantías adecuadas. La titulización de los créditos en productos estructurados por los bancos de inversión permitió la transmisión y diversificación de riesgo a todo el mundo (*hedge funds*, sociedades instrumentales, fondos de pensiones, tesorerías)”.

“TITULIZACIÓN Y TRANSMISIÓN DEL RIESGO. Los bancos y *brokers* originadores incurrieron en *riesgo moral* (*moral hazard*)... ...estos excesos provocaron la aparición de la *selección adversa* (*adverse selection*), que incentivaba la solicitud de préstamos a las familias de escaso historial crediticio y alta probabilidad de impago. Los bancos de inversión adquirieron dichos activos y los transmutaron en activos financieros complejos y opacos que comercializaban en paquetes de derivados estructurados de deuda. Estos bonos de titulización de deuda, de mayor riesgo y rentabilidad que otros títulos, se suscribieron en todo el mundo por fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otras instituciones (compañías de seguros, sociedades instrumentales de los bancos (vehículos especiales de inversión, *SIV/Conduits*), tesorerías, *traders*, fondos de pensiones, etc.). La cadena global de transmisión del riesgo desde las entidades originadoras hasta los inversores finales (*originate-to-distribute model*) adolecía de los proble-



mas asociados a la *información asimétrica* respecto a las garantías últimas de los activos colateralizados y a su propia composición en términos de riesgo... ...las excelentes calificaciones otorgadas a los productos estructurados por parte de las agencias de *rating* (Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ibc), dispararon los riesgos de liquidez y apalancamiento. La frenética proliferación de fondos de inversión libre (*hedge funds*)... ...compraba unos activos ilíquidos y difíciles de valorar mediante la emisión de papel comercial a corto plazo para captar el mar de liquidez existente en los mercados mundiales de capitales, utilizando operaciones de *carry trade*, consistentes en endeudamiento en divisas depreciadas con bajo tipo de interés (yen japonés). El sistema de remuneraciones e incentivos que intervinieron en este proceso de transmisión del riesgo catalizó el volumen. El *Working Group on Financial Markets*, creado por el presidente de Estados Unidos, consideró que los riesgos estaban bajo control”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 90-91.**

“LA AGUJA DE LA BURBUJA. El repunte de la actividad económica en Estados Unidos... ...despertó la inflación... ...la Reserva Federal se vio obligada a elevar el tipo de interés a través de 17 aumentos consecutivos, hasta la cota del 5,25%... ...provocando la caída de las ventas de viviendas y un número menor de nuevas promociones... ...la renegociación del préstamo mediante operaciones de refinanciación devino imposible... ...la venta de la vivienda también había desaparecido como alternativa... ...las situaciones iniciales de morosidad (*delinquencies*, *defaults*) se deterioraron rápidamente en embargos (*foreclosures*)”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 92.**

“EL EFECTO MANADA DE LA HUIDA HACIA LA LIQUIDEZ. Las dudas sobre la calidad de los activos subyacentes y sobre la fiabilidad de las calificaciones... ..se transmitieron a través de canales interconectados y opacos, contagiando al conjunto de los mercados financieros en todos sus plazos. Los inversores finales... ..iniciaron un retraimiento del crédito y una huida... ..hacia productos financieros de mayor calidad (*Treasury Bills*). Las bolsas de valores sufrieron un duro correctivo durante las sesiones del 9 y 10 de agosto de 2007. El exceso de liquidez desapareció por completo... ..el desconocimiento de la magnitud y distribución entre entidades financieras... ..tensionó los mercados interbancarios... ..elevando el precio del riesgo, reflejado en los aumentos de los tipos de interés Libor y Euribor a los distintos plazos...

“El aumento de los tipos de interés por la Reserva Federal para controlar la inflación hizo aparecer la morosidad hipotecaria. La abrupta aparición de la aversión hacia el riesgo motivó la huida de los inversores hacia la calidad y la tensión en el mercado interbancario. Los bancos centrales tuvieron que inyectar liquidez y relajaron los tipos de interés oficiales”

...la disipación de la liquidez puso en evidencia el alto grado de apalancamiento... ..el efecto manada de los operadores deshaciendo posiciones multiplicó las pérdidas... ..este proceso forzado de desapalancamiento a precios de derribo... ..hizo que los pasivos contingentes con exposición fuera de balance amenazaban con saltar al balance. BNP-Paribas... UBS... Lehman Brothers... Goldman Sachs... Bear Stearns... Merrill Lynch... declararon pérdidas cuantiosas”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 92-94.**

“BERNANKE Y TRICHET A ESCENA. Las autoridades monetarias... ..se vieron obligadas a intervenir mediante inyecciones masivas de liquidez... ..con el doble objetivo de suplir la dilución del mercado interbancario y cortocircuitar las perturbaciones con potenciales efectos sistémicos... ..La actitud del Banco de Inglaterra... ..en situaciones que consideraba originadas por comportamientos imprudentes... ..facilitó la aparición de un pánico bancario (Northern Rock)... ..La ineffectividad de esta política monetaria, agravada por la presencia de problemas de coordinación a escala global... ..la situación de iliquidez

deriva en un problema de insolvencia de operadores. En particular, la inyección de liquidez... ..no resuelve los problemas... ..que enfrentan los bancos de inversión... ..La crisis ha planteado la conveniencia de operaciones de rescate (*bail-out*) a favor de las entidades”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 94-95.**

“LA PURGA. Los efectos se han hecho notar en las cuentas de resultados y los balances (bancos comerciales y de inversión)... ..El aumento de las provisiones extraordinarias y el impacto de las pérdidas que tendrán que asumir pueden reducir la capacidad de estas instituciones financieras... ..ha obligado a posponer o cancelar... salidas a bolsa y emisiones de bonos... ..operaciones de adquisición y fusión, en razón del retraimiento de los inversores y la restricción del crédito apalancado... ..Estamos ante la primera prueba real a la que se ha sometido a los mercados de financiación estructurada y derivados de crédito. El riesgo más importante consiste en que... ..afecten a la economía real a través de la disminución del precio de los activos, de condiciones financieras más restrictivas y de un precio más alto exigido en la asunción de riesgos... ..La restricción crediticia puede afectar seriamente a los países altamente dependientes de la financiación exterior, como es el caso de la economía española (déficit en la balanza por cuenta corriente, tasa de ahorro doméstica baja)... ..la permanencia dilatada en el tiempo de esta restricción de crédito y el mantenimiento de las primas de riesgo, junto a la desaceleración de la economía española, podría derivar en un proceso de ajuste en términos de menos consumo, menos inversión, menos empleo y, en consecuencia, menos crecimiento...

“El director gerente (del FMI), Rodrigo Rato, recomendó extremar la prudencia ante los efectos de restricción de crédito a medio plazo provocados por la crisis subprime, particularmente en las economías con elevados déficits por cuenta corriente que dependen de una financiación procedente del mercado global”

...el riesgo bancario ha incorporado plenamente el riesgo de iliquidez, dada la mayor dependencia de las entidades en la captación de recursos procedentes de los mercados... La crisis ha cuestionado la naturaleza fragmentada de la regulación financiera en Estados Unidos...



...la existencia de una multiplicidad de reguladores europeos en un mercado financiero crecientemente integrado... ... la supervisión y regulación de las instituciones y los productos aportados por la innovación financiera... ...la protección efectiva frente a prácticas depredadoras... ...comportamientos arriesgados o fraudulentos... ...velar por una mayor transparencia... ... la diligencia debida por parte de los inversores... ...Las crisis financieras siempre son historias de excesos: la euforia inicial aumenta el precio de los activos y la expansión del crédito en un proceso dirigido por la especulación y el menosprecio por el riesgo, hasta que la aparición de la desconfianza hunde los precios, provocando los impagos por la restricción de la liquidez y del crédito. La necesaria purga, bajo la forma de ajuste correctivo de los precios de los activos y de la mayor aversión al riesgo, pone de nuevo las cosas en su sitio. Como se dice en los mercados, “toda burbuja tiene su aguja y, cuando se encuentran, una nueva oleada de inversores aprende lecciones muy antiguas”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (2º semestre 2007), página 95-99.**

INFORME ECONÓMICO 07, primer semestre 2008

“ECONOMÍA MUNDIAL: ALGO MÁS QUE UN MAL SUEÑO DE UNA NOCHE DE VERANO. (...) La confluencia y perseverancia en el tiempo de un conjunto de desequilibrios económicos mundiales está amenazando con un ajuste aún más severo: el sistema financiero internacional sigue inmerso en las turbulencias que

aflozaron abruptamente en agosto de 2007, que podrían agravarse durante el ejercicio 2008. La economía de Estados Unidos está bordeando la recesión. Las economías de la Unión Europea y de Japón están empezando a sentir los efectos de la desaceleración estadounidense, desmintiendo la posibilidad de *decoupling*.



“Las previsiones de crecimiento de la economía mundial están siendo revisadas a la baja. No hay *decoupling*. Desde el epicentro de Estados Unidos, la desaceleración se extenderá a Europa, China, América Latina y al resto de países emergentes”.

(...) Los países emergentes acabarán recibiendo los efectos de la disminución del consumo global y de las mayores primas de riesgo”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1º semestre 2008), páginas 12-13.**

“ESTADOS UNIDOS: EL FIN DE LA ECONOMÍA DE LOS INCENTIVOS PERVERSOS. (...) La morosidad hipotecaria hizo su aparición, particularmente en el segmento de alto riesgo (*subprime*). El mercado de la vivienda inició su ajuste. Los visados de obra nueva se han paralizado y la ralentización de las promociones y las ventas inmobiliarias residenciales están provocando la caída brusca de los precios. (...) Las agencias de calificación tuvieron que degradar el *rating* (...). Algunos bancos se vieron obligados a proporcionar financiación contingente a sus vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales (*SIV/conduits*) o liquidarlos y aflorar las pérdidas en su balance”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1º semestre 2008), páginas 13-14.**



“DESCONFIANZA, INCERTIDUMBRE, ¡MIEDO! (...) Las turbulencias financieras han revelado que el sistema financiero internacional no tiene un mero problema de liquidez. Los bancos de inversión y los bancos comerciales universales adolecen de una fragilidad de balance y una capitalización insuficiente”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1º semestre 2008), páginas 15-16.**

“Las depreciaciones de activos (*writedowns*) han provocado la caída libre de las cotizaciones bursátiles de los bancos de inversión, revelando un problema de capitalización insuficiente. Sus accionistas han exigido la remoción de los equipos directivos y una nueva estrategia corporativa”

“¿CUÁL ES EL VALOR RAZONABLE (*FAIR VALUE*) DE UN ACTIVO EN UNA COYUNTURA DE CRISIS ECONÓMICA? La crisis financie-

ra ha abierto un debate sobre la regla de valoración contable (...) a precio de mercado (*mark-to-market*). La prociclicidad del “valor razonable” se agrava cuando no existen mercados profundos y líquidos, como sucede desde (...) agosto de 2007. En el actual entorno de caída del precio de los activos, (...) pone en marcha un acelerador financiero que agudiza las tensiones (...) la incapacidad de un inversor para atender o refinanciar sus deudas o ampliar sus garantías (*margin calls*) incentiva a sus acreedores pignoraticios a la liquidación de activos a precios de derribo (*fire sales*)”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), página 16.**

“SI CAEN LOS ‘MONOLINES’, LO PIERDO TODO. (...) los *monolines* tendrán que hacer frente a las garantías aseguradas en caso de impago (...) Esta situación ha podido inducir la anticipación de las órdenes de venta (...) ya que su cobertura (...) mediante *credit default swaps* (CDS) puede verse comprometida (...) Además, su capital pertenece (...) a bancos internacionales que tienen cubierto su riesgo a través de *credit default swaps* (CDS), cuya contrapartida son los propios *monolines*”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), páginas 16-19.**

“Algunas compañías aseguradoras de bonos (*monolines*) están sujetas a revisiones a la baja de su calificación crediticia, que reducirán adicionalmente las garantías, el *rating* y el valor de mercado de los productos financieros asegurados”.

“FONDOS SOBERANOS ¿INVERSORES O INVASORES? Los enormes superávits por cuenta corriente –generados por las exportaciones de materias primas y otros epígrafes–... ..han nutrido la constitución de fondos de inversión soberanos (SWF)... ..que han salido a otear oportunidades en una coyuntura de ajuste de las capitalizaciones bursátiles de corporaciones y bancos... ..las depreciaciones continuadas de los activos... ..han frenado el ímpetu inicial. Los accionistas y los ejecutivos de las compañías con necesidades financieras (Citigroup, Merrill Lynch, UBS) han recibido con alborozo las aportaciones de los fondos soberanos. Contrariamente, los gobiernos occidentales recelan de la falta de transparencia de su información contable, de su propiedad y gestión pública, de sus verdaderos objetivos estratégicos a largo plazo y de la falta de reciprocidad. (...) ¿Son el brazo inversor de regímenes autoritarios con intenciones geopolíticas?. El resultado del choque de trenes entre los fondos soberanos del nuevo capitalismo estatal y las corporaciones heredadas del capitalismo privado americano y europeo de los s. XIX y XX está todavía por dilucidar.” **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), páginas 17-18 .**

“LA RESERVA FEDERAL DE BEN BERNANKE SUMINISTRA RESPIRACIÓN ASISTIDA. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra han ampliado el colateral admitido y el número de contrapartidas en las operaciones de liquidez. (...) a través de subastas a plazo de carácter anónimo (*term auction facility* (TAF)) (...) En marzo de 2008, la Fed ha introducido la *primary dealer credit facility* (PDCF), que también da acceso a las ventanillas de descuento a los bancos de inversión. (...) la Reserva Federal ha incrementado el volumen, la duración y el colateral de los títulos hipotecarios en garantía de sus préstamos de bonos del Tesoro mediante la nueva *term securities lending facility* (TSLF), a la que también tienen acceso los bancos de inversión. (...) El rescate (*bail-out*) del banco de inversión Bear Stearns, a través de JPMorgan, pero inducido y con respaldo financiero de la Reserva Federal, significa un antes y un después. Se ha llegado a calificar dicha intervención como el final del sistema capitalista vigente desde hace muchas décadas (...)

“El rescate (*bail-out*) del banco de inversión Bear Stearns, instrumentado a través de JPMorgan, pero inducido y con respaldo financiero de la Reserva Federal, se ha llegado a calificar como el final del sistema capitalista vigente desde hace muchas décadas”.

“El Banco de Inglaterra ha proporcionado respiración asistida al sistema bancario, por temor a que los problemas de liquidez deriven en situaciones de insolvencia... ..el canje de activos hipotecarios en los balances bancarios por bonos del Tesoro (...) La Reserva Federal inició una reducción de sus tipos de interés... ..en cualquier caso, como se sabe, ‘la política monetaria es como una cuerda’... ..puede ser ineficaz para impulsar la coyuntura económica sin expectativas... ..apenas ha conseguido mitigar los costes de financiación... .. igualmente poco operativos están resultando... ..la renegociación voluntaria de hipotecas y el establecimiento de moratorias”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), páginas 19-24.**

“¿QUIÉN PAGARÁ LOS PLATOS ROTOS DE LA ESTAFA ‘SUBPRIME’?

1. Entidades originadoras: la separación entre la concesión del crédito y la gestión del riesgo... ..(*moral hazard*)... .. (*adverse selection*)... ..el volumen prestado primó sobre la disciplina de seguimiento del riesgo... ..han registrado fuertes pérdidas y caídas bursátiles... ..entrado en quiebra y salida del mercado.
2. Bancos de inversión: opacidad y complejidad de los derivados de crédito (*mark-to-model*)... ..ajenos a la valoración en mercados

eficientes y transparentes (*mark-to-market*). Las enormes pérdidas por depreciaciones de activos obligan a una pronta, costosa y voluminosa recapitalización para eludir el riesgo de insolvencia... ..han incurrido en riesgo reputacional y deberán enfrentar las reclamaciones de sus clientes.

3. *Monolines*: la degradación de su *rating*... ..deberán atender las reclamaciones... ..registrarán fuertes pérdidas y la caída de sus cotizaciones bursátiles.
 4. Agencias de calificación crediticia: incompatibilidad entre... ..asesoramiento y asignación de *rating*... ..incurrido en riesgo reputacional.
 5. Gobierno corporativo: los sistemas de retribución de los directivos... ..no se alinean con la adecuada gestión del riesgo. Las comisiones por volumen gestionado incentivó la transmisión de productos complejos crecientemente arriesgados. Despidos de directivos (con *golden parachute*) y reducciones masivas de plantillas.
 6. Bancos comerciales con SIV y *conduits*: Deberán abandonar el arbitraje de capital regulatorio a través de vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales fuera de balance, así como las operaciones de financiación excesivamente apalancadas... ..reducirán su actividad de banca de inversión... ..Deberán sanear sus balances mediante la captación de capital y una costosa financiación a medio y largo plazo. Registran fuertes pérdidas, caídas bruscas de su cotización bursátil y descapitalización.
 7. *Hedge funds* independientes: ...dificultades para colocar su papel comercial... ..problemas de insolvencias y quiebras.
 8. Inversores (compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión, tesorerías, gestores de activos): la coyuntura... ..les indujo hacia... ..mayor rentabilidad, sin evaluar adecuadamente el riesgo de los activos subyacentes (asimetría informativa). Registrarán pérdidas al aflorar el verdadero valor...
 9. *Private Equity*: la financiación de compras muy apalancadas (*leverage buy-out*, LBO)... ..deberán reducir su grado de apalancamiento y riesgo...
 10. Supervisores del sistema financiero: ...desconocen el alcance de los nuevos operadores... ..restringida su competencia a ámbitos territoriales... ..Se abre un horizonte de reformas...
 11. Bancos centrales: disponen de unos instrumentos para proveer liquidez que no resuelven la potencial insolvencia en cascada de los nuevos agentes... ..revisar la eficacia y alcance de sus competencias y de su instrumental, así como reforzar los mecanismos de coordinación doméstica con los supervisores, con otros bancos centrales y con los organismos internacionales".
- INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), página 23.**

"TOWARDS A SYSTEMIC FINANCIAL MELTDOWN? EL INQUIETANTE INTERROGANTE DEL PROF. ROUBINI (STERN NYU)

...El prof. Roubini desgrana las siguientes etapas de este escenario de pesadilla (*The Rising Risk of a Systemic Financial Meltdown*, 2008):



1. La brusca caída del precio de las viviendas... ..contracción del efecto-riqueza de las familias y numerosas quiebras entre las empresas inmobiliarias (promotoras, constructoras).
 2. Las entidades financieras restringirán la concesión de créditos hipotecarios... ..ante el aumento de la morosidad y... ..reducción del valor de la garantía...
 3. El *credit crunch* se extenderá... ..hacia el crédito al consumo...
 4. Las aseguradoras de bonos... ..perderán... ..su *rating*, derivando en depreciaciones adicionales (*writedowns*) de los activos financieros respaldados...
 5. El colapso... ..se extenderá al sector no residencial...
 6. Algunas entidades financieras deberán ser rescatadas para evitar su quiebra.
 7. Algunas operaciones apalancadas de capital-riesgo... ..aflorarán en forma de fuertes pérdidas en los balances del sistema financiero.
 8. Las empresas muy endeudadas... ..concurso de acreedores o se declararán en quiebra... ..la quiebra de algunas aseguradoras.
 9. Un número elevado de... ..*hedge funds*... ..entrarán en quiebra.
 10. Las cotizaciones... ..y los índices... ..en las bolsas de valores colapsarán en cascada.
 11. La persistencia de la falta de liquidez en los mercados interbancarios y monetarios incrementará los riesgos de insolvencia.
 - 12 La etapa final estará caracterizada por un círculo vicioso de pérdidas... ..contracción del crédito bancario y liquidación de activos a precios de descuento...
- (...) El prof. Roubini... ..no confía en el desacoplamiento del resto del mundo –incluida China– respecto al epicentro de la turbulencia situado en Estados Unidos. En su análisis sobre si las autoridades monetarias podrán evitar dicha catástrofe, la propia pregunta incorpora la respuesta: *Can the Fed and Policy Makers Avoid a Systemic Financial Meltdown? Most Likely Not* (2008). (...) En conclusión, el prof. Roubini considera que... ..lo peor está por llegar... ..la caída en recesión, con sucesivas declaraciones de pérdidas, depreciaciones de activos y quiebras de instituciones financieras y

corporaciones empresariales”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), página 25.**

“ALIMENTOS: S.O.S. ...Las causas de esta espiral tienen fundamentos estructurales y coyunturales: ...(China, India) están enriqueciendo su dieta de proteínas... ...el factor de conversión de cereales en carne... ...la elaboración de biocombustibles... ...la reforma de la Política Agraria Europea (PAC) de la Unión Europea... ...ha reducido los excedentes... ...condiciones climatológicas... ...La crisis financiera ha desviado la especulación desde los mercados bursátiles y monetarios hacia los mercados de futuros de *commodities* (tanto energéticas como alimentarias). Las pérdidas latentes de muchos inversores (*hedge funds*, etc.) puede haberles inducido una huida hacia delante para cubrir las depreciaciones de su balance mediante el juego de ‘doble o nada’ en los mercados de futuros. Las masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales... ...pueden haber encontrado su válvula de escape en la especulación en los mercados de futuros... Está por ver si la actual coyuntura alcista revertirá en algún momento en abruptas operaciones especulativas a la baja...”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), página 28-29.**

“CHINA Y LAS ECONOMÍA EMERGENTES: ‘OJALÁ VIVAS TIEMPOS INTERESANTES’. En la Antigua China, cuando las perspectivas vitales de una persona entraban en un periodo incierto, se calificaba su futuro como ‘tiempos interesantes’... ...La desaceleración económica mundial y las turbulencias financieras le están echando un mal de ojo a las economías emergentes. La caída de la actividad económica en Estados Unidos y Europa se irá trasladando con un cierto retardo a las economías emergentes, a través de unos menores flujos de comercio... ...Por su parte, el aumento de las primas de riesgo provocado por las turbulencias financieras amenaza con impulsar los diferenciales de deuda soberana de los países emergentes. En particular, América Latina puede experimentar un cambio de escenario por esta vía, agravado por unas menores exportaciones y una reducción drástica de las trascendentales remesas de emigrantes. (...) China está registrando una coyuntura económica que amenaza con un ajuste. La inestabilidad social está haciendo cuestionar el liderazgo del Partido Comunista como el ‘gran timonel’ que construye una sociedad ‘armoniosa’. En consecuencia, el XVII Congreso del PCCh aprobó en octubre 2007 una transición desde el modelo de crecimiento basado en la inversión extranjera directa y la exportación –que ha favorecido exclusivamente a las provincias costeras– hacia unas bases económicas que impulsen también el consumo doméstico de las familias y la difusión del bienestar económico hacia las provincias

rurales del interior. La gestión del tipo de cambio del renminbi/yuan sigue su senda de apreciación respecto al dólar, desde la paridad fija de 8,28 yuanes dólar del periodo 1994-2005... ...La normalización del régimen cambiario chino significa una presión sobre la competitividad de sus exportaciones”.

“El recalentamiento de la coyuntura económica de China amenaza con un ajuste: crecimiento a tasas anuales de dos dígitos, inflación desbocada, tipos de interés al alza, apreciación del renminbi/yuan y familias apalancadas en la burbuja bursátil”.

“(…) A corto plazo, el problema más acuciante puede venir del ajuste de la bolsa china, cada vez más integrada en los ciclos bursátiles internacionales. El alto grado de apalancamiento de las inversiones de las familias chinas en la suscripción de las acciones emitidas en las últimas IPO puede significar un ajuste brusco...”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), páginas 24-26.**

“Y LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA AMERICANA, ¿PARA CUÁNDO? La pregunta ineludible que inicia los foros de debate sobre la actual coyuntura económica... ...consiste en dilucidar la naturaleza, profundidad y duración de la crisis. **1. Crisis suave y breve:** ...abanderada por Wall Street... reducción de los tipos de interés de la Reserva Federal y el paquete de estímulo fiscal de la Administración Bush impulsarán la recuperación... **2. Crisis profunda y duradera:** ...estancamiento de la economía americana durante 2008-09... **3. Recesión con *double-dip* transitorio:** la economía americana está entrando en recesión... ...la dilución en el tiempo del estímulo fiscal transitorio arrastrará a la economía a una nueva caída de la actividad durante el primer trimestre de 2009... **4. Depresión económica:** ...cuenta con escasos defensores... ...política monetaria expansiva... ...reacción fiscal... ...afiorar las depreciaciones de sus inversiones a la mayor brevedad... ...reestructuración de su modelo bancario... ...reducción del déficit comercial... ...liderando el espíritu emprendedor y la productividad, en un marco de flexibilidad sectorial y territorial del mercado de trabajo”. **INFORME ECONÓMICO ESADE (1^{er} semestre 2008), página 27.**

DICCIONARIO DE LA CRISIS

A



Agencias de rating: agencias autorizadas a analizar y calificar el riesgo de las empresas (bancos originadores, SPV) y de los distintos tramos de los productos financieros, con objeto de diluir la asimetría informativa de los inversores. El rango de calificaciones se extiende desde *investment grade* (*super-senior* AAA, *senior* AA, *mezzanine* BBB) hasta *below-investment grade* (subordinada B, *equity* (no calificada)). Las agencias de *rating* más conocidas son Standard & Poor's, Moody's y Fitch.

Apalancamiento (*leverage*): ratio *debt-to-equity*, *assets-to-equity* o *assets-to-capital*.

Arbitraje regulatorio: ventaja obtenida de las diferencias entre regulaciones de países o sistemas financieros, o entre el riesgo económico real y el regulatorio, con objeto de reducir los requerimientos mínimos de capital.

Asset-backed commercial paper (ABCP): tipología de ABS –bajo la forma de papel comercial a corto plazo– que se emite por los *structured investment vehicles* (SIV) u otro tipo de *conduits* para financiar la adquisición de inversiones a más largo plazo que actúan como colaterales, por lo que exigen una refinanciación continuada a su vencimiento (*roll-over*). Los bancos creadores de dichos vehículos fuera de balance se comprometen a proveer liquidez en caso necesario.

Asset-backed securities (ABS): instrumentos financieros que incluyen la tipología de productos estructurados respaldados (colateralizados) por hipotecas, tales como los *mortgage-backed securities* (MBS), así como otra tipología respaldada por créditos para la compra del automóvil, créditos a estudiantes o tarjetas de crédito. Asimismo, los ABS incluyen los *collateralized debt obligation* (CDO) y los *asset-backed commercial paper* (ABCP).

Asset-backed securities index (ABX): índice de *credit default swaps* (CDS) referenciado a 20 bonos colateralizados por hipotecas *subprime* o préstamos con garantía hipotecaria.

Aversión al riesgo: preferencia del inversor por un riesgo menor, ante títulos de rendimiento similar.

B



Basilea II: acuerdo del Comité de Basilea sobre supervisión bancaria que establece estándares para la adecuación del capital. El pilar I se refiere a los estándares para la adecuación de capital mínimo requerido en los bancos. El pilar II se ocupa del proceso de supervisión. El pilar III se centra en la disciplina del mercado.

Banco comercial: intermediario financiero bancario, que se financia fundamentalmente mediante la captación del ahorro mediante depósitos a través de una red de oficinas, transformando dicho pasivo en activos constituidos fundamentalmente por créditos a las empresas y las familias. Está sujeto a la regulación y supervisión de las autoridades monetarias y a los organismos supervisores. Algunos bancos comerciales combinaban actividades propias de bancos de inversión. Los bancos comerciales más importantes son Bank of America, JPMorgan Chase, Citigroup, Barclays, Deutsche Bank, BNP Paribas, Unicredit, Santander y BBVA.

Banco de inversión (*broker dealer*): intermediario financiero bancario que asesoraba y gestionaba operaciones corporativas tales como fusiones y adquisiciones, compras y ventas en los mercados de valores, salidas a bolsa o emisiones de bonos. Ofrecía servicios a sus clientes (*brokerage*) y, de forma creciente, tomaba posiciones por cuenta propia (*dealing*). Utilizaba sus propios modelos internos de riesgo de mercado y de crédito, a partir de los que determinaba sus requerimientos de capital. Actuaba con un alto grado de apalancamiento a través de vehículos creados fuera de balance. Se financiaba mediante la emisión de productos financieros en los mercados mayoristas, pero no tenía prestador en última instancia. Estaba sujeto a la supervisión del riesgo de liquidez, funcionamiento del mercado y protección de los inversores por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC). Los bancos de inversión más importantes de Wall Street eran Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers y Bear Stearns. Tuvieron su origen tras el *crash* de 1929, cuando la *Glass-Steagall Act* de 1933 prohibió la actividad simultánea de entidades de depósito y banca de inversión. En 1999, la *Gramm-Leach Bliley Act* autorizó los *holdings* financieros con actividades de depósito, inversión y seguros.

C



Carry trade: transacción apalancada en que los fondos tomados a préstamo se destinan a la toma de una posición cuyo rendimiento esperado es superior al coste de aquellos fondos.

Cartera de referencia: *pool* de activos ilíquidos generadores de *cash-flow* en efectivo (hipotecas, préstamos personales, créditos a estudiantes, contratos de *leasing*) que respalda la emisión de los productos financieros estructurados CDO y similares. También puede crearse de forma sintética a partir de *credit default swaps* (CDS).

Collateralized Debt Obligation (CDO): producto financiero estructurado emitido por un SPV de un banco de inversión, basado en el empaquetamiento en un nuevo título respaldado por tramos subyacentes de titulaciones de préstamos, hipotecas, bonos y ABS. El nuevo título se divide en tramos de diferente calidad crediticia y subordinación. El SPV puede comprar la cartera de las obligaciones de deuda subyacente (*cash CDO*) o, alternativamente, puede vender un *credit default swap* (CDS) para transferir la exposición al riesgo de crédito de dichos instrumentos subyacentes de deuda (CDO sintéticos). Los CDO híbridos combinan características de ambos. Los *balance sheet CDO* facultan al originador a transferir ciertos activos o el riesgo de crédito a una entidad fuera de balance. Los *arbitrage CDO* facultan al originador a beneficiarse de los diferenciales entre los rendimientos medios de la cartera subyacente y de los tramos emitidos.

Collateralized Bond Obligation (CBO): CDO basado en el empaquetamiento de bonos.

Collateralized Loan Obligation (CLO): CDO basado en el empaquetamiento de préstamos, tales como créditos bancarios, créditos originados por operaciones de capital riesgo (*private equity*) y *leverage buy-out* (LBO), *revolving credit facilities* o *letters of credit*.

CDO estructurados: titulización respaldada por titulaciones previas. El proceso de *res securitization* dio lugar a CDO estructurados, tales como CDO de ABS, CDO de MBS (*collateralized mortgage obligation* (CMO) y CDO de CDO (CDO *square*).

CDO sintéticos: CDO en tramos en que, en lugar de comprar la cartera de referencia (ABS, MBS), el SPV vende cobertura al originador

de la misma mediante *credit default swaps* (CDS), con objeto de transferir a los inversores la exposición al riesgo de crédito de los instrumentos de deuda subyacentes de aquella cartera. El vehículo SPV obtiene de los inversores en CDO sintéticos unos ingresos que invierte en bonos de alta calidad, cuyos cupones le proporcionan los intereses para retribuir a los inversores. En caso de que las deudas de la cartera subyacente incurran en impago, el SPV se ve obligado a vender los bonos de alta calidad para pagar el seguro de cobertura al originador (ABS, MBS). Además, el vehículo SPV debe retornar el pago del principal de los tramos de CDO sintéticos a sus inversores.

Covered-bond: obligación de deuda en que el inversor tiene la protección que le concede la prioridad para proceder contra el *pool* de activos que respalda dicho título. Permanece en el balance consolidado de su emisor, a diferencia de los ABS

Credit default swaps (CDS): acuerdo bilateral, fuera de balance, entre dos contrapartes en que el vendedor de protección ofrece al comprador, a cambio del pago de una prima, un seguro de cobertura durante un periodo determinado contra el riesgo de impago de un bono emitido por un tercero. La cobertura alcanza el valor nominal del bono menos su valor residual de mercado. Los diferenciales (*spreads*) de los contratos *credit default swaps* (CDS) han suministrado información a las autoridades y a los operadores sobre las tensiones existentes en los mercados financieros y sobre el riesgo de impago y la solvencia de los bancos comerciales, los bancos de inversión, las compañías aseguradoras y otros operadores. Los CDS de los bancos han señalado el riesgo de liquidez y de crédito, así como su probabilidad de quiebra.

D



Derivados de crédito: contratos financieros privados bajo el que un participante en el mercado compra o vende protección en un mercado extrabursátil (*over-the-counter* (OTC)) contra el riesgo de crédito asociado a una referencia específica. Los productos derivados de crédito distinguen los *credit default swaps* (CDS) y los CDO sintéticos. Una variante de CDS son los CDS *index contracts* y una categoría importante de CDO sintéticos son los *index tranches-based CDO*.

E



EMBI: *emerging market bond index*, elaborado por JPMorgan a partir del diferencial de rentabilidad exigido a la deuda externa de 34 economías emergentes.

Euribor/Libor: *Euro (London) interbank offered rate*, tipo de interés al que los bancos se prestan fondos en el mercado interbancario a distintos plazos. A un día, toma la denominación de *euro overnight index average* (Eonia).

F



Fondos soberanos (SWF): fondos de inversión de titularidad pública, constituidos principalmente a partir de los superávits por cuenta corriente generados por las exportaciones de materias primas y otros productos.

H



Hedge fund: Fondo de inversión libre, que elude las restricciones que imponen la fiscalidad y la regulación mediante su domiciliación *off-shore*. Invierten en carteras de elevada relación rentabilidad/riesgo a partir de posiciones a corto, transacciones sobre derivados y un alto grado de apalancamiento.

Hipoteca subprime: préstamo hipotecario concedido a familias de bajos ingresos y sin historial crediticio (*no income, no jobs, no assets*) a tipo de interés variable (*adjustable-rate mortgage* (ARM)) y con amortización negativa los dos o tres primeros años (tipo de interés de incentivo (*teaser rate*)).

Híbridos: Títulos que combinan elementos propios de obligaciones de renta fija y de *equity*. La rentabilidad del cupón o del dividendo se establece hasta una fecha determinada, en que su tenedor puede optar por distintas alternativas (incluida la conversión en acciones). Habitualmente los títulos híbridos están subordinados a otras obligaciones de deuda en la estructura de capital del emisor.

I



Inversores institucionales: bancos, fondos de inversión, *hedge funds*, compañías de seguros, fondos de pensiones y otros inversores, tanto por cuenta de sus clientes como por cuenta propia.

Intermediación: proceso de transferencia de fondos desde los ahorradores hacia los demandantes de crédito y la inversión.

Investment-grade: *rating* de crédito correspondiente a las cuatro máximas categorías de calificación (BBB- o superior en S&P y Fitch, Baa3 o superior en Moody's).

L



Leverage-buy-out (LBO): adquisición de una empresa apalancándose en préstamos o emisión de deuda, utilizando habitualmente los activos de la compañía adquirida como colateral.

Loss given default (LGD): parte del valor nominal de un préstamo o un título que no se recupera en caso de impago.

M



Mark-to-market: valoración de una posición o una cartera en términos del precio más reciente a que dicho instrumento pudo ser comprado o vendido.

Mark-to-model: precio de una posición o cartera determinado a partir de un conjunto de hipótesis y de modelos financieros.

Modelo bancario buy and hold: modelo bancario en que las entidades utilizan la titulización de créditos como fuente de financiación en los mercados mayoristas, reteniendo la mayor parte del riesgo de crédito en el balance. Los bancos y cajas de ahorro españoles han seguido este modelo, a diferencia del modelo "originar para distribuir" de las entidades americanas y europeas en que la titulización se utiliza para transferir y distribuir el riesgo de crédito.

Modelo "originar para distribuir" (originate-to-distribute): modelo financiero de intermediación en que el préstamo originado por un *broker* en el balance de un banco comercial, titulado por un SPV

de un banco de inversión, transfiere el riesgo crediticio hasta los inversores institucionales. El riesgo de crédito del originador se transforma en el riesgo de crédito del *pool* de activos subyacentes que actúa como colateral de garantía. La dispersión global del riesgo fuera del sistema financiero presupone una menor vulnerabilidad sistémica.

Monoline: aseguradora financiera que garantiza el pago del principal y los intereses del título ABS, en caso de *default* del SPV emisor. La aseguradora instrumenta dicha cobertura mediante la emisión de garantías financieras (*wraps*) o a través de la venta de protección de un *credit default swap* (CDS).

Mortgage-backed securities (MBS): productos financieros estructurados, cuyos activos subyacentes o colaterales de garantía son hipotecas residenciales o comerciales, tales como los *residential mortgage-backed securities* (RMBS) y los *commercial mortgage-backed securities* (CMBS).

O



Originador de crédito: Un *broker* financiero genera a comisión préstamos (hipoteca, consumo, estudios), por cuenta de un banco comercial. Este originador de crédito cede sus derechos –contra el pago en efectivo correspondiente– a un vehículo especial (SPV) creado por un banco de inversión. El préstamo hipotecario desaparece del balance del originador, por lo que incurre en un comportamiento inadecuado (*moral hazard*) al relajar el *scoring* y el control del riesgo sobre los demandantes de crédito (*adverse selection*).

Overnight index swap (OIS): *swap* en el que el tipo de interés compuesto de la divisa especificada se intercambia por un tipo de interés fijo a un plazo determinado.

P



Papel comercial: pagaré privado con vencimiento a corto plazo, que se refinancia habitualmente mediante nuevas emisiones (*roll-over*). La emisión no se registra en el organismo supervisor.

Prima de riesgo: Rendimiento adicional de un título exigido por el inversor en compensación al mayor riesgo asociado.

Prime brokerage: conjunto de servicios de custodia, préstamo de títulos, informes sobre carteras, contabilidad y otros apoyos operativos, que provee un banco a un *hedge fund*.

Private equity fund: fondo constituido por un *pool* de capitales, destinado habitualmente a la compra de una participación mayoritaria en una empresa, con objeto de reestructurar su capital, la gestión o la organización.

Productos financieros estructurados: instrumentos financieros que empaquetan y segmentan en tramos su exposición a activos subyacentes con riesgo de crédito, generados por los procesos innovadores aplicados a la titulación (ABS, CDO).

Over-collateralization: el valor de los activos subyacentes que actúan como colateral de garantía es superior al valor nominal de los títulos ABS emitidos.

R



Repurchase agreement (Repo): acuerdo a través del que el vendedor de títulos se compromete a recomprarlos a un precio y una fecha determinados.

S



Special investment vehicle (SIV/conduits): entidades financieras (vehículos de inversión estructurada, sociedades instrumentales) que invierten en activos a largo plazo (CDO), pero se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo (ABCP) y otras obligaciones a medio plazo. Los *conduits* pueden acceder a líneas de liquidez (financiación contingente) desde los bancos que los han creado. No disponen de recursos propios, no tienen acceso a las subastas del banco central y no están sujetos a la supervisión del regulador financiero.

Special purpose vehicle (SPV): vehículo especial creado fuera de balance por un banco de inversión para realizar operaciones financieras que no le penalicen los ratios de capital.

Spread: diferencia entre el rendimiento de un título financiero en relación al otro similar (excepto en calidad crediticia) que actúa de referencia (US *Treasuries*, bono alemán).

T



Titulización (*securitization*): transformación de activos ilíquidos (hipoteca, contrato de *leasing*, derechos de imagen) generadores de ingresos futuros (*cash-flows*) en títulos negociables para obtener efectivo. Un *pool* de activos ilíquidos (cartera de referencia) del balance de un banco comercial (entidad originadora) se vende a un vehículo especial (SPV) de un banco de inversión, creado fuera de balance para liberar capital. El SPV utiliza dicha cartera de referencia como colateral subyacente de garantía de la emisión de títulos negociables (*asset-backed securities*, (ABS)), que se colocan entre los inversores de los mercados de capitales globales con objeto de captar financiación. La titulización no penaliza el pasivo de la empresa originaria, a diferencia de la deuda convencional, sino que genera financiación para la inversión en nuevos activos. La titulización también puede realizarse con objeto de transferir –desde el emisor al inversor– el riesgo crediticio, así como el riesgo asociado al tipo de interés o al tipo de cambio.

Titulización sintética (*synthetic securitization*): titulización creada a partir de una cartera de derivados de crédito. La cartera de activos subyacentes (hipotecas, préstamos consumo) permanece en el balance del originador. El banco comercial sólo transfiere el riesgo de crédito de la cartera de referencia al SPV del banco de inversión, que compra derivados de crédito (*credit default swaps* (CDS)) sobre aquellos activos subyacentes.

Tramos (*tranches*): segmentos del producto financiero estructurado a partir de un *pool* de activos subyacentes, con distintas combinaciones riesgo-rendimiento calificadas por las agencias de *rating*.

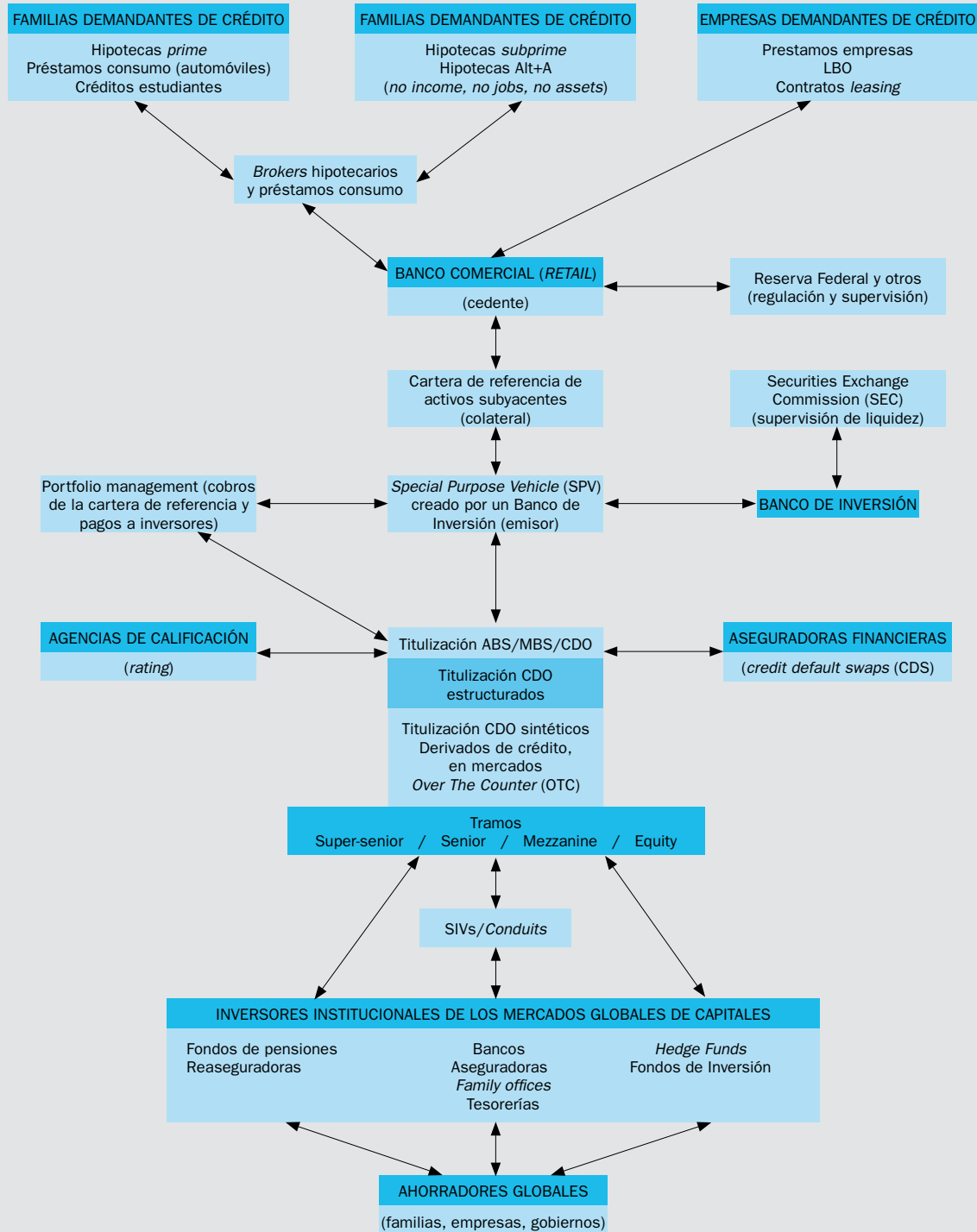
V



Volatilidad implícita: volatilidad esperada en el precio de un título, a partir del precio de sus opciones (o *swaptions*). Se calcula como la desviación estándar esperada que los inversores requieren para satisfacer la condición de neutralidad en el arbitraje de riesgo, calculada a partir de un modelo de precio de opciones tipo Black-Scholes.



MODELO 'ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE': INGENIO, AVARICIA Y... ¡CRASH!



MODELO 'ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE': INGENIO, AVARICIA Y... ¡CRASH!

1. Originación de la hipoteca (u otro *cash flow*)

En el año 2001, la Reserva Federal redujo el tipo de interés desde el 6,5% hasta el 1%, debido a la incertidumbre provocada por la crisis del Nasdaq, los escándalos empresariales (Enron/Arthur Andersen) y los atentados del 11-S. El pinchazo de la burbuja tecnológica diluyó las grandes expectativas bursátiles generadas en Wall Street por el *e-business* (*mucho know-how, poco cash flow*).

En una coyuntura de tipos de interés bajos, Wall Street fijó su mirada en el potencial del mercado hipotecario, tanto de las familias que deseaban acceder a la primera vivienda como de los que querían trasladarse a una más confortable (*American dream*). Miles y miles de *morgacheras* o *brokers* (intermediarios), ligados a bancos comerciales (*retail*) de Estados Unidos, originaron hasta las dos terceras partes de los préstamos a familias para la adquisición de viviendas. En particular, los *brokers* hipotecarios de los bancos se lanzaron a la concesión de hipotecas ARM (*adjustable-rate mortgage*) a familias sin historial crediticio (*no income, no jobs, no assets*), con un tipo de interés de incentivo (*teaser rate*) durante los dos o tres primeros años de amortización negativa. El inexistente control del riesgo (*moral hazard*) y la anteposición del criterio del volumen (*adverse selection*) multiplicaron la concesión de crédito *subprime* y *Alt+A*. El *broker* hipotecario devengaba comisiones por la cantidad de hipotecas originadas. En un periodo de intensa creación de empleo, revalorización bursátil y escasa aversión al riesgo, el continuo aumento del valor de las propiedades inmobiliarias actuaba de garantía, hasta el punto de inducir la refinanciación de la hipoteca en caso de impago de alguna cuota. El principio de "hipoteca concedida, hipoteca olvidada" regía la operación. El banco comercial vendía la cartera de hipotecas al banco de inversión –comisiones de por medio– con el riesgo de impago incorporado y retomaba su posición inicial de caja al ingresar una liquidez que le permitía seguir con su actividad de originación de préstamos. La entidad cedente no conservaba así ningún interés jurídico en los activos, que retiraba de su balance.

2. Titulización (*securitization*) en *collateralized debt obligation* (CDO)

Los bancos comerciales (cedente) vendían una cartera de créditos hipotecarios a los bancos de inversión (emisor), que convertían el flujo de cuotas de los préstamos en títulos fi-

nancieros (*securitization*). El banco de inversión creaba, fuera del balance, un *special purpose vehicle* (SPV). Este vehículo SPV tenía como activo la cartera de créditos hipotecarios y, en el pasivo se financiaba mediante una emisión de bonos (*mortgage-backed securities* (MBS), *asset-backed securities* (ABS), *collateralized debt obligation*, (CDO)). El banco de inversión cobraba las correspondientes comisiones (*fees*) por la emisión de dichos bonos en los mercados de capitales, pero se mantenía al margen de las obligaciones del vehículo SPV frente a sus bonistas. Además, al realizarse la operación con un vehículo SPV fuera de balance, el banco de inversión no consumía recursos propios, obteniendo así una elevada rentabilidad derivada de un altísimo apalancamiento sobre su capital. Un *portfolio management* especializado, a través de una cuenta fiduciaria, se ocupaba de gestionar el cobro de los fondos generados (cuotas) por la cartera de referencia de activos hipotecarios y del pago de los intereses a los suscriptores de los bonos (CDO).

Con el tiempo, el *pool* de hipotecas compradas incorporaba tanto préstamos *prime* con alta garantía de pago, como *subprime* y *Alt+A* de mayor probabilidad de impago. Las titulaciones de los préstamos con menor garantía de pago (*subprime*) ofrecían una mayor rentabilidad, pero incorporaban un elevado riesgo de impago, por lo que dificultaba su colocación masiva entre los inversores finales globales. Y también empezaron a comprar cualquier activo que generara un flujo intertemporal estable de ingresos (cartera de referencia) derivado de los préstamos de consumo (automóviles, electrodomésticos), préstamos a estudiantes, créditos a empresas, facturas o alquileres por cobrar, derechos de peaje en concesiones de infraestructuras, así como derechos de imagen y publicidad de eventos deportivos (fútbol, fórmula 1). Estos flujos de ingresos del *pool* de la cartera de inversión (cartera de referencia) del activo del vehículo SPV constituían la garantía o colateral de las obligaciones de deuda CDO del pasivo del vehículo SPV.

Los bancos de inversión más importantes eran Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers y Bear Stearns, que aportaban su alta reputación en los mercados financieros a las emisiones de CDO. En 2006-2007 empezaron a proliferar las emisiones de CDO estructurados, a partir del proceso de resecuritización de titulaciones existentes (ABS, MBS).

3. Rating AAA de las agencias de calificación

Los bancos de inversión solicitaron el asesoramiento de las agencias de calificación crediticia (Standard&Poor's, Moody's, Fitch) para diseñar y calificar los productos financieros estructurados y los derivados de crédito, a partir de sus sofisticadas técnicas de modelización matemática y sus amplias bases de datos, que utilizaban para cuantificar el riesgo y determinar el precio.

El ingenio de Wall Street procedió a estructurar productos financieros mediante tramos (*tranches*) originados por distintas tipologías de créditos con riesgos de impago diversos. El tramo de mayor calidad (*super senior*) se sucedía con tramos de calidad intermedia (*mezzanine*), hasta los tramos de mayor riesgo (*equity*). La rentabilidad (Libor + puntos básicos) de cada tramo se correlacionaba con el riesgo, de forma que el tramo superior (AAA+) proporcionaba un menor rendimiento que los tramos intermedios (AA, B), y éstos generaban uno menor que los tramos inferiores (BBB, *equity*). En caso de que los deudores hipotecarios incurrieran en morosidad, los tramos *equity* serían los primeros en verse afectados.

La emisión de CDO estructurados (ABS CDO, MBS CDO), vía resecuritización de titulaciones ya existentes (ABS, MBS), excitó la alquimia financiera de las agencias de calificación, que se traducían en una mejora del *rating* de los nuevos productos financieros en relación al asignado a los títulos subyacentes. La razón de esta mejora de *rating* se justificaba en que la correlación de los tramos de un título MBS garantizado por una cartera de hipotecas concedidas en un lugar determinado y los tramos de un título MBS respaldado por una cartera de hipotecas en otro lugar alternativo, era percibida como inferior a la correlación existente entre las carteras originales de hipotecas en sendas localizaciones geográficas. De esta forma, los CDO estructurados empezaron a emitirse con altas calificaciones, a pesar de que su colateral podía sustentarse en RMBS de origen *subprime*.

A mediados de 2007, la irrupción de la morosidad en el mercado de hipotecas *subprime* se trasladó a los títulos MBS y, finalmente, a los tramos de los CDO. La demanda de estos productos financieros se hundió, dificultando el establecimiento de su precio. La caída de su valoración en picado provocó cuantiosas pérdidas a sus inversores. La incertidumbre sobre el volumen

de pérdidas propagó una turbulencia financiera hacia el resto de mercados globales.

4. Aseguramiento (*credit default swaps (CDS)*)

Para obtener un *rating* de calificación elevado y facilitar la colocación de los productos estructurados CDO entre los inversores globales, el banco de inversión suscribía un seguro para el caso de impago (*credit default swap*, CDS) bajo la forma de derivado de crédito. En la situación normal en que los prestatarios originarios atendieran puntualmente el pago de sus créditos, el comprador del CDS pagaría las cuotas recurrentes al vendedor de cobertura. En caso de impago del tomador originario de la hipoteca, la aseguradora que había vendido el *credit default swap* (CDS) estaría obligada a pagar al tomador del seguro el importe de la diferencia entre el valor nominal del bono asegurado (CDO) –restados los cupones ya devengados– y el valor de recuperación del *pool* de hipotecas.

Las aseguradoras *monolines* (Ambac, Mbia) de bonos municipales diversificaron su ámbito de negocio hacia este tipo de productos financieros y derivados de crédito más complejos. El coste de la protección (cobertura) frente a las volatilidades implícitas de los precios de mercado era muy bajo. La aseguradora AIG (División de *Financial Services*) se mostraría especialmente activa en el ofrecimiento de este producto de cobertura.

5. CDO sintéticos y mercados *over-the-counter (OTC)*

La hipérbole financiera de Wall Street se inició cuando el banco comercial originador (cedente) no vendió el derecho de propiedad sobre la cartera de referencia al banco de inversión (emisor), sino que sólo le transfería la cobertura del riesgo crediticio vinculado a los activos de dicha cartera de referencia. A pesar de que el vehículo SPV no detentara físicamente los activos, la compra de CDS de cobertura indujo a los bancos de inversión a la emisión de los denominados CDO sintéticos, referenciados a la cartera o *pool* de créditos de los CDS adquiridos. Estos CDO sintéticos, con sus distintos tramos de riesgo, se venderían también a través de vehículos fuera de balance a los inversores globales. Su rendimiento procedía esencialmente de los flujos generados por la cobertura del seguro proporcionados por el CDS vendido al vehículo SPV del banco de inversión, con el que se tenían riesgos opuestos.

Los CDO sintéticos se encuentran, pues, en el centro de la tormenta financiera, debido a que las agencias de calificación degradaron

los *ratings* de las aseguradoras *monoline* y de los propios CDO sintéticos. La cascada de cierre de posiciones en estos títulos por parte de los *hedge funds* provocó la ampliación de los diferenciales, el colapso de sus precios y el volumen de emisiones, propagándose por el resto de productos estructurados y mercados financieros.

Además, la mayor parte de los contratos CDS –que alimentaban la emisión exponencial de CDO sintéticos– y de las transacciones de los derivados de crédito, se realizaban a la sombra de los mercados financieros (*over-the-counter* (OTC)). Los mercados bursátiles convencionales tienen explicitadas las reglas de negociación y los canales de información y de pago, que facilitan la ejecución de las operaciones de compra y venta. Los participantes en el mercado tienen acceso público al precio de las transacciones, pudiendo comprar y vender a tal precio.

Contrariamente, el mercado *over-the-counter* (OTC) se desarrollaba en la sombra y con menos formalidades (*shadow financial system*). Los operadores eran creadores de mercado que manifestaban vía teléfono su disposición a vender o comprar valores a otros operadores y a sus clientes. Los precios de transacción que cotizaban bilateralmente operador-operador (u operador-cliente) no eran públicos, por lo que el mercado no era transparente ni accesible simultáneamente para todos los operadores y sus clientes. El mercado estaba bien organizado, por lo que un operador que incurriera en una posición excesiva con su cliente (persona individual o fondo de inversión) podía trasladar rápidamente una parte del riesgo a otros operadores a través de las pantallas electrónicas de sus corredores. Más recientemente, las plataformas de negociación electrónica han posibilitado la cotización multilateral y simultánea de distintos operadores, como sucede en los mercados bursátiles.

Así pues, los productos financieros estructurados y los derivados de crédito, emitidos a vencimiento, complejos y opacos, fijaban su precio a partir de un modelo matemático de simulación acordado por el comprador y el vendedor del CDS. La titulación sintética permitía al emisor la obtención de una ganancia fruto de la diferencia entre el precio pagado por unos activos poco líquidos y el precio de venta a los inversores. La compensación y liquidación no estaba centralizada, sino que corría a cargo del comprador y del vendedor. Dado que no existía un mercado de liquidación, la fijación de precios devenía muy complicada en caso de que quebrara aquella confianza mutua.

El impulso de avaricia hacia mayores y estratosféricos *bonus* de los “masters del universo” de esta hoguera de las vanidades en que se convirtió Wall Street (Tom Wolf *dixit*), estaba sembrando una semilla diabólica debido a la falta de control sobre la espoleta de unas armas financieras de destrucción masiva (*financial weapon of mass destruction*), como las calificara Warren Buffet en 2002. Un presidente de una importante entidad financiera justificaba esta actitud porque “mientras suena la música, tienes que bailar” (*as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance*). O lo que es lo mismo, “si hay un duro por ganar, por qué dejárselo a otro”. Mientras las cosas van bien, nadie (accionistas, reguladores) osa formular preguntas delicadas.

Una era de exceso de liquidez había vuelto a inocular los efectos perturbadores del denominado “opio del banquero”, que lleva a confundir la realidad terrenal con paraísos propios de un Nirvana de otro mundo. Las celebraciones glamorosas de los aniversarios de la firma, con *top star* de Hollywood, a bordo de un yate de muchos metros de eslora anclado en una idílica bahía del Caribe, eran la carta de presentación ante los grandes clientes.

6. Inversores globales

Al final de este canal de *originate-to-distribute*, el crédito originado por un *broker* de un banco comercial, vendido a un banco de inversión se transformaba en un título financiero complejo y opaco CDO que, con la calificación de una agencia de *rating* y el aseguramiento de un CDS se lanzaba al mercado financiero global.

La abundante oferta de ahorro (*global saving glut*) y los bajos rendimientos de la deuda pública, debido al nivel reducido de los tipos de interés oficiales, abocaron a los inversores globales a los productos financieros comercializados por los bancos de inversión. La frenética búsqueda de rentabilidad, la escasa aversión al riesgo y la existencia de instrumentos de cobertura, en un entorno de pleno empleo y revalorización de los activos mobiliarios e inmobiliarios, provocaron un estado de euforia colectiva.

Los distintos tramos de los productos financieros estructurados permitían el ajuste riesgo/rendimiento al perfil de los ahorradores. Los inversores más conservadores y aversores al ries-

go (fondos de pensiones, reaseguradoras) invertían en tramos *super-senior* de los CDO. Los inversores con un perfil de riesgo moderado (bancos, aseguradoras, *family offices*, tesorerías de empresas) invertían en tramos *senior* y *mezzanine*. Los inversores más arriesgados (*hedge funds*) suscribían los tramos BBB y *equity*. Los inversores institucionales mostraron una predilección por CLO originados por operaciones de capital-riesgo (*private equity*) o *leverage buy-out* (LBO).

El proceso de titulización transfería y dispersaba el riesgo de crédito, reduciendo la vulnerabilidad sistémica. La diversidad de colaterales en origen (hipotecas, préstamos al consumo, créditos a estudiantes, *leasing*, peajes, derechos de imagen) y su dispersión geográfica en distintos mercados sustentaba la creencia de que el riesgo de impago sólo podía alcanzar a los tramos BBB y *equity*. En particular, no se contemplaba la posibilidad de un colapso general del mercado hipotecario en Estados Unidos, al suponer que los distintos Estados de la Unión actuaban como compartimentos estancos.

7. ¡Crash!

La recuperación económica obligó a la Reserva Federal a elevar los tipos de interés del 1% al 5,25% para combatir el repunte de la inflación, provocando el pinchazo de la burbuja del precio de los activos inmobiliarios. La morosidad y los embargos se dispararon, particularmente en el segmento *subprime*, provocando un inesperado y brusco deterioro de los activos subyacentes. Las agencias de calificación empezaron a degradar los *ratings* de calidad crediticia de los productos estructurados. Los *portfolio management* no pudieron cobrar las cuotas de las carteras de activos hipotecarios del vehículo SPV para atender los pagos a los inversores de CDO. El ajuste era tan profundo que afectó inicialmente a los tramos *equity*, pero empezó a escalar con virulencia hacia los tramos menos arriesgados. Los primeros fondos de inversión decidieron suspender los reembolsos, alegando la incapacidad de valorar los activos complejos. Los problemas de reembolso de los tramos de mayor riesgo generaron una pérdida de confianza que se propagó hacia los tramos preferenciales en medio del pánico de los inversores. Las aseguradoras del riesgo por impago de crédito –vendedores de CDS– intentaron hacer frente a la corriente de reclamaciones del valor de rescate, que las abocaba a la quiebra. Los inversores iniciaron una carrera de ventas (*liquidity squeeze*) de deuda titulizada a precios de derribo, huyendo hacia productos financieros de máxima calidad (*fly to quality*) como los títulos de deuda pública, cuyos rendimientos

cayeron bruscamente. La aversión al riesgo había irrumpido. Los inversores en CDO empezaron a registrar pérdidas, incluidos los bancos a través de los SIV y *conduits* creados fuera de balance. Desde el 9 de agosto de 2007, los emisores de ABCP empezaron a encontrar dificultades para renovar la financiación del papel comercial a corto plazo, ante la desconfianza sobre su exposición a activos subyacentes de largo plazo depreciados (hipotecas *subprime* y otros). La emisión de pagarés de empresa garantizados (ABCP) declinó rápida y abruptamente, debido a la irrupción del riesgo de liquidez y de contraparte.

La proliferación de emisiones de CDO sintéticos alcanzó unos volúmenes astronómicos, que acabarían por convertirse en verdaderas “armas de destrucción masiva” en la propagación del *shock* financiero. Los emisores de CDO sintéticos no podían ofrecer la cobertura contratada a quienes habían vendido protección en caso de impago de crédito, al tiempo que tampoco podían atender las obligaciones pasivas frente a sus inversores.





Llegados a este punto de sofisticación por parte de la innovación financiera, era difícil dilucidar los flujos de renta que actuaban como colaterales de garantía de los productos estructurados. De la bandeja original de piezas de fruta se había elaborado una macedonia y, finalmente, una compota. Y, progresivamente, se habían introducido ingredientes de menor calidad (*subprime*) en porcentajes crecientes, que acabaron por generar dudas y desconfianza sobre la calidad de los colaterales o activos subyacentes en garantía. Los participantes del mercado dudaban tanto del valor de los activos a la venta como de los activos propios, así como de la distribución de la exposición al riesgo entre los operadores del mercado. Cuando el modelo de valoración del riesgo utilizado para la calificación del *rating* no mereció la confianza del inversor, los compradores se retiraron del mercado, la negociación se paralizó y los mercados afloraron el riesgo de iliquidez de los activos de forma abrupta. Los operadores se encontraron súbitamente con la contracción de sus fuentes de financiación y una tenencia excesiva de activos ilíquidos. Las pérdidas que ocasionaban las posiciones que no podían deshacerse por falta de compradores imposibilitaban la aportación de garantías a los inversores que financiaban tales tenencias de activos.

Los mercados interbancarios abrieron un diferencial entre los tipos de mercado (Libor, Euribor) y los tipos de interés de referencia de los bancos centrales. Las ingentes inyecciones de liquidez y los descensos de los tipos de interés de intervención por parte de los bancos centrales no serán instrumentos suficientes para restaurar la pérdida de confianza de los operadores y su nula disponibilidad a negociar. La recomposición de las condiciones que permitan de nuevo la creación de mercados líquidos puede requerir bastante tiempo.

El pánico se extendió como reguero de pólvora en los mercados financieros globales, ante la imposibilidad de fijar cualquier precio a los CDS distinto de cero. No había precios de mercado transparentes que permitieran valorar las posiciones en activos y derivados, ni tampoco se disponía de precios de referencia de activos similares, por lo que la incertidumbre se adueñó sobre la cuantía de las pérdidas y su distribución. El valor de un derivado de crédito CDS exige una tarea tan compleja como la valoración de sus subyacentes (hipotecas, créditos personales, peajes, derechos audiovisuales) y de su valor residual en caso de impago, sus volatilidades, los flujos pendientes de generar, la probabilidad de impago del *pool* de la cartera asegurada y de la propia contrapartida.

Las perturbaciones de los mercados monetarios de corto plazo se fueron trasladando a los mercados bursátiles, hundiendo las cotizaciones de las instituciones financieras estadounidenses y europeas debido a la recurrente afloración de pérdidas y las insuficientes ampliaciones de capital. El agotamiento de las fuentes de financiación en el mercado de los vehículos de inversión estructurada fuera de balance (*SIV/conduits*) creados por los bancos, hizo saltar las cláusulas contingentes de provisión de liquidez. Finalmente, las pérdidas de los vehículos debieron reabsorberse en los balances bancarios. El aumento de la volatilidad disparó el coste de comprar protección y cobertura por parte de cualquier emisor.

El modelo de originación de crédito y distribución global del riesgo había pretendido eludir una hipotética implosión del sistema financiero americano, debido a la concentración del gran volumen de riesgo en sus balances. Los efectos de una “bomba atómica” se quisieron sustituir por un campo de “minas antipersona” sembradas entre los ahorradores del mundo. La perversión del modelo ha degenerado hasta el punto de que el sistema financiero amenaza con un colapso que, superando el efecto dominó, se asemeja más a la eclosión de un castillo de naipes.

EJEMPLO DE UN CANAL DE CONTAGIO DE LA CRISIS FINANCIERA

El modelo *originate-to-distribute* estalló en forma de turbulencia financiera el 9 de agosto de 2007. Los efectos de esa perturbación se han trasladado a través de canales complejos y opacos al conjunto del sistema financiero global.

Sarai Criado y Adrian Van Rixtel (2008) en *La Financiación Estructurada y las Turbulencias Financieras 2007-2008* (Documentos Ocasionales 0808, Banco de España) exponen un ejemplo ilustrativo de las vías de difusión de dichas perturbaciones.

Canal 1. Las hipotecas *subprime* respaldaron la creación de bonos de titulación de activos MBS por un banco comercial estado-unidense, que los colocó en un vehículo de inversión estructurada (SIV) de un banco alemán que, a su vez, se financiaba mediante la emisión de papel comercial ABCP. La morosidad del segmento *subprime* redujo el valor de los activos de garantía del SIV, que le provocó problemas de refinanciación por parte de los inversores.

Canal 2. Los préstamos hipotecarios residenciales actuaban de colateral de la emisión de CDO por un banco de inversión de Wall Street, que eran suscritos por el banco alemán. La caída del valor de aquellos productos financieros también provocó pérdidas para el SIV del banco alemán.

Canal 3. La pérdida de confianza de los inversores en los productos CDO acumuló el volumen no vendido en el balance de la sociedad instrumental SPV creada fuera de balance por un banco de in-

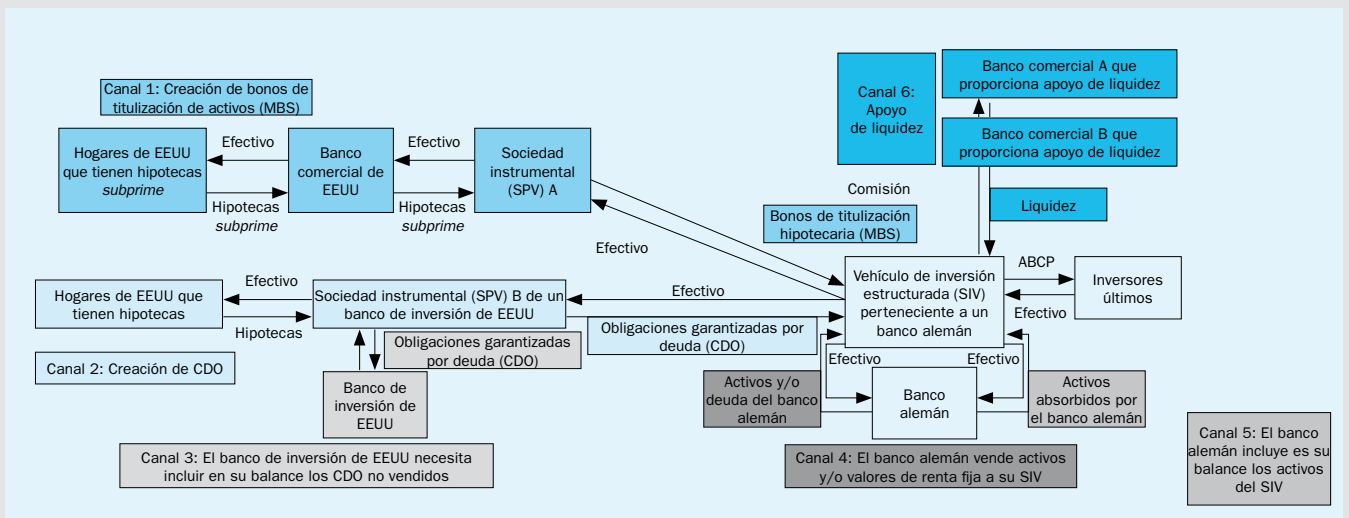
versión. En última instancia, el banco de inversión debió absorber en su propio balance dichos instrumentos CDO no vendidos.

Canal 4. El banco alemán utilizaba su vehículo SIV para colocarle activos, que daba de baja de su balance. Las turbulencias financieras afloraron el riesgo asociado a dichos activos, ocasionando pérdidas al vehículo SIV. El banco alemán también utilizaba su sociedad vehicular SIV para colocar sus emisiones de valores de renta fija. La irrupción de la desconfianza sobre el sector bancario depreció dichos títulos de deuda, proyectando también las pérdidas sobre el vehículo SIV.

Canal 5. El banco alemán debe finalmente absorber los activos con pérdidas situados en su vehículo SIV, cuyo retorno al balance provoca presiones sobre los recursos propios del banco.

Canal 6. El vehículo SIV, creado fuera de balance por el banco alemán, es incapaz de seguir financiándose a corto plazo a través de la colocación de papel comercial ABCP en el mercado. El banco patrocinador debe establecer una línea de financiación contingente lo que acabará generando restricciones elevadas de liquidez en los mercados interbancarios.

El modelo 'originate-to-distribute' estalló en forma de turbulencia financiera el 9 de agosto de 2007. Los efectos de esa perturbación se han trasladado a través de canales complejos y opacos al conjunto del sistema financiero global



FUENTE: CRIADO, S. & VAN RIXTEL, A. (2008) *La Financiación Estructurada y las Turbulencias Financieras 2007-2008*, Documentos Ocasionales 0808, Banco de España.

UN 'AUTO-TEST' DE COMPRESIÓN DE LA CRISIS: CONTRATOS DE ÍNDICES CDS

Los contratos de índices de CDS son contratos de seguro de cobertura de riesgo de impago de una cartera de instrumentos de deuda emitidos por el grupo de empresas que conforman el índice de referencia. Esta transacción privada *over-the-counter* (OTC) faculta a los inversores a tomar exposición o protección sobre una amplia y diversificada cartera de referencia estandarizada.

La estandarización de estos contratos proporcionaba una mayor liquidez en los mercados de derivados. La cobertura de una cartera de bonos a través de un CDS *index contract* era más barata que la compra de *credit default swaps* (CDS) para cada bono que componía la cesta del índice.

Los CDS *index contract* más comercializados –también divididos en tramos– son el Dow Jones CDX de carteras de entidades estadounidenses y de economías emergentes (CDX.NA.IG de Estados Unidos) y el abanico de iTraxx de cestas

de referencias europeas y asiáticas (iTraxx Europe index). Los diferenciales (*spreads*) de estos CDS *index contracts* han marcado la pauta global de la evolución de las turbulencias financieras, mostrando la correlación entre Estados Unidos y Europa.

La sofisticación de los contratos de índices CDS con vencimientos a 3, 5, 7 y 10 años, dio lugar a índices CDX.NA.HY basados en carteras diversificadas de alta rentabilidad con 100 referencias igualmente ponderadas, así como a los índices basados en subgrupos de 10-30 referencias de carteras por sectores y carteras con calificación *sub-investment grade* CDX.NA.HY.B, CDX.NA.HY.BB, CDX.NA.HY.BBB.

Por su parte, los índices iTraxx HiVol y CDX HiVol se construyeron a partir de un subgrupo iTraxx Europe y CDX.NA.IG constituido por las 30 referencias de mayor riesgo en la elaboración del índice.



El índice iTraxx Crossover se basó en 30 referencias con calificación *sub-investment grade* de las instituciones más líquidas con calificación BBB/Baa3 o inferior y con perspectiva negativa.

Posteriormente, se desarrolló el índice CDX.EM a partir de contratos CDS cuyos valores subyacentes de renta fija eran bonos soberanos emitidos por 14 economías emergentes, que también se diversificó mediante la exposición a 20 CDS de fondos soberanos y de valores privados de renta fija emergente.

El índice LCDX se construyó sobre CDS de un fondo de 100 préstamos apalancados de Estados Unidos, al tiempo que el índice LevX se basó en 35 europeos.

El contrato de índice CDS asociado *asset-backed index of home equity* (ABX.HE), que se lanzó en Estados Unidos a ini-

cios de 2006, se basó en bonos de titulización hipotecaria de alto riesgo sobre inmuebles residenciales (RMBS). A partir de tramos del citado índice ABX.HE se construyó el contrato de índices CDS denominado TABX. En fin, con bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS) se lanzó en marzo de 2006 el contrato CMBX de índices CDS.

¿Invertiría sus ahorros ganados con esfuerzo en estos contratos? ¿Ha entendido algo? ¿No? Pues entonces acaba de comprender el estallido de la crisis financiera. El 9 de agosto de 2007 los inversores globales empezaron a preguntarse sobre el auténtico valor de mercado de aquellos productos opacos y complejos emitidos por rutilantes bancos de inversión, con máximas calificaciones de las agencias de *rating*, que se acumulaban en montañas de riesgo asegurado a través de intrincados canales de contrapartida.

¿Invertiría sus ahorros en estos contratos? ¿No? Pues entonces acaba de comprender el estallido de la crisis financiera. El 9 de agosto de 2007 los inversores globales empezaron a preguntarse sobre el auténtico valor de mercado de aquellos productos opacos y complejos emitidos por rutilantes bancos de inversión, con máximas calificaciones de las agencias de 'rating'

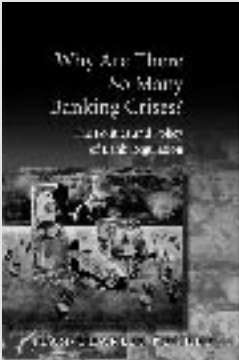
La crisis inmobiliaria y las hipotecas *subprime* les habían abierto los ojos. Las degradaciones de *rating* de algunas emisiones les motivaron inquietud. La liquidación de los primeros vehículos disparó la alarma. La desconfianza sobre las garantías subyacentes y la falta de contrapartida para determinar el valor de los productos financieros de su cartera les llevó a reducir drásticamente su demanda (*liquidity squeeze*), desviando su ahorro hacia activos seguros como la deuda pública (*fly to quality*).

Una vez seccionado el canal del flujo de ahorro global hacia la inversión, las tensiones se trasladaron a los mercados monetarios, interbancarios, bursátiles y de crédito. El precio del riesgo afloró abruptamente. Las pérdidas se multiplicaron en un sistema financiero global altamente apalancado. El obligado proceso de desapalancamiento bancario está provocando una recesión económica a escala mundial.



¿POR QUÉ HAY TANTAS CRISIS BANCARIAS?: LECCIONES BÁSICAS

Las economías que han dispuesto de desarrollos institucionales en el ámbito de la prevención de crisis financieras también han sufrido episodios de quiebras de entidades bancarias, con recurrente frecuencia en el tiempo. El prof. Jean-Charles Rochet (Université de Toulouse) (*et al.*) se formularon en *Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation* cuestiones tales como ¿los fondos de garantía de depósitos o la existencia de un banco central como prestador de último recurso incentivan una asunción excesiva de riesgos por parte de banqueros y depositantes? ¿Existen problemas de diseño regulatorio prudencial y de requerimientos de capital mínimo? ¿Es una cuestión de ineficacia de los organismos supervisores y de regulación?



El prof. J.C. Rochet identificó diversas causas de las crisis bancarias, que iban desde la desregulación de la globalización financiera hasta las interferencias políticas. En este caso, el rescate público de bancos con problemas de solvencia deterioraba la credibilidad de los organismos reguladores y la disciplina de las entidades bancarias en el control y seguimiento del riesgo. Para evitar la frecuencia y los efectos sociales devastadores de las crisis bancarias, el prof. Rochet proponía fundamentalmente el reforzamiento de la independencia de los organismos de supervisión y regulación financiera.

La selección de artículos compendiados por el prof. J.C. Rochet plantean los tópicos siguientes:

1. El banco central, prestador de último recurso

La aportación clásica de la doctrina Bagehot (1873) abogó por el “préstamo de último recurso” del banco central (*lender of last resort*) a los bancos solventes con crisis de liquidez, contra un colateral de calidad, valorado en fecha previa a la crisis y a un tipo de interés con penalización.

La provisión de liquidez de emergencia por la autoridad monetaria fue criticada por la posibilidad de que generara efectos de comportamientos inadecuados (*moral hazard*). Además, se consideraba redundante en presencia de mercados interbancarios profundos y líquidos.

2. Regulación prudencial y gestión del riesgo sistémico

La protección de los depósitos bancarios a través de fondos de garantía se consideraba que podía diluir la desconfianza de los depositantes ante la quiebra de una entidad bancaria, cortocircuitando la posibilidad de que se propagara en forma de pánico bancario al conjunto del sistema.

La estabilidad financiera es un bien público, dados los costes sociales que provocan las crisis bancarias. Los incentivos individuales de cada entidad para eludir el riesgo agregado mediante su absorción a través del mercado interbancario son insuficientes, por lo que se requiere una gestión pública conjunta del riesgo financiero sistémico. No obstante, la asignación de dicha responsabilidad a las instancias gubernamentales adolece de un problema de inconsistencia intertemporal ligada al horizonte electoral a corto plazo, por lo que las autoridades monetarias y supervisoras deberían diseñarse como instituciones que gozan de independencia política.

Los bancos con una exposición más elevada a las perturbaciones macroeconómicas o cuya quiebra provocara riesgos sistémicos (*too big to fail*) deberían merecer una supervisión más exigente en materia de ratio de capital y de control del riesgo de liquidez.

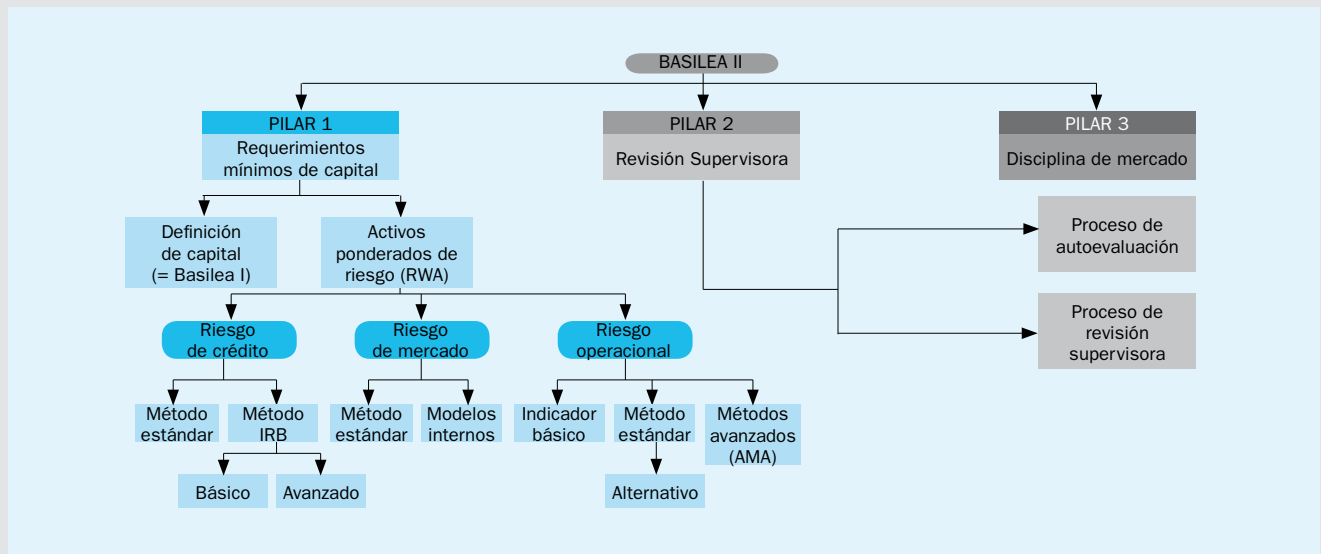
3. Regulación de la solvencia

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea elaboró en julio de 1988 el Acuerdo Basilea I, que requería a los bancos internacionales de los países desarrollados para que mantuvieran un ratio del 8% de capital mínimo en relación con sus activos ajustados por riesgo. Este acuerdo reveló algunas insuficiencias derivadas del arbitraje de capital regulatorio por parte de los bancos.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea revisó sus recomendaciones de solvencia en el marco del Acuerdo Basilea II, que se basa en tres pilares: requerimientos mínimos de capital, supervisión y disciplina de mercado. La creciente complejidad de la actividad bancaria exigía que la supervisión pública se complementara con el control del riesgo por parte de los inversores institucionales y de las agencias de calificación.

4. Disciplina de mercado y regulación

La regulación pública de las entidades bancarias ha complementado, y en ocasiones sustituido, la supervisión prudencial a través de un sistema de incentivos de los inversores orientado a la moni-



zación de la gestión bancaria. Esta disciplina de mercado se planteó mediante la exigencia de una mayor transparencia bancaria por los inversores finales, a través del cambio de la estructura de pasivos bancarios vía emisión de deuda subordinada y, en fin, mediante la mejora de la supervisión a partir de la información proporcionada por el propio mercado. En este punto, debe tenerse en cuenta que:

- a) Los mercados financieros no generan el volumen y la calidad de información que demandan los inversores. El negocio bancario, por su propia naturaleza, gestiona información que no es pública. En otro caso, la función de intermediación financiera entre ahorro y crédito devendría innecesaria. La asimetría informativa respecto a la opacidad de los balances bancarios y los productos financieros debería ser diluida a través de la información captada por los organismos supervisores. Ahora bien, un ejercicio de transparencia que proporcionara una información que estigmatizara a una entidad podría degenerar en un pánico bancario, dado el problema de coordinación de las decisiones inherente a la dispersión de los inversores.
- b) La propuesta de la imposición de una disciplina de mercado sobre los incentivos de los gestores y accionistas bancarios, basada en la obligación de emisión de deuda subordinada, alberga dificultades y limitaciones. Ciertamente, los ahorradores e inversores pueden disciplinar a los bancos en situaciones extremas, a través de la transferencia de sus fondos desde una

entidad a otra, pero no parece que ésta sea una vía adecuada para gestionar las situaciones de crisis bancarias.

- c) Los supervisores utilizan la información proporcionada por el mercado (rendimientos de los bonos bancarios, diferenciales de riesgo) para complementar la información sobre los ratios de la entidad captada a través de sus propios canales de inspección. La disciplina que impone el mercado proporciona una información que puede inducir la intervención del supervisor antes de que sea demasiado tarde para evitar un riesgo sistémico.

Así pues, la literatura académica clásica en materia de crisis bancarias concluía que la supervisión de los organismos reguladores debía complementarse con la disciplina del mercado, advirtiendo que una regulación sin la información proporcionada por el mercado puede adolecer de ambigüedad, al tiempo que los meros mecanismos de control de los mercados pueden revelarse insuficientes sin la capacidad regulatoria y punitiva de los supervisores. La eficiencia de los mercados financieros sin regulación queda al albur de potenciales perturbaciones macroeconómicas que pudieran irrumpir de forma abrupta. El control prudencial de los riesgos bancarios derivados de un *shock* agregado –concluía el prof. J.C. Rochet– debe apoyarse en un adecuado diseño y coordinación del organismo de supervisión bancaria, del banco central y del Ministerio de Economía y Hacienda (Tesoro).

EL BIS, LA NAVAJA DE OCKHAM Y EL “MINSKY MOMENT”

El 78º Informe Anual del Banco Internacional de Pagos (BIS) se preguntaba: ¿cómo es posible que la morosidad de un segmento tan delimitado como las hipotecas *subprime* estadounidenses haya provocado una perturbación tan profunda en los mercados financieros mundiales desde el 9 de agosto de 2007?

El Banco Internacional de Pagos (BIS) se respondía invocando el “principio de parsimonia” conocido como “la navaja de Ockham”, atribuido al fraile franciscano inglés Guillermo de Ockham (s. XIV). Dicho postulado filosófico del reduccionismo metodológico se basa en un razonamiento cuya premisa afirma que “la explicación de las causas de un fenómeno no debe multiplicarse si no es necesario” (*pluralitas non est ponenda sine necessitate*). El principio de Ockham afirma que “en igualdad de condiciones, la solución más sencilla es probablemente la más correcta” (*entia non sunt multiplicanda praeter necessitatem*).



Guillermo de Ockham (s. XIV)

A partir de dicho principio, el Banco Internacional de Pagos (BIS) considera que la explicación de la crisis financiera debe situarse en el modelo de intermediación de “originación a distribución”.

Este modelo de negocio bancario fomentó un cóctel explosivo que combinaba una inadecuada valoración del riesgo, una burbuja de crédito apalancada en unos tipos de interés muy bajos y unos incentivos perversos en el proceso de innovación de productos financieros complejos y opacos demandados por inversores crédulos. La morosidad hipotecaria actuó sólo como el detonante que desencadenó un proceso explosivo.

El Banco Internacional de Pagos (BIS) considera que las aportaciones del prof. Hyman P. Minsky en los años 1970 parecen especialmente pertinentes para entender la crisis financiera actual.

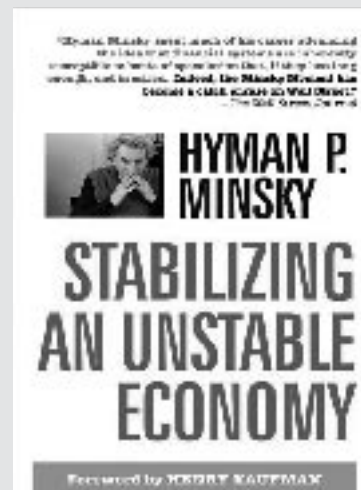


Prof. Hyman Minsky (1919-1996)

El prof. H.P. Minsky (fallecido en 1996) estudió la formación y el estallido de burbujas especulativas en los precios de los activos, que consideraba inherentes a los mercados financieros en tiempos de ciclos expansivos de crédito.

El análisis de la actitud de los inversores ante el riesgo llevó al prof. H.P. Minsky a proponer una tipología a tres niveles. En primer lugar, los inversores que cubren su deuda (*hedged borrowers*), puesto que el flujo de rendimientos en efectivo les permite hacer frente al coste de su endeudamiento y a la amortización gradual del principal. En segundo lugar, los inversores especulativos que pueden atender los intereses devengados por su endeudamiento, pero deben renovar continuamente sus líneas de crédito en mercados muy líquidos al no poder amortizar el principal con los rendimientos de su cartera. En tercer lugar, los inversores “Ponzi” (por el esquema fraudulento de “pirámide” –interés del 50%– inventada por el estafador Charles (Carlo) Ponzi en 1920) que sólo pueden refinanciar su endeudamiento si el precio de los activos se revaloriza continuamente.

La *Financial Instability Hypothesis* del prof. H.P. Minsky considera que las crisis periódicas que afligen al capitalismo tienen una naturaleza endógena al sistema financiero. La afloración de la crisis ajusta de forma natural hacia su amplificación. El prof. H.P. Minsky afirmaba que “*stability breeds instability*”, ya que “*over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system. (...) over a protracted period of good times, capitalist economies tend to move from a financial structure dominated by hedge finance units to a*





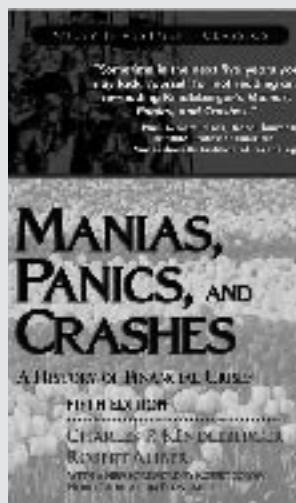
Dibujo de Kevin Kallaugher

structure in which there is large weight to units engaged in speculative and Ponzi finance. (...) units with cash flow shortfalls will be forced to try to make position by selling out position. This is likely to lead to a collapse of asset values".

Los periodos dilatados de estabilidad económica provocan la ascunción creciente de mayores riesgos por parte de los inversores, que se deslizan hacia la tipología "Ponzi". La abundancia de crédito y los bajos costes de endeudamiento inducen la relajación en la concesión de crédito y el apalancamiento excesivo de los inversores a la búsqueda de oportunidades. Las entidades financieras sorteán las normas y regulaciones para multiplicar el crédito a través de nuevos canales e instrumentos. Los organismos reguladores no ejercen adecuadamente su función de supervisión. La inversión presiona los precios de los activos al alza, que acaban generando la euforia de una espiral especulativa que sobrestima las expectativas de revalorización de los activos. El precio asignado al riesgo se reduce y el coste de la cobertura es mínimo. Los participantes en esta embriaguez financiera –que acuden en tropel sin entender el riesgo asumido– se autoconvencen de que "esta ocasión es distinta". Una burbuja se basa en que "there is nothing so disturbing to one's well-being and judgement as to see a friend get rich".

Las entidades de crédito empiezan a detectar el agotamiento del ciclo, por lo que aumentan las exigencias en la evaluación del riesgo y, finalmente, cierran el grifo del crédito barato y dejan de refinanciar a los inversores. La restricción crediticia reduce la demanda de activos. El flujo de liquidez que genera la cartera de inversión no es suficiente para amortizar las montañas de deuda. Los bancos exigen la devolución de sus préstamos, obligando a los inversores a una carrera contra el tiempo en la venta de sus activos para amortizar el crédito a su vencimiento. Se produce la quiebra de algunas entidades financieras. El ajuste de los precios de los activos precipita un pánico vendedor en estampida (*devil takes the hindmost, save qui peut, die letzen beissen die hunde*). La espiral bajista explosiva deriva en el colapso del castillo de naipes. Las plusvalías se tornan minusvalías, generando serios quebrantos y pérdidas. La desesperada demanda de liquidez se enfrenta a un *credit crunch* bancario. Afloran actitudes deshonestas y la desaparición de la escena pública de algunos de los actores más rutilantes. Es el "Minsky moment". Los inversores "Ponzi" acaban quebrando. La crisis financiera, de liquidez y solvencia, está servida.

La restricción crediticia puede generar una carrera contra el tiempo en la venta de activos para amortizar las montañas de deuda. La estampida de un pánico vendedor precipitaría una espiral bajista conducente al colapso. ¿Estamos ante un "Minsky moment"?



Las tesis del prof. H.P. Minsky fueron recogidas por el prof. Ch. Kindleberger en su análisis *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*. El prof. Ch. Kindleberger recuerda el *Torschlusspanik* (*door-shut-panic*), en referencia al temor a quedarse fuera de la protección de las murallas del burgo medieval cuando se cerraban las puertas de acceso al caer la penumbra, quedando al albur de los de-

lincuentes amparados en la oscuridad de la noche. En este libro clásico publicado hace treinta años, el prof. Ch. Kindleberger advertía que "the world seems not to have learned from experience in the past, It may do so in the future".

¿Estamos, pues, ante un "Minsky moment" o ya enfrentamos un "Minsky meltdown"?

MINSKY, H.P. *The Financial Stability Hypothesis: Capitalistic Process and the Behavior of the Economy*, en C. P. KINDLEBERGER & J.P. LAFARGUE (eds.) (1982) *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press, pág. 13-29.

MEHRLING, P. (1999) *The Vision of Hyman P. Minsky*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 39, pág. 125-58.

ECONOMÍA MUNDIAL: LO IMPENSABLE, HA OCURRIDO

CUANDO EL RÍO SUENA, AGUA LLEVA

Las primeras señales explícitas del fin del ciclo expansivo 2001-2007 de la economía mundial pueden situarse a mediados de junio 2007. Los mercados financieros detectaron que Bear Stearns –quinto banco de inversión de Wall Street– sufría fuertes pérdidas en dos *hedge funds* que invertían en productos financieros cuyos colaterales eran hipotecas *subprime*. Bear Stearns puso a la venta bonos para hacer frente a la demanda de reposición de garantías, inyectando liquidez en uno de los fondos y liquidando el otro. Su cotización bursátil inició una caída, castigada por el riesgo de liquidez de la entidad.

A mediados de julio de 2007, las agencias de calificación crediticia (S&P, Moody's, Fitch) rebajan el *rating* de bonos hipotecarios *subprime*, situando algunos tramos de títulos ABS en calificación negativa preliminar y anunciando una revisión de los contratos CDO expuestos a las garantías de hipotecas residenciales.

El 30 de julio de 2007, el banco alemán IKB Deutsche Industriebank revela que no puede atender sus obligaciones financieras en relación con una línea de liquidez de títulos ABCP concedida a un fondo con alta exposición a hipotecas *subprime*. Su accionista de referencia, KfW, tiene que asumir tales obligaciones y organiza un fondo de rescate junto a otros bancos alemanes.

A inicio de agosto de 2007, American Home Mortgage Investment Co. se declara en quiebra. El gestor de fondos alemán Union Investment suspende las retiradas de capital de uno de sus fondos. Tres emisiones de ABCP extienden el vencimiento de sus pasivos.

EL 9 DE AGOSTO DE 2007 SE FUNDEN LOS PLOMOS

El 9 de agosto de 2007, BNP Paribas anuncia que no puede valorar las participaciones en tres fondos de inversión, por lo que suspende la recompra de tales participaciones. Las perturbaciones financieras irrumpen de forma abrupta, provocando una retracción de la liquidez global y una huida de los ahorradores hacia los activos de calidad (*Treasury Bills*). El precio de la deuda pública se disparó, ajustando a la baja sus rentabilidades. De esta forma, las tensiones en los mercados interbancarios abrieron un diferencial en

tre su tipo de interés (Libor, Euribor) y las expectativas de tipos de interés oficiales de las políticas monetarias de los Bancos centrales (*overnight index swaps*, OIS). El precio del riesgo afloró con virulencia a los distintos plazos (3 meses, 1 año).

El 9 de agosto de 2007, algunos inversores institucionales anuncian que no pueden valorar sus participaciones en fondos de inversión de productos estructurados. Las perturbaciones financieras irrumpen de forma abrupta, provocando una retracción de la liquidez global y una huida de los ahorradores hacia los activos de calidad

El Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal estadounidense reaccionaron con prontitud, inyectando liquidez a través de préstamos a un día en el mercado interbancario y realizando subastas extraordinarias de financiación a un día.

A mediados de septiembre de 2007, la entidad hipotecaria británica Northern Rock declara tener unos acuciantes problemas de liquidez, que derivan en un pánico bancario con retirada masiva de depósitos.

Las principales entidades bancarias presentan los resultados correspondientes al tercer trimestre de 2007 con pérdidas abultadas. Las primeras reorganizaciones directivas significan el despido y la indemnización de algunos presidentes y máximos ejecutivos. Los bancos se ven compelidos a aflorar como pérdidas las depreciaciones de sus activos, lo que les obliga a captar nuevo capital para no deteriorar sus



ratios de solvencia. Durante los primeros meses, además de los propios accionistas, las entidades captaron sustanciosas inyecciones de capital de los fondos soberanos de Oriente Medio (Arabia Saudí, Kuwait, Qatar, Abu Dhabi) y Asia (China, Singapur).

A mediados de octubre de 2007, las agencias de *rating* degradan la calificación de numerosos tramos de bonos *subprime*, poniendo en revisión y calificación negativa preliminar a los productos CDO. Standard & Poor's, Moody's y Fitch anuncian la reducción de las perspectivas de calificación –desde “estable” a “negativa”– a algunas aseguradoras de bonos (*monoline*) que han declarado pérdidas, generando solicitudes de reposición de garantías por sus contrapartes.

UN TINTINEO DE CASCABELES QUE NO CELEBRABA LA NAVIDAD

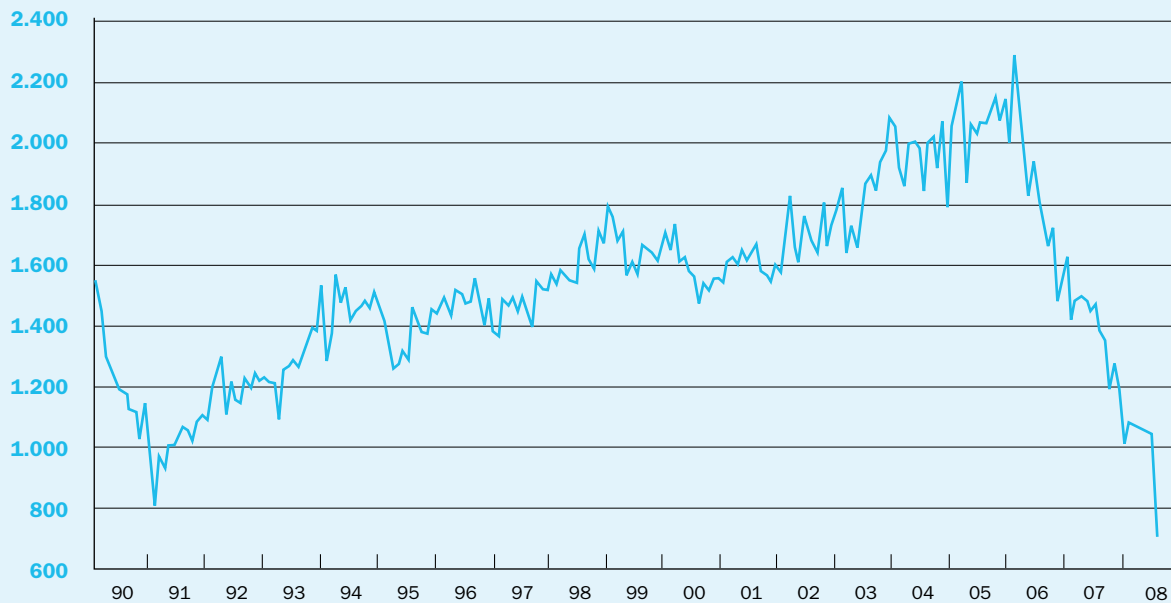
La caída en picado de la actividad y de los precios del mercado de la vivienda en Estados Unidos –al impedir el *cash-out refinancing*– se empezó a cobrar también sus piezas.

La morosidad hipotecaria de los segmentos *subprime* y Alt+A disparó los procedimientos de embargos y el número de familias que saldaban sus deudas mediante la devolución de las llaves al banco (*jingle bells*). Los cascabeles haciendo sonar su tintineo en los sobres enviados a los bancos se contaban por centenares de miles. En Estados Unidos, el impago de la deuda hipotecaria puede saldarse con la entrega del bien hipotecado. Ahora bien, de esta forma se reducía la posibilidad de utilizar la garantía hipotecaria para financiar crédito al consumo (“quien tiene una vivienda, tiene un cajero automático”).

Las pérdidas de las mayores entidades hipotecarias y de los colaterales de los bonos de titulización (RMBS) se extendieron como reguero de pólvora. En enero de 2008, la cartera hipotecaria de Countrywide Financial –que se había hundido en bolsa– acaba en manos de Bank of America.

EE.UU.: VIVIENDAS INICIADAS

Miles anuales



FUENTE: Federal Housing Board

EE.UU.: PRECIOS VIVIENDA
Índice Case-Shiller - Variación interanual



EFECTO DOMINÓ

Los bancos centrales realizan intervenciones coordinadas de inyección de liquidez. Además, la Fed, el BCE y el Banco Nacional Suizo acuerdan operaciones de financiación a largo plazo en dólares. A finales de enero de 2008, la Reserva Federal reduce el tipo de interés en 0,75 y 0,50 puntos en sendas reuniones del Federal Open Market Committee (FOMC).

La presentación de resultados anuales de los principales bancos, correspondientes al ejercicio 2007, se traduce en una oleada de pérdidas por amortizaciones contables como consecuencia de los ajustes de valoración de activos de titulización hipotecaria expuestos al declive inmobiliario.

A finales de febrero de 2008, varios fondos de valores ABS y RMBS incurren en retrasos en la reposición de garantías en préstamos con pacto de recompra (repo) o suspenden temporalmente la recompra de participaciones, incumpliendo finalmente sus obligaciones de pago. Los inversores forzaron la liquidación de activos y el cierre de los fondos.

La desconfianza derivó progresivamente en pánico. Los inversores globales procedieron a la venta de los activos en cartera, provocando el desplome de sus precios de mercado. La colocación de los productos financieros estructurados devino imposible. Estas turbulencias financieras se fueron trasladando a los mercados bursátiles, monetarios y de crédito. El ahorro global dejó de fluir hacia los demandantes de financiación (bancos de inversión, *hedge funds*, *private equity*). El número y volumen de operaciones corporativas (fusiones, adquisiciones, salidas a bolsa, emisiones de deuda corporativa, *leverage management buy-out*, capital riesgo) se redujeron dramáticamente. En consecuencia, los bancos de inversión empezaron a mostrar los primeros síntomas de la debilidad provocada por el excesivo apalancamiento a través de sus vehículos especiales creados fuera de balance (*special purpose vehicle*, SPV).

UN CORTAFUEGO LLAMADO BEAR STEARNS

En marzo de 2008, la víctima fue Bear Stearns, el quinto banco de inversión de Wall Street. Su cotización bursátil se había desplomado y sus *credit default swaps* (CDS) habían

escalado hasta cotas que anunciaban su insolvencia. La Reserva Federal decidió establecer un cortafuego para evitar los efectos sistémicos que generaría la quiebra, induciendo y financiando con 29.000 millones de dólares el rescate a cargo de JPMorgan Chase.

En marzo de 2008, la víctima fue Bear Stearns, el quinto banco de inversión de Wall Street. La Reserva Federal decidió establecer un cortafuego para evitar los efectos sistémicos que generaría la quiebra, induciendo y financiando con 29.000 millones de dólares el rescate a cargo de JPMorgan

Desde finales de 2007, la Reserva Federal estaba inyectando miles de millones de dólares en los bancos comerciales a través de la facilidad de subastas a plazo (*term auction facility* (TAF)), que era anónima para evitar la estigmatización de las entidades que concurrían. En marzo de 2008, la Fed incrementó el volumen, la duración y amplió la gama de activos de colaterales en garantía de sus préstamos de bonos del Tesoro mediante la nueva facilidad de cesión de valores a plazo (*term securities lending facility* (TSLF)), a la que tenían acceso los bancos de inversión. En fin, la facilidad de crédito para nuevos operadores (*primary dealers credit facility* (PDCF)) abrió también la ventanilla de descuento a los bancos de inversión.

En julio de 2008, la Reserva Federal y la Securities and Exchange Commission (SEC) firmaron un *Memorandum of Understanding*, que facultaba a la Fed con competencias de supervisión sobre los bancos de inversión.

Ese mismo mes de julio de 2008, el banco estadounidense IndyMac Bancorp se declara en quiebra.

Los bancos centrales siguieron inyectando liquidez, apoyando puntualmente a alguna entidad en dificultades y presionando a los bancos privados para que afloraran en el balance las pérdidas latentes de sus *conduits*. Hasta el verano de 2008, la autoridad monetaria estadounidense optó por los mecanismos de mercado como vía de ajuste, descartando cualquier intervención directa en las entidades y operadores financieros.

ESPECULACIÓN EN LOS MERCADOS DE FUTUROS DE MATERIAS PRIMAS

Los bancos de inversión acudieron masivamente a la barra libre de liquidez que les ofrecía la Reserva Federal. La

desconfianza de los inversores hacia sus productos estructurados hacía imposible su habitual acceso a la financiación en los mercados mayoristas internacionales. La quiebra de su modelo de negocio (emisiones de bonos, salidas a bolsa, fusiones y adquisiciones) y las abultadas pérdidas en su cartera de inversiones había dejado exhausta su caja.

Los bancos de inversión colocaron la liquidez suministrada por la Fed en los mercados de futuros, con objeto de ganar unas rápidas plusvalías que les permitieran salir del atolladero. Las posiciones financieras tomadas en los mercados de futuros de petróleo y *commodities* alimentarias, azuzadas por informes sobre la presión de demanda de los consumidores chinos y los riesgos geoestratégicos sobre el suministro, provocaron unas burbujas especulativas que proyectaron el precio del petróleo hasta los 147 dólares/barril y cotizaciones históricas de 310 dólares la tonelada de maíz, 470 dólares la tonelada de trigo, 600 dólares la tonelada de soja y 2.000 dólares la tonelada de aceite de girasol.



EL FUTURO DE LOS FUTUROS

La crisis financiera internacional se ha llevado por delante la presión especulativa de los bancos de inversión en los mercados de futuros. La quiebra, venta y reconversión de los bancos de inversión y otros operadores han llevado a deshacer las posiciones financieras largas, con el consiguiente derrumbe de las cotizaciones.

La recesión económica mundial está reduciendo la demanda de materias primas básicas, provocando la toma de posiciones financieras cortas que arrastran los precios a la baja. A la caída del consumo en Estados Unidos y Europa se está sumando China, por lo que los mercados de futuros están descontando unos escenarios con cotizaciones de derribo.

No obstante, los mercados de materias primas tienen una demanda más inelástica que otros productos y sus mercados presentan rigideces estructurales. Las cotizaciones del Chicago Board of Trade (CBOT) o del New York Mercantile Exchange (NYMEX) y del Intercontinental Exchange (The ICE) son extremadamente sensibles a factores tan volátiles como la cotización del dólar o tan imprevisibles como los equilibrios geopolíticos.

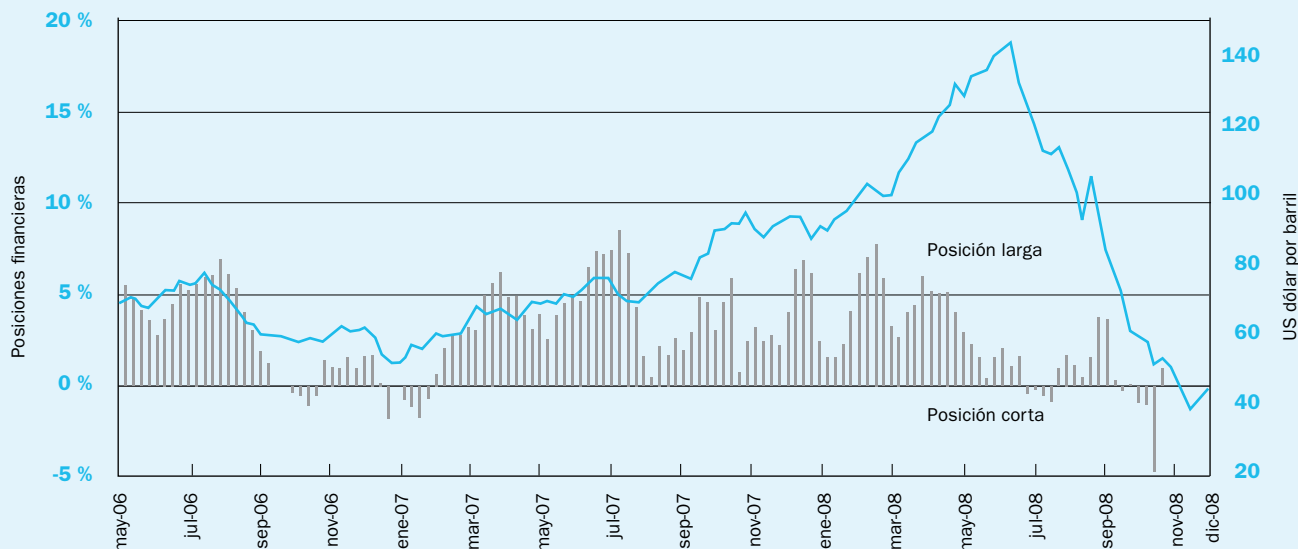
Así por ejemplo, el crecimiento global se basa en un modelo de energía fósil primaria (petróleo, gas, carbón) que no registrará

modificaciones sustanciales durante las próximas décadas. Tras la superación de la recesión coyuntural, resurgirá la demanda global –con tasas crecientes en Asia (China, India)– y no se proyecta una disrupción tecnológica a medio plazo en la motorización del transporte mundial, basado en la combustión de derivados del petróleo.

La recesión económica mundial está reduciendo la demanda de materias primas básicas. A la caída del consumo en Estados Unidos y Europa se está sumando China, por lo que los mercados de futuros están descontando unos escenarios con cotizaciones de derribo

Las reservas probadas de petróleo se concentran en áreas geopolíticas tan inestables como Oriente Medio y Venezuela, de las que fluyen la mayor parte de las exportaciones hacia las economías consumidoras. Además, las reservas energéticas están ahora bajo la propiedad de empresas públicas de los países que las albergan en su subsuelo. Los beneficios de las compañías energéticas están invirtiéndose en nuevas fronteras de prospección y exploración (Ártico, aguas profundas, arenas bituminosas), pero los productos refinados no llegarán al mercado hasta dentro de unos años.

POSICIONES FINANCIERAS Y PRECIOS DEL PETRÓLEO Referencia barril Brent



RESERVAS PROBADAS DE PETRÓLEO

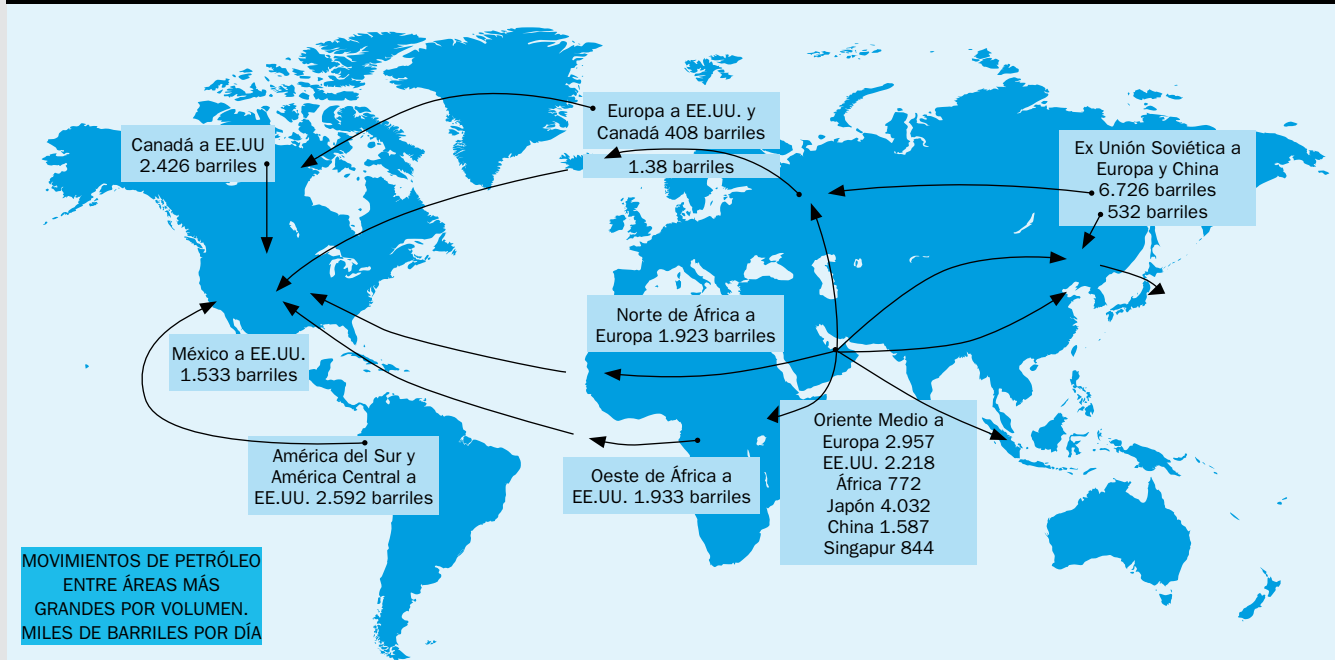
Cartograma



FUENTE: BP

COMERCIO INTERNACIONAL DE PETRÓLEO, 2007

Miles de barriles/día



MOVIMIENTOS DE PETRÓLEO
ENTRE ÁREAS MÁS
GRANDES POR VOLUMEN.
MILES DE BARRILES POR DÍA

FUENTE: FT

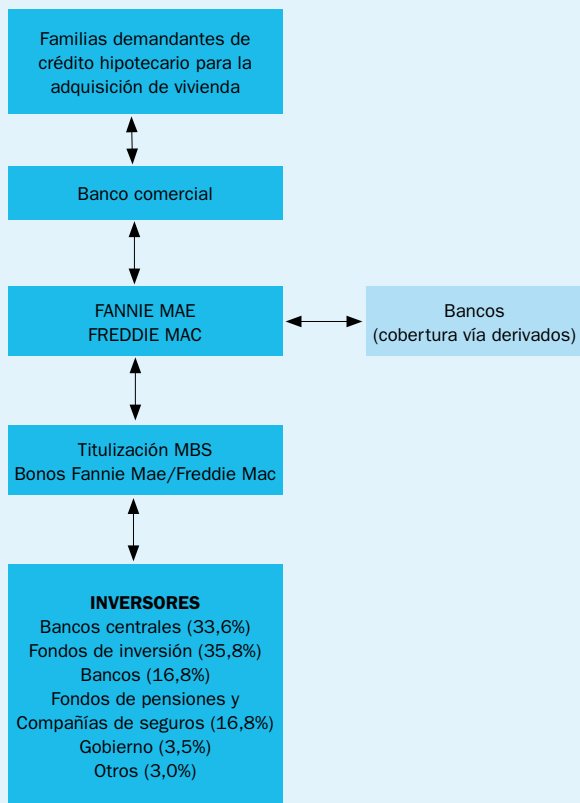
FANNIE MAE, FREDDIE MAC Y LOS ACREEDORES DEL CIRCO

Al regreso del verano de 2008, las tensiones de los mercados financieros seguían con el estandarte fijado en el pabellón más alto del riesgo de insolvencia, en términos de las primas de contratos de aseguramiento del riesgo de crédito (*credit default swaps* (CDS)).

El deterioro del mercado hipotecario estaba castigando las cotizaciones de las agencias de financiación de vivienda Fannie Mae y Freddie Mac. Sus *credit default swaps* (CDS) habían escalado hasta cotas que hacían insostenible su actividad normal, abocándolas a la quiebra. Sus accionistas lo perdían todo. El presidente y el secretario del Tesoro de Estados Unidos convinieron que no podían dejar caer a Fannie Mae y Freddie Mac. La razón no sólo se debía a que ambas entidades canalizaban la mitad de la financiación hipotecaria en Estados Unidos (*too big to fail*), sino que entre los tenedores de bonos se alineaban los bancos centrales y otros inversores gubernamentales del mundo (Rusia, China, Taiwan).

Fannie Mae había sido creada por la Administración Roosevelt en 1938, con objeto de comprar los créditos de los bancos, titularlos y colocarlos en el mercado para proveer de liquidez a las entidades bancarias. El *crash* de 1929 había provocado un pánico bancario que había dejado a los bancos sin capacidad para financiarse, dada la inexistencia de un fondo de garantía de depósitos. En 1979, la Administración americana creó su homóloga Freddie Mac, con objeto de introducir una mayor competencia. Inicialmente, ambas entidades fueron públicas. Posteriormente se transformaron en Government-Sponsored Enterprises (GSE), aunque últimamente eran entidades privadas. No obstante,

FANNIE MAE/FREDDIE MAC Y EL MERCADO HIPOTECARIO



los inversores de perfil de riesgo conservador consideraban los bonos de Fannie Mae y Freddie Mac tan seguros como los *Treasury Bills*, por lo que sus emisiones se colocaban en gran parte en las reservas de los bancos centrales y los inversores gubernamentales.

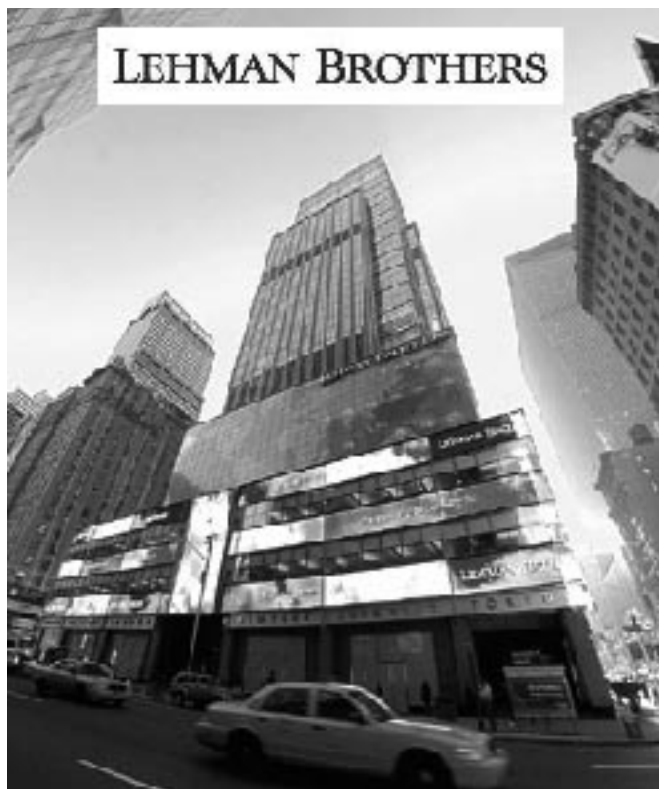


En consecuencia, la quiebra de Fannie Mae y Freddie Mac sería equiparada a un *default* soberano de Estados Unidos y podría degenerar en conflictos diplomáticos. El Departamento del Tesoro no podía incurrir en la pérdida de su reputación como emisor fiable en los mercados internacionales, por lo que el 7 de septiembre de 2008 tuvo que instrumentar la intervención pública de ambas entidades por un importe de 200.000 millones de dólares.

Fannie Mae y Freddie Mac tuvieron que ser rescatadas por el Tesoro, ya que canalizan la mitad del mercado hipotecario americano y porque sus acreedores (bancos centrales y otros inversores) habrían interpretado su quiebra como un 'default' soberano de Estados Unidos

LEHMAN BROTHERS: HECATOMBE EN WALL STREET

El modelo de negocio de los bancos de inversión estaba tocado de muerte. El 15 de septiembre de 2008, tras una infructuosa carrera por encontrar un comprador, Lehman Brothers se declaraba en bancarrota, con el mayor pasivo de la historia de Estados Unidos.



El 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers se declaraba en bancarrota con el mayor pasivo de la historia de Estados Unidos. La Reserva Federal descargó el coste del ajuste de la quiebra del cuarto banco de inversión estadounidense sobre las carteras de sus accionistas y bonistas. La conmoción de los mercados fue global

La Reserva Federal consideró que el establecimiento de un cortafuego en forma de rescate público (*bail-out*) generaría unas expectativas similares para el resto de entidades con problemas. Hasta entonces, los riesgos de contrapartida con las entidades financieras consideradas sistémicas quedaban mitigados por las expectativas del rescate por parte de un organismo público. Por tanto, modificando la actitud que había tenido con Bear Stearns en marzo de ese mismo año, la Fed descargó el coste del ajuste de la quiebra del cuarto banco de inversión estadounidense sobre las carteras de sus accionistas y bonistas.

El mismo 15 de septiembre de 2008, Merrill Lynch se vendía a precio de saldo a Bank of America, desapareciendo así la tercera firma del ranking de bancos de inversión de Wall Street.

La conmoción de los mercados fue global. Las dudas sobre las entidades que se consideraban sistémicas, la falta de información fiable sobre la exposición de los balances a los productos financieros estructurados y el alto grado de interconexión entre entidades generó una desconfianza que bloqueó los mercados interbancarios y de papel comercial, provocando un desplome de las cotizaciones en todas las plazas bursátiles del mundo. El precio del riesgo se disparó hasta cotas históricas, tanto en términos de tensiones de liquidez en los mercados interbancarios como en las primas de los *credit default swaps* (CDS). El enquistamiento del riesgo de liquidez había degenerado en riesgo de insolvencia.

AIG: LO PEOR ESTÁ POR LLEGAR

El 16 de septiembre de 2008, American International Group (AIG) manifiesta la insuficiencia de su capital para hacer frente a sus compromisos de protección a través de contratos de derivados de crédito. La división de Financial Services de AIG había sido la aseguradora más activa en el mercado billonario de *credit default swaps* (CDS). La espoleta de las armas financieras de destrucción masiva (*financial weapon of mass destruction*) –como las calificara Warren Buffet en 2002– anunciaba una eclosión a escala global de los balan-

ces bancarios. La Reserva Federal acudió al rescate con una red de sustentación inicial de 85.000 millones de dólares. Con posterioridad ha tenido sucesivas ampliaciones que ha multiplicado la aportación de la Fed hasta 158.000 millones de dólares.

El 16 de septiembre de 2008, American International Group (AIG) manifiesta la insuficiencia de su capital para hacer frente a sus compromisos de protección a través de contratos de derivados de crédito ('credit default swaps' (CDS)). La espoleta de las armas financieras de destrucción masiva ('financial weapon of mass destruction') había saltado. La Reserva Federal tuvo que acudir al rescate

LAS RÉPLICAS DEL TERREMOTO

Durante esos fatídicos días, las tensiones se filtran hacia los populares fondos de inversión en el mercado monetario, que viven un auténtico pánico financiero con retiradas masivas de sus partícipes.

La caída del precio de los activos provocó que los *hedge funds* –que dependen de su intermediario principal (*prime broker*)– tuvieran que aportar garantías adicionales. Alternativamente, se veían forzados a la venta de tales activos o a instar la quiebra, deprimiendo todavía más su valor.

El 21 de septiembre de 2008, Goldman Sachs y Morgan Stanley –primer y segundo bancos de inversión– capitulan

PÉRDIDAS BANCARIAS (WRITEDOWNS)

Miles de millones de dólares

| | Base Case Estimates of Writedowns on U.S. Loans | | Writedowns on U.S. Loans | | | | |
|-----------------------|---|--------------------------|--------------------------|-----------|------------------|----------------------|---------------------------|
| | Outstandings | October estimated losses | Banks | Insurance | Pensions/Savings | GSEs and governments | Other (hedge funds, etc.) |
| Subprime | 300 | 50 | 35-40 | 0-5 | 0-5 | – | 10-15 |
| Att-A | 600 | 35 | 20-25 | 0-5 | 0-5 | – | 5-10 |
| Prime | 3.800 | 85 | 25-30 | 0-5 | 0-5 | 45-55 | 0-5 |
| Commercial real state | 2.400 | 90 | 60-65 | 5-10 | 0-5 | – | 10-20 |
| Consumer loans | 1.400 | 45 | 35-35 | 0-5 | 0-5 | – | 10-15 |
| Corporate loans | 3.700 | 110 | 80-85 | 0-5 | 0-5 | – | 25-30 |
| Leveraged loans | 170 | 10 | 5-10 | 0-5 | 0-5 | – | 0-5 |
| Subtotal | 12.370 | 425 | 255-290 | 0-40 | 0-35 | 45-55 | 60-100 |

| | Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities | | Losses on Securities | | | | |
|---------------------------|--|---|----------------------|-----------|------------------|----------------------|---------------------------|
| | Outstandings | October estimated mark-to-market losses | Banks | Insurance | Pensions/Savings | GSEs and governments | Other (hedge funds, etc.) |
| ABS | 1.100 | 210 | 100-110 | 40-45 | 35-55 | 10-15 | 10-25 |
| ABS CDOs | 400 | 290 | 145-160 | 55-75 | 30-45 | 15-20 | 15-30 |
| Prime MBS | 3.800 | 80 | 20-25 | 10-15 | 10-20 | 20-25 | 0-5 |
| CMBS | 940 | 160 | 80-90 | 20-25 | 15-35 | 10-20 | 15-20 |
| Consumer ABS | 650 | 0 | – | – | – | – | – |
| High-grade corporate debt | 3.000 | 130 | 65-75 | 20-30 | 20-35 | – | 5-20 |
| High-yield corporate debt | 600 | 80 | 45-50 | 10-15 | 15-20 | – | 5-15 |
| CLOs | 350 | 30 | 15-20 | 0-5 | 0-5 | – | 5-10 |
| Subtotal | 10.840 | 980 | 470-530 | 155-210 | 125-215 | 55-80 | 55-125 |
| Total | 23.210 | 1.405 | 725-820 | 160-250 | 125-250 | 100-135 | 115-225 |

Fuente: FMI

ante la evidencia de la inviabilidad de sus modelos de negocio y solicitan su transformación en bancos comerciales universales (*bank holding companies*), sujetos a la supervisión de la Reserva Federal. Será difícil ver la transmutación de sus eficientes ejecutivos desde las tareas relacionadas con emisiones de bonos estructurados, salidas a bolsa o asesoramiento de fusiones corporativas, hacia tareas de menor glamour como son la gestión de una red minorista y el seguimiento del riesgo de los morosos hipotecarios.

El 25 de septiembre de 2008, la primera caja de ahorros de Estados Unidos –Washington Mutual (Seattle)– se declaraba en quiebra, pasando a manos de JPMorgan Chase con la anuencia de las autoridades gubernamentales y monetarias. El 29 de septiembre de 2008, la precipitación de los acontecimientos lleva al quinto banco comercial estadounidense a entrar también en quiebra. En este caso, la adquisición de Wachovia abrió una disputa entre Citigroup y Wells Fargo, que finalmente se hizo con la entidad originaria del Estado de Carolina del Norte.

A finales de septiembre de 2008, la primera caja de ahorros de Estados Unidos (Washington Mutual) se declaraba en quiebra, pasando a manos de JPMorgan. Y el quinto banco comercial estadounidense (Wachovia) también entra en quiebra, siendo adquirido por Wells Fargo. El sistema financiero americano había vivido en escasas semanas una hecatombe histórica

Las compañías de seguros y los fondos de pensiones empezaron a anunciar pérdidas sustanciales debido a sus inversiones en productos estructurados, sembrando la inquietud entre los titulares de seguros de vida y los jubilados americanos.

Las aseguradoras de caución (*monolines*) han visto caer estrepitosamente su actividad y sus cotizaciones bursátiles, al tiempo que se disparaba su riesgo de insolvencia. Las agencias de calificación les han degradado el *rating*, que constituye un factor esencial en la venta de cobertura. Los bancos son propietarios de muchos *monolines*, por lo que registrarán pérdidas ulteriores. La situación de las *monolines* ha aumentado el riesgo de contraparte.

Así pues, el sistema financiero americano había vivido en escasas semanas una hecatombe histórica que ha arrasado los bancos de inversión, provocando una profunda debacle en Wall Street.

El 24 de noviembre de 2008, anticipando unos días el *Thanksgiving Day*, el otrora imbatible Citigroup recibía garantías públicas a sus activos y una inyección de capital, revelando que el proceso de saneamiento y reordenación del sistema bancario internacional todavía no ha tocado fondo.

En fin, la “estafa Madoff” ha sido un ejemplo paradigmático del “sistema financiero en la sombra” que ha caracterizado la burbuja de Wall Street.

LA DEBACLE SALTA EL ATLÁNTICO

Las turbulencias financieras se trasladaron de origen desde Estados Unidos hacia Europa. La entidad más expuesta de inicio al cambio de la coyuntura fue el británico Northern Rock, cuyo agresivo modelo de negocio hipotecario sustentado en la financiación interbancaria y mayorista quedó ya en evidencia en septiembre de 2007.

Las depreciaciones de activos y las emisiones de capital de los bancos europeos proliferaron durante los sucesivos trimestres tras el estallido de la crisis. Las entidades bancarias acudieron inicialmente a los fondos soberanos, que entraron en el capital de las entidades tras las primeras caídas bursátiles, con el consiguiente alborozo de sus accionistas y el recelo de los gobiernos. Sus inversiones perderán hasta la camisa. La recapitalización a través de los propios accionistas ha revelado un recorrido limitado, ante la magnitud del desastre.

Las turbulencias financieras se trasladaron desde Estados Unidos hacia Europa. Las depreciaciones de activos y las emisiones de capital de los bancos europeos proliferaron durante los sucesivos trimestres tras el estallido de la crisis. La recapitalización a través de los propios accionistas ha revelado un recorrido limitado, ante la magnitud del desastre

En julio de 2008, se añaden a la lista de damnificados el británico Alliance & Leicester –que acabará adquirido por el Santander– y el Roskilde Bank danés.

El 18 de septiembre de 2008, el mayor banco hipotecario del Reino Unido comunica su desequilibrio patrimonial. Halifax Bank of Scotland (HBOS) recibe una oferta de compra por parte de su salvador Lloyds TSB. El marco legal sobre el control de concentraciones de la *Enterprise Act* fue modificado *ad hoc*. Las autoridades británicas de la competencia (*Office of Fair Trading*) emitieron un Informe y miraron hacia otro lado.

El 28 de septiembre de 2008, la cotización de Fortis se desploma en la bolsa. Hacía apenas un año que, junto al Royal Bank of Scotland (RBS) y el Banco Santander, había participado en la macroadquisición del holandés ABN Amro. Los gobiernos de Holanda, Bélgica y Luxemburgo acuerdan una acción coordinada de intervención sobre Fortis. Finalmente, el 3 de octubre de 2008 el gobierno holandés acabó nacionalizando la parte holandesa de Fortis y, el 6 de octubre 2008, las partes belga y luxemburguesa se ofrecieron al banco francés BNP Paribas. Los gobiernos de Bélgica y Luxemburgo entran en el capital del banco adquirente y mantienen minorías de bloqueo.

Los acontecimientos se precipitan por segundos, trasladando la máxima de que “en un mercado financiero, un minuto es una eternidad” desde las mesas de dinero y los mercados de divisas a la economía real.

El 29 de septiembre, las autoridades británicas nacionalizan Bradford & Bingley. El Banco Santander adquiere su red

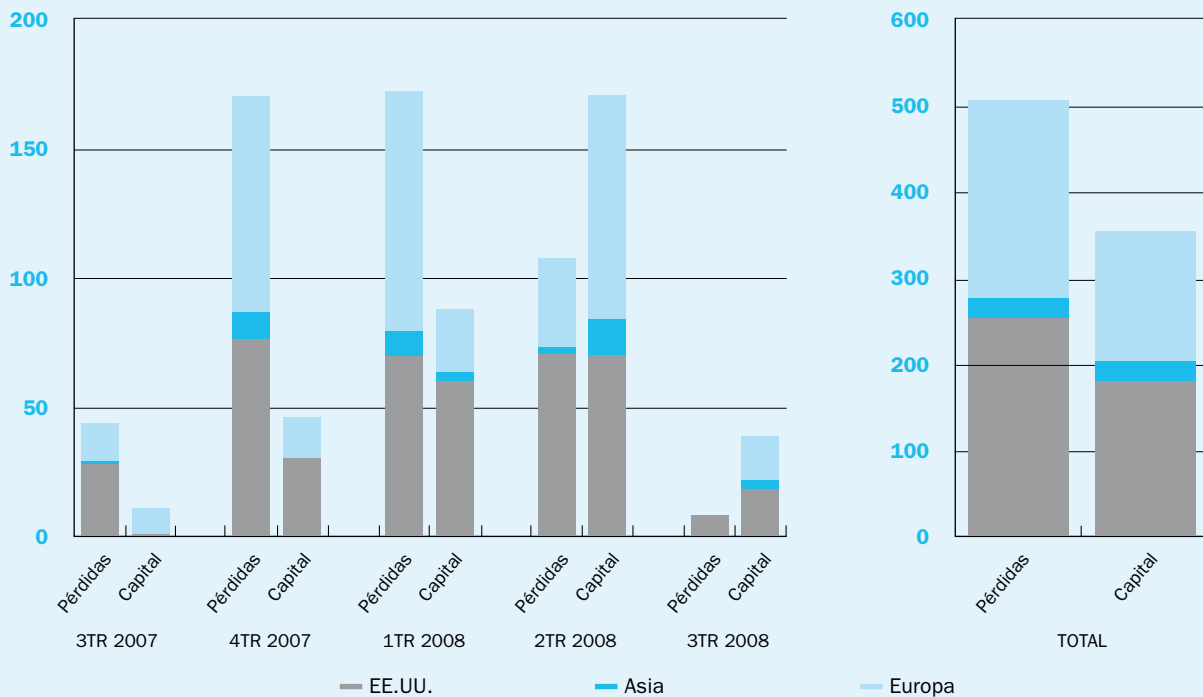
de oficinas, que suma a las del Abbey y de Alliance & Leicester, entidad también previamente adquirida a finales de julio. Más tarde, el banco español se hará con el 75% de las acciones que no controlaba del estadounidense Sovereign.

En Alemania, el propio 29 de septiembre de 2008, la canciller Angela Merkel se ve sorprendida ante la necesidad de afrontar las dificultades del Hypo Real Estate Bank, que recibió inicialmente una línea de liquidez de un conjunto de entidades bancarias alemanas. El fracaso de la operación obligó a un rediseño de la intervención por parte del propio gobierno alemán.

El caso más dramático sería protagonizado por Islandia, que había sido destinataria de flujos de *carry trades* procedentes del resto del mundo. La economía islandesa había financiado su consumo y su mercado inmobiliario mediante un apalancamiento exterior que se reflejaba en un déficit por cuenta corriente equivalente al 25% del PIB. Los *credit default swaps* (CDS) de sus principales bancos se habían disparado a ni-

PÉRDIDAS BANCARIAS Y AMPLIACIONES DE CAPITAL

Miles de millones de dólares



FUENTE: FMI

veles estratosféricos. El 29 de septiembre de 2008, el gobierno de Islandia adquiere el 75% del banco Glitnir y el 7 de octubre de 2008 nacionaliza el Landsbanki, segunda entidad del país. El 9 de octubre, las autoridades se ven obligadas a asumir el control del Kaupthing, primer banco islandés. El problema se agravó debido a la circunstancia de que muchos ciudadanos británicos tenían abiertas cuentas bancarias en los bancos islandeses.

El 30 de septiembre de 2008, los gobiernos de Bélgica, Francia y Luxemburgo deben apoyar a la entidad bancaria

Dexia. Una semana más tarde, el plan público de apoyo contendrá una garantía bancaria por el plazo de un año.

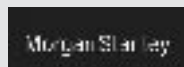
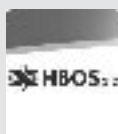
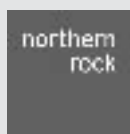
En fin, los patrocinios deportivos, culturales y sociales van a perder a sus primeros impulsores (Premier League (Barclays), Manchester United (AIG), Werder Bremer (Citi).

LA POLÍTICA MONETARIA ES COMO UNA CUERDA

Las turbulencias financieras que estallaron el 9 de agosto de 2007 se manifestaron de inmediato en la súbita irrupción de tensiones de liquidez en los mercados interbancarios. La

GALERÍA PROVISIONAL DE ACTORES DE LA CRISIS FINANCIERA

DAMNIFICADOS EN LA UCI (UNIDAD DE CUIDADOS INTENSIVOS)



R.I.P. (REST IN PACE)



falta de confianza entre las entidades y el temor al riesgo de liquidez dispararon los diferenciales entre los tipos de interés interbancarios y oficiales. El temor de los inversores provocó una contracción (*liquidity squeeze*) del mar de liquidez (*global saving glut*) en los mercados mayoristas internacionales. La financiación a plazo no garantizada en los mercados monetarios desapareció. Los precios de los *covered-bonds* y otros de máxima calidad crediticia repuntaron hasta cotas históricas. La huida hacia la liquidez (*fly to quality*), buscando refugio en la deuda pública, disparó el precio de los bonos públicos y hundió su rentabilidad. Las primas de los contratos de aseguramiento de riesgo de crédito (*credit default swaps* (CDS)) aumentaron exponencialmente. Las bolsas se instalaron en un canal bajista con alta volatilidad.

Los bancos centrales de Estados Unidos, la Unión Europea y del resto del mundo reaccionaron de inmediato mediante la inyección de liquidez. La Fed apoyó su política monetaria expansiva mediante una secuencia de reducciones de su tipo de interés de intervención.

En diciembre de 2007, la Reserva Federal introdujo la *term auction facility* (TAF), que ampliaba significativamente el canal de provisión de liquidez a los bancos comerciales, manteniendo el anonimato de las entidades concurrentes para diluir su posible estigmatización en los mercados.

En una semana de enero de 2008, la Fed redujo el tipo de interés en 0,50 y 0,75 puntos en sendas reuniones extraordinaria y ordinaria del Federal Open Market Committee (FOMC).

En marzo de 2008, ante el episodio de la quiebra de Bear Stearns, la Reserva Federal abrió la ventanilla de descuento como si se tratara de una barra libre de liquidez. La Fed creó al efecto una nueva facilidad de cesión de valores a plazo (*term securities lending facility* (TSLF)) y la facilidad de crédito para nuevos operadores (*primary dealers credit facility* (PDCF)), a las que tenían acceso los bancos comerciales, bancos de inversión y otros operadores.

Así pues, la Reserva Federal aumentó el volumen, la frecuencia y los plazos de las operaciones de inyección de liquidez, aceptando una gama más amplia de colaterales como contrapartida y un mayor número de instituciones solicitantes. Las operaciones suplementarias de financiación a largo plazo con vencimiento a tres y seis meses aumentaron las cantidades ofrecidas.

El 8 de octubre de 2008, para apuntalar el desplome global, los bancos centrales más importantes del mundo llevaron a cabo una reducción simultánea y concertada de sus tipos de intervención en 50 puntos básicos. El pinchazo especulativo en los mercados de materias primas y la recesión económica han desactivado las tensiones inflacionistas. En consecuencia, los bancos centrales han entrado en una secuencia de reducciones drásticas de sus tipos de interés de intervención, tal como recogen las expectativas de política monetaria a través del diferencial *overnight index swap* (OIS) de disponibilidad de fondos en los mercados. La secuencia de rebajas de los tipos de interés continuarán hasta situarlos en niveles históricos mínimos.

Esta política monetaria expansiva permite el alivio de las empresas y familias endeudadas, pero no consigue impulsar una economía atezada por la falta de expectativas. A diferencia de lo ocurrido en el episodio 2001-02, la política monetaria se está revelando como una cuerda que sirvió para frenar la inflación, pero no es suficientemente rígida para empujar la recuperación económica.



Reserva Federal, Washington

DE PRESTADOR EN ÚLTIMA INSTANCIA A CREADOR DE MERCADO

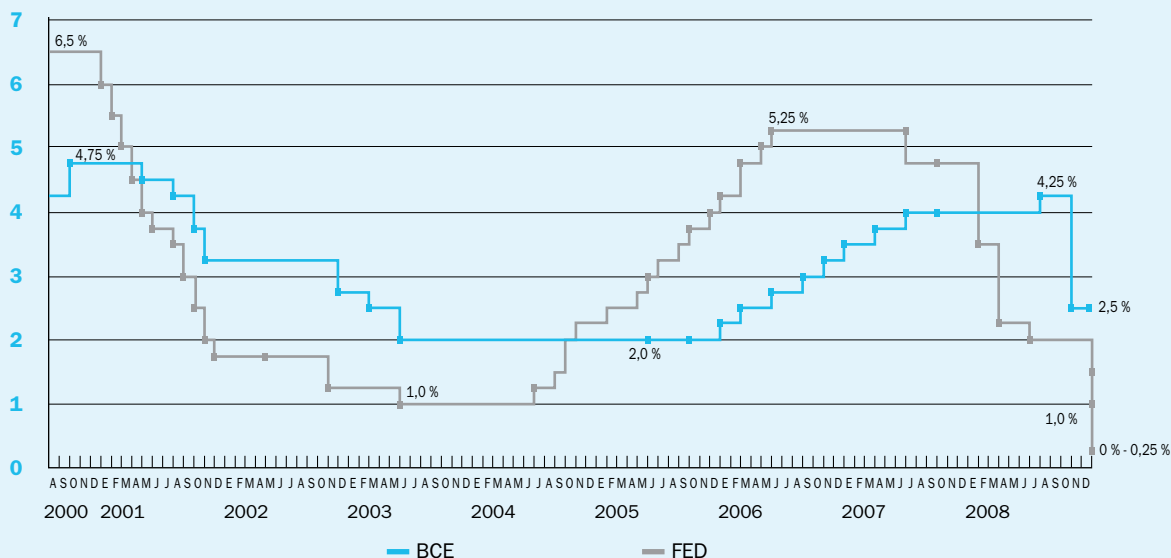
El 15 de octubre de 2008, el Banco Central Europeo (BCE) comunicó que ampliaba ilimitadamente su inyección de liquidez a través de las operaciones principales de financiación semanales. Las subastas serían a tipo fijo, a plazos entre una semana y seis meses, con plena adjudicación de las cantidades demandadas por las entidades de crédito. El Consejo de Gobierno del BCE acordó también una ampliación muy significativa de la lista de activos admisibles como colateral. Los bancos centrales de Estados Unidos, la UEM y Suiza prosiguieron con los acuerdos para aumentar los préstamos en dólares y en francos suizos.

Así pues, los bancos centrales han transitado desde su función tradicional de prestadores en último recurso a la de creadores de mercado. No obstante, la naturaleza y alcance de sus instrumentos de política monetaria no son sustitutos adecuados del mercado. Los plazos de sus operaciones de provisión de liquidez, a pesar de su ampliación, no pueden emular los que aceptaban los ahorradores globales a través de los mercados mayoristas internacionales. Las entidades financieras privadas no pueden mantener un descalce tan elevado entre los vencimientos de sus activos a largo plazo (préstamos a empresas y familias) y de sus pasivos a corto plazo (financiación de su banco central).



Banco Central Europeo, Frankfurt

TIPOS DE INTERÉS DE LOS BANCOS CENTRALES



Los bancos centrales han transitado desde su función tradicional de prestadores en último recurso a la de creadores de mercado, pero la política monetaria se está revelando como una cuerda que no es suficientemente rígida para empujar la recuperación económica. Las inyecciones de liquidez no se trasladan a las empresas y las familias

Estas masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales se retienen en los balances de las entidades bancarias solicitantes, tanto por el mayor riesgo de crédito como por el riesgo de liquidez ante el temor del calendario de vencimientos de deudas bancarias en unos escenarios de restricciones en los mercados mayoristas.

La política monetaria creadora de mercado de las autoridades monetarias se ha traducido en que las entidades bancarias han desbordado la facilidad de depósito en su banco central. Las medidas extraordinarias llevadas a cabo sólo han tenido impactos en el corto plazo. Las inyecciones de liquidez no se trasladan a las empresas y las familias, al haberse descoyuntado los mecanismos de transmisión de los impulsos monetarios.

¿EL PRINCIPIO DEL FIN?:

WHY PAULSON IS WRONG? VS. UN RESUCITADO BROWN

El 19 de septiembre de 2008, el secretario del Tesoro Henry (*Hank*) Paulson reaccionó ante la debacle de Wall Street mediante el *Troubled Asset Relief Programme* (TARP). El Plan Paulson proponía originalmente el destino de 700.000 millones de dólares de los contribuyentes americanos a la compra de activos depreciados de los balances bancarios, con objeto de restaurar la confianza en la solvencia de las entidades y la liquidez en los mercados interbancarios.

Ante la convocatoria electoral del 4 de noviembre de 2008, numerosos congresistas rechazaron el plan en primera instancia, ante el temor de que los electores no les renovarían sus escaños. Tras las modificaciones oportunas, el TARP es ratificado por el Senado americano el 2 de octubre de 2007.

El 8 de octubre de 2008, a propuesta del *premier*, Gordon Brown, el Tesoro del Reino Unido saca definitivamente toda la artillería del arsenal público. El plan Brown consiste en



Hank Paulson, secretario del Tesoro de la Administración Bush

el rescate de la banca británica mediante la participación pública en su capital a través de acciones preferentes, la intervención a gran escala en los mercados monetarios mediante la garantía pública de las deudas bancarias, así como la continuada provisión de liquidez para evitar la espiral de ventas a precios de derribo.

El 8 de octubre de 2008, el '*premier*', Gordon Brown (Reino Unido), saca definitivamente toda la artillería del arsenal público: participación pública en el capital de los bancos a través de acciones preferentes y garantía pública de las nuevas emisiones bancarias de deuda



Gordon Brown, primer ministro del Reino Unido

Ante el cuestionamiento generalizado del plan Paulson (TARP), el Tesoro de Estados Unidos anunció que también recapitalizaría con aportaciones públicas las principales entidades bancarias y que proporcionaría garantía pública a las nuevas emisiones de deuda bancaria. Simultáneamente, la Reserva Federal anunció un programa de compras directas de pagarés de empresa, con objeto de facilitar la financiación a corto plazo que anteriormente suministraban los fondos del mercado monetario. Las medidas excepcionales y sin precedentes de las autoridades llegaron a la prohibición de la operativa de ventas a corto (*short-selling*) de las acciones de entidades financieras cotizadas en Wall Street.

LA ESTRATEGIA DE ¡SÁLVENSE QUIEN PUEDA! EN EUROPA

La crisis financiera se trasladó a la inquietud de los ciudadanos, que habían empezado a mostrar su temor sobre la seguridad de los depósitos bancarios. El 30 de septiembre de 2008, el gobierno de Irlanda declaró unilateralmente la garantía de la totalidad de los depósitos, de las cédulas hipotecarias y de la deuda (senior y subordinada) de su sistema bancario durante dos años. El 6 de octubre de 2008, los gobiernos de Alemania y Dinamarca se sumaron a la garantía del 100% de los depósitos bancarios en sus entidades financieras.

Ante esta carrera de despropósitos que alimentaba la desconfianza de los depositantes europeos, los ministros de Finanzas

de los 27 Estados miembros de la Unión Europea consensuaron la ampliación de la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos hasta los 50.000 euros. Posteriormente, los jefes de Estado y de Gobierno de la Unión Europea –sumándose al plan Brown– acordaron la adopción de medidas que impulsaran los flujos de crédito bancario basadas en la recapitalización de las entidades por parte del Tesoro, la adquisición o canje de activos, la garantía temporal de las nuevas emisiones bancarias de deuda. El 15 de octubre de 2008, la Comisión Europea modificó la directiva que regulaba los fondos de garantía de depósitos, elevando el importe de la cobertura hasta los 100.000 euros y reduciendo el plazo de reintegro en caso de quiebra bancaria.

Los países miembros de la Unión Europea han adoptado medidas tales como la ampliación de la cobertura mínima del fondo de garantía de depósitos, la recapitalización de las entidades bancarias por parte del Tesoro, la adquisición o canje de activos bancarios y la garantía temporal de las nuevas emisiones bancarias de deuda

El 14 de octubre de 2008 estallan los problemas en entidades británicas del calibre de Royal Bank of Scotland (RBS), Halifax Bank of Scotland (HBOS) y Lloyds, que requieren el apoyo público del gobierno, a cambio de limitaciones en el pago de dividendos y en la compensación de *bonus* a sus ejecutivos,



y asumiendo la capacidad de veto o exigiendo representantes en los consejos. Contrariamente, Barclays ha optado por la recapitalización a través de sus accionistas y nuevos inversores de fondos soberanos emergentes, emitiendo acciones con descuentos significativos y teniendo que garantizar la operación a través de bancos de inversión.

El 16 de octubre de 2008, el gobierno suizo aporta capital a UBS y, dos días más tarde, el gobierno holandés hace lo propio con ING.

La Banque Populaire y el grupo francés de bancos mutualistas (Caisse d'Épargne) iniciaron un proceso de fusión el 8 de octubre de 2008. El 20 de octubre afloran serios problemas en el sistema financiero francés que afectan a BNP, Crédit Agricole, Société Générale, Caisse d'Épargne, Crédit Mutuel y Banque Populaire.

El 21 de octubre de 2008, el gobierno alemán recibe la llamada de auxilio del banco Bayern LB. En fin, el gobierno belga salió también en ayuda del banco KBC el 27 de octubre de 2008, inyectando capital público en una de sus mayores entidades financieras. El 3 de noviembre de 2008, el Commerzbank y Kommunal Credit declaran situaciones de estrés financiero.



LOS SIETE “PECADOS CAPITALES” DE LAS AUTORIDADES

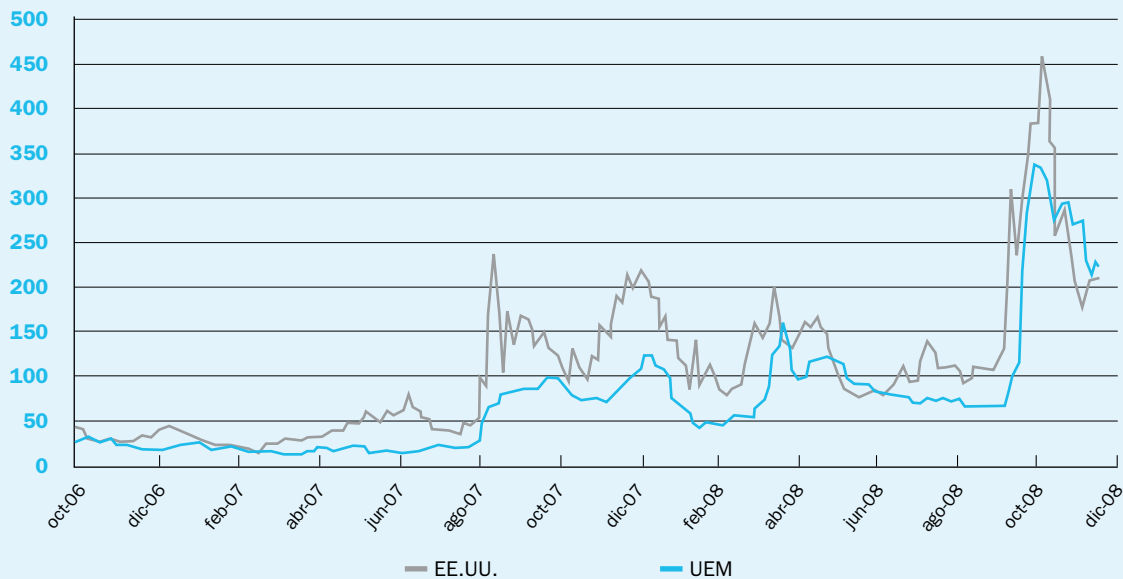
La dilatada permanencia temporal del bloqueo de los mercados financieros ha requerido una toma de decisiones de alcance extraordinario para el restablecimiento de la confianza. En particular, la virulencia financiera durante la semana del 6 al 10 de octubre de 2008, con el desplome bursátil de por medio, indujo la toma de medidas excepcionales y sin precedentes por parte de los jefes de Estado y de Gobierno europeos en su reunión de urgencia el domingo 12 de octubre de 2008.

Con carácter general, los siete “pecados capitales” que han tenido que cometer las autoridades gubernamentales y monetarias han sido:

1. Los bancos centrales han abierto ilimitadamente el grifo de la provisión de liquidez a los mercados monetarios, ofreciendo financiación al sistema bancario y a otros operadores de los mercados financieros. Los bancos centrales han traspasado todos los rubicones, en términos de volumen, frecuencia y admisión de colaterales de garantía en sus préstamos.
2. Los gobiernos y las autoridades monetarias han establecido facilidades crediticias y han realizado operaciones de compra de activos bancarios, incompatibles con la legislación en materia de ayudas públicas en la mayoría de los ordenamientos jurídicos en que se han realizado.
3. Las intervenciones públicas han rescatado a entidades de crédito mediante el reforzamiento público de la base de capital (particularmente “Tier 1”) a través de la adquisición de acciones preferentes financiadas a cargo de los contribuyentes. Las autoridades gubernamentales han llegado a nacionalizar entidades financieras insolventes, para evitar los efectos sistémicos de su quiebra. Las directivas comunitarias en materia de competencia y los acuerdos del Comité de Basilea (“Tier 1”, *core capital*) están siendo conculcados.
4. Las autoridades han otorgado garantías públicas a los activos y pasivos bancarios, a las nuevas emisiones bancarias de deuda a medio plazo, y han elevado los mínimos respaldados por los fondos de garantía de depósitos.
5. Los gobiernos y los bancos centrales han establecido mecanismos de financiación directa de los prestatarios mediante la compra de papel comercial de las empresas.
6. Las autoridades han inducido operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones que transgreden la legislación vigente sobre defensa de la competencia.
7. En fin, las autoridades han considerado necesario el cambio de reglas del juego, tales como la flexibilización de las normas contables de valoración a precios de mercado (*mark-to-market*) o la prohibición temporal de la venta a corto de las acciones bancarias cotizadas en los mercados bursátiles.

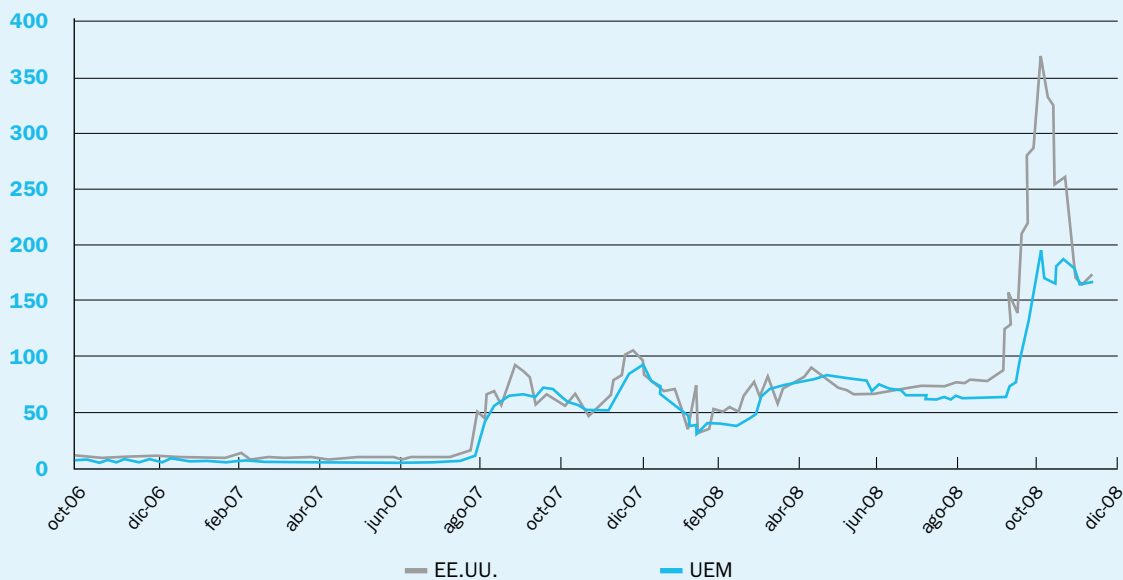
TENSIONES DE LIQUIDEZ

Diferencial Libor/Euribor (3 meses) vs. Letras del Tesoro (3 meses)



TENSIONES DE LIQUIDEZ

Diferencial Libor (3 meses) – OIS (3 meses)



CUMBRE DEL G-20 (+1): MIS PRINCIPIOS SON ÉSTOS... PERO SI NO LE GUSTAN ¡TENGO OTROS!



El G-20 celebró una cumbre en Washington el 15 de noviembre de 2008 con objeto de estabilizar el sistema financiero y sentar las bases de salida de la crisis hacia el crecimiento sostenido de la economía mundial.

La declaración constituyó un compromiso político de actuación coordinada de los gobiernos de los países miembros del G-20 que se mostraban dispuestos a:

1. Fortalecer la transparencia de los productos financieros complejos y de los mercados de derivados de crédito (*credit default swaps* (CDS)), reduciendo sus riesgos sistémicos y mejorando las infraestructuras de los mercados no organizados (*over-the-counter* (OTC)). Adecuada valoración de los activos a través de las normas internacionales de contabilidad estandarizadas. Regulación de una información bancaria más completa, incluyendo los riesgos de las actividades fuera de balance. Evitar una sobrerregulación financiera, que ahogaría la innovación.
2. Constituir colegios de supervisores y reforzar la cooperación internacional entre reguladores, particularmente en relación a las entidades financieras transfronterizas. Establecimiento de regulaciones anticíclicas y de un sistema de alarmas preventivas de las crisis.
3. Mejorar el gobierno corporativo, la gestión y el control interno del riesgo de las instituciones financieras. Reforzar la gestión del riesgo de liquidez. Armonización internacional y reforzamiento de las medidas y requerimientos de capital, evitando el apalancamiento excesivo de las instituciones financieras.
4. Establecimiento de un código de conducta internacional para las agencias de calificación, evitando los conflictos de interés, para que proporcionen la información demandada por los emisores y los inversores. Protección del inversor.
5. Fomentar esquemas de compensación a los directivos desalineados con los objetivos a corto plazo o con la toma de riesgos excesivos.

6. El Grupo de Trabajo de Acción Financiera debe continuar su labor contra el blanqueo de dinero y los paraísos fiscales.
7. Reforzar las competencias y la capacidad económica de supervisión y vigilancia del FMI. Reforzar el Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum* (FSF)), creado por el G7 tras la crisis asiática de 1997-98. Reformar las instituciones de Bretton Woods, a través de una mayor representación de las economías emergentes.
8. Medidas fiscales para estimular la demanda interna, mediante unos planes de inversiones públicas en infraestructuras. La pretensión de mantener la sostenibilidad fiscal devendrá imposible, por lo que los presupuestos públicos incurrirán en crecientes déficits y necesidades de endeudamiento.
9. Compromiso de no establecer barreras proteccionistas al comercio, impulsando un acuerdo en la moribunda Ronda Doha de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

La cooperación entre las políticas económicas de los distintos países es imprescindible para la salida de la crisis, aunque parece improbable que se coordinen la diversidad de sensibilidades, intereses y presiones sociales domésticas de los gobiernos

La cooperación entre las políticas económicas de los países del G-20 es imprescindible para evitar incurrir en la “falacia de la composición”: “las soluciones individuales agravan el problema común. En consecuencia, el G-20 ha programado una nueva cumbre en Londres en abril de 2009. No obstante, parece improbable que la diversidad de sensibilidades, intereses y presiones sociales domésticas de los distintos gobiernos participantes se alineen perfectamente en la implementación de una salida coordinada de la crisis financiera y económica.

EL FMI Y LA CRISIS: NO DIGAS QUE NO TE LO ADVIRTIERON

El Fondo Monetario Internacional (FMI) dispone del mejor servicio de estudios económicos del mundo. Sus publicaciones de referencia son el *World Economic Outlook* y el *Global Financial Stability Report*, que han realizado un análisis y seguimiento exhaustivo de la economía internacional.

El FMI publica también el *Annual Report, IMF Survey (IMF in Focus)*, *Finanzas & Desarrollo (Finance & Development)*, Estudios Temáticos (*Issues Brief*), *IMF Staff Papers*, *IMF Research Bulletin*, *IMF Working Papers*, *Country Reports*, *Article IV Staff Reports*, *Economic Issues*, *Policy Discussion Papers*, *Occasional Papers* y una extensa lista de referencias de libros, manuales y guías.

El FMI elabora excelentes estadísticas internacionales, tales como *World Economic Outlook Databases*, *International Financial Statistics* y *Balance of Payment Statistics*.



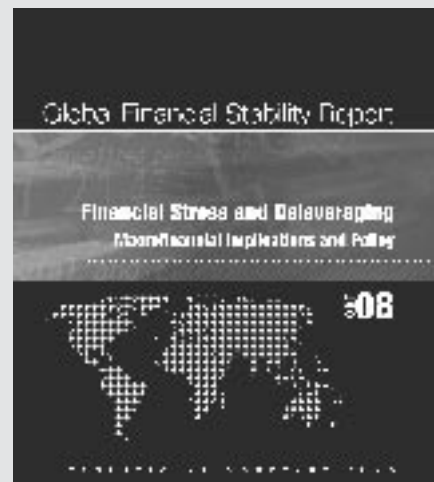
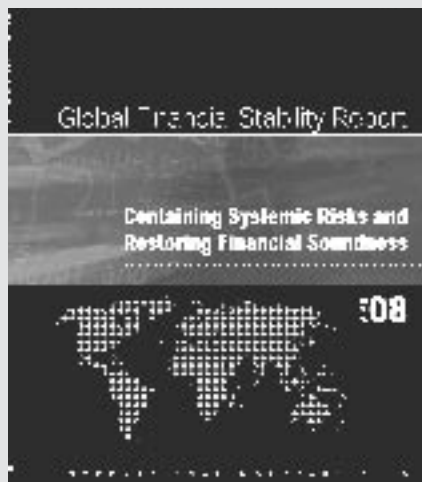
Jaime Caruana,
consejero y director
del departamento
de asuntos
monetarios y
mercados de
capitales del FMI

El *Global Financial Stability Report* del FMI de abril de 2007 –antes del estallido de la crisis– ya se formulaba en su capítulo 1 cuestiones tales como *Deterioration in the U.S. Subprime Mortgage Market – What Are the Spillover Risks? What is Driving the Leveraged Buyout Boom and Does It Pose Stability Risks? Are Global Financial Markets Too Complacent?*

El FMI ya preguntaba en abril de 2007 –antes del estallido de la crisis– cuestiones tales como ‘Deterioration in the U.S. Subprime Mortgage Market – What Are the Spillover Risks? What is Driving the Leveraged Buyout Boom and Does It Pose Stability Risks? Are Global Financial Markets Too Complacent?’

El *Global Financial Stability Report* del FMI de octubre de 2007 (recogido profusamente en el *INFORME ECONÓMICO ESADE*, 2º semestre 2007, pág. 98) ya extraía un conjunto de lecciones de la turbulencia que acababa de estallar unos días antes:

1. El mercado debe conocer los métodos utilizados para gestionar, valorar y contabilizar los riesgos, para poder diferenciar entre los distintos y sofisticados productos estructurados y derivados financieros. Esta circunstancia requiere una información exacta y puntual de los riesgos subyacentes que se transfieren. El mercado debe poder evaluar la solvencia de las instituciones financieras mediante una mayor transparencia de sus vínculos con los gestores de activos, los canales y los instrumentos de

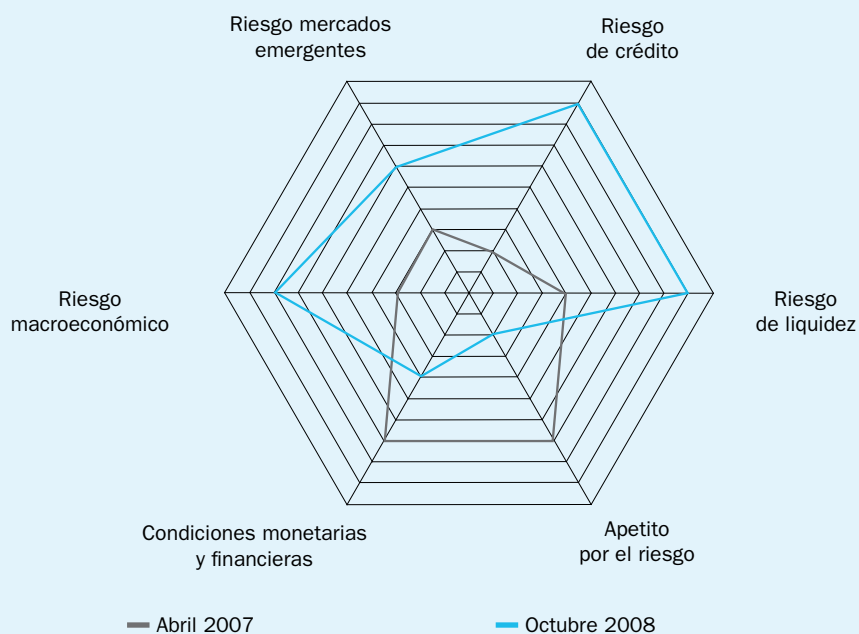


inversión estructurada, y las sociedades instrumentales situadas fuera de balance.

2. La innovación, diversificación e integración financiera surgidas en los años 90 y desarrolladas en los últimos años –particularmente, la titulización– han mejorado la eficiencia en la asignación del ahorro global hacia las empresas y las familias demandantes de crédito. No obstante, la titulización ha diluido los incentivos de las entidades originadoras de los créditos en el control de los riesgos. Debe mejorarse la supervisión y las salvaguardias a lo largo de la cadena de productos estructurados.
3. Los intereses contrapuestos que tienen las agencias de calificación crediticia les llevaron a otorgar el mismo *rating* de calidad a productos estructurados muy diferentes.
4. Las entidades originadoras de activos ilíquidos complejos deberían proporcionar un mercado secundario que permita su valoración a un precio fiable. Los inversores deberán añadir una prima de riesgo por liquidez al precio de los activos. Las instituciones que aceptan dichos títulos como garantía deberán calcular una quita por la eventualidad de dicha falta de liquidez.

5. El riesgo bancario se ha revelado más amplio, dado que el riesgo reputacional ha obligado a las entidades a asumir pérdidas de entidades jurídicas independientes. La innovación financiera ha posibilitado la existencia de pasivos contingentes o fuera de balance que distribuyen el riesgo, pero pueden regresar bajo distintas formas al balance del banco. Esta circunstancia obliga a los supervisores y a las entidades financieras a evaluar sus sistemas de control del riesgo, procedimientos de auditoría y estructuras de supervisión interna y de gobierno.
6. Los métodos y las técnicas en la gestión y control del riesgo de mercado, utilizados por los bancos de inversión y los *hedger funds*, pueden haber exacerbado la volatilidad. La similitud de dichos métodos fomentó la toma de riesgos en el periodo expansivo, al tiempo que aceleró las decisiones simultáneas de deshacer posiciones en activos con riesgo cuando revirtió la coyuntura favorable.
7. La solidez macroeconómica e institucional (supervisión, regulación, *governance*, transparencia), así como la apertura comercial, reducen los efectos de las perturbaciones originadas por la volatilidad de los movimientos de capitales.

MAPA DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA GLOBAL



FUENTE: FMI.

PROPUESTAS PARA EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO

- 1. Origenación de crédito:** las entidades que conceden crédito deben realizar una adecuada valoración del riesgo del prestatario y disponer de un control y seguimiento del mismo, por lo que deben retener el riesgo en el balance para no incurrir en *moral hazard* y en una selección adversa de clientes. Las entidades bancarias deberán garantizar su modelo operativo con la correspondiente disponibilidad de fuentes adecuadas de financiación.
- 2. Requisitos de capital:** reducir el apalancamiento del sistema mediante una revisión del pilar I de las normas de Basilea. El nivel de capital y reservas de las entidades bancarias tendrá que ser más elevado en los ciclos expansivos para absorber las perturbaciones y los ciclos recesivos. El reforzamiento de los balances bancarios debe basarse en la captación de nuevos capitales, en lugar de en la venta de activos. Los instrumentos híbridos deberán limitarse y armonizarse para reforzar la calidad de los recursos propios. El nivel de capital no deberá basarse sólo en una aplicación mecánica de los coeficientes reglamentarios, sino que deberán realizarse también unos análisis prospectivos del riesgo. Los riesgos de contraparte de la cartera de negociación deberán alinearse con mayores requisitos de capital. La implantación de estos requisitos de coeficientes de capital deberá ser gradual, con objeto de no deteriorar adicionalmente la contracción cíclica, aunque su adopción postergue en el tiempo la normalización del crédito.
- 3. La titulización:** el proceso de titulización deberá simplificarse, granulando sus activos subyacentes. La deuda titulizada deberá estar respaldada por reserva de capital. Los emisores deberán eliminar su conflicto de interés mediante la retención de una participación en los distintos tramos de riesgo de los activos titulizados. El riesgo reputacional es relevante.
- 4. Calificación del riesgo:** las agencias de *rating* no pueden incurrir en el conflicto de interés que representa la simultaneidad del asesoramiento y la calificación. No deben obtener sus ingresos del cliente sobre el que emiten su calificación. Deben rotar a lo largo del tiempo.
- 5. Regulación y supervisión:** exigencia de transparencia y regularidad en el suministro de información, particularmente focalizada en los riesgos. Las normas internacionales de información financiera deberán incorporar la experiencia reciente sobre provisiones por riesgo de crédito. Regulación del riesgo de exposición y contraparte, particularmente interbancarios. Mayor supervisión del riesgo de liquidez (ejercicios de estrés, planes de contingencia). Evitar la hiperregulación.
- 6. Normas de contabilidad y valoración:** el criterio del valor razonable (*fair value accounting*) es la mejor alternativa de metodología contable, pero debe mitigarse para evitar que agrave la prociclicidad. La valoración contable debe complementarse con información relativa a las variaciones previstas de las valoraciones según la metodología del valor razonable, las técnicas de modelado y las hipótesis de base. Establecimiento de un método estándar de valoración de los activos ilíquidos.
- 7. Infraestructuras:** creación de cámaras de compensación y liquidación que mitiguen los riesgos de contraparte, particularmente en el mercado de derivados de crédito (*credit default swaps* (CDS)).
- 8. Remuneración e incentivos:** alinear las compensaciones a directivos con la obtención de rendimientos en función del riesgo asumido, en una perspectiva a largo plazo.
- 9. Protección del inversor:** los proveedores de servicios financieros deben cumplir unos requisitos organizativos, operativos y de conducta. El inversor debe conocer los riesgos de los activos subyacentes y de los productos financieros.
- 10. Cooperación entre supervisores, reguladores y bancos centrales:** compartir información y coordinar actividades. Detectar la acumulación de riesgos sistémicos, para pinchar la burbuja antes de que explote, con capacidad y determinación. Colegios de supervisores de grandes grupos bancarios transfronterizos.

LA REPARACIÓN DE DAÑOS TRAS EL CICLÓN

¡ES LA ECONOMÍA, PRESIDENTE OBAMA!

En los círculos económicos estadounidenses corre el rumor de que cuando el presidente electo, Barack Obama, constató la gravedad del escenario económico que su Administración deberá afrontar, solicitó de inmediato un recuento de los votos emitidos el pasado 4 de noviembre de 2008...

En los círculos económicos estadounidenses corre el rumor de que cuando el presidente electo, Barack Obama, constató la gravedad del escenario económico que su Administración deberá afrontar, solicitó de inmediato un recuento de los votos emitidos el pasado 4 de noviembre de 2008...

El presidente Obama se ha rodeado de un equipo económico que acoge lo bueno y mejor de la *intelligensia* económica americana.

Como secretario del Tesoro (*Treasury*) ha elegido a Timothy Geithner que, en su calidad de presidente de la Reserva Federal de Nueva York, ha tenido que lidiar con miuras del calibre de las crisis de Bear Stearns, Lehman Brothers o AIG. En esas semanas de intenso trabajo se le llegó a calificar como el *dealmaker* peor pagado de Manhattan. T. Geithner vivió *in situ* la deflación japonesa en los noventa, desde su residencia familiar en Tokio. Su experiencia profesional como encargado del Tesoro americano para afrontar la crisis asiática 1997-98 también le aportará una necesaria *expertise* en sus nuevas responsabilidades.



El presidente Obama, Paul Volcker y Austan Goolsbee

Como consejero económico en la Casa Blanca, el presidente Obama tendrá a su lado a Larry Summers, ex *Treasury* y ex (polémico) presidente de la Universidad de Harvard. L. Summers es un profesor de economía que no deja indiferente al interlocutor sobre cualquier tema en que pontifica. Por su parte, la prof. Christina Romer (Universidad de Berkeley) presidirá el Council of Economic Advisors.



El presidente Obama y su equipo económico

Al frente de la Oficina del Presupuesto, Peter Orszag deberá gestionar la fuerte presión que recibirá el déficit público, así como los requerimientos del mayor endeudamiento.

El presidente Obama ha creado un Consejo Asesor para la Recuperación Económica, que estará presidido por un peso pesado de la categoría de Paul Volcker, que fuera presidente de la Reserva Federal (1979-87). Ahora, P. Volcker no deberá enfrentarse a las fauces de la inflación sino a la temible deflación. Como adjunto, el comité contará con el prof. A. Goolsbee (Universidad de Chicago), consejero aúlico del pensamiento económico obamiano.



Sala Oval de la Casa Blanca (foto de Eric Draper)

DE WALL STREET (CRISIS FINANCIERA) A MAIN STREET (CRISIS ECONÓMICA)

El equipo económico de la Administración Obama deberá postergar algunas de las promesas electorales de la campaña, centrando sus esfuerzos en la recuperación económica.

La crisis financiera ha saltado desde Wall Street a la situación cotidiana de crisis económica que están sufriendo las familias y las empresas en la Main Street de todas las ciudades de Estados Unidos.

Las familias están sufriendo la recesión económica en forma de desempleo, caída de sus ingresos y unos niveles de endeudamiento que ahogan su consumo. Algunos estados como Florida, Nevada, Ohio, California, entre otros, están experimentando los efectos arrasadores de la crisis del mercado hipotecario. La explosión de la burbuja inmobiliaria y la caída bursátil están provocando el ajuste abrupto del valor de sus activos que, junto a la restricción de crédito, tienen un efecto riqueza negativo sobre el consumo. Los jubilados observan con temor la depreciación de su cartera de valores y las expectativas de dividendos.

Las empresas constatan una contracción de sus ventas y temen que los precios se deslicen hacia un escenario deflacionario, que agravaría el elevado coste financiero derivado del alto apalancamiento. El espectro del adelgazamiento de los balances bancarios supondrá una menor disponibilidad de crédito. La industria del automóvil de Detroit está siendo la primera cabeza de turco.

La crisis financiera ha saltado desde Wall Street a la situación cotidiana de crisis económica que están sufriendo las familias y las empresas en Main Street. La economía americana está demandando un amplio programa de estímulo económico a través de la inversión pública y de transferencias de renta a las familias. Las presiones de los sindicatos forzarán el establecimiento de medidas comerciales de naturaleza proteccionista.

La situación de postración de la economía americana está demandando un amplio programa de estímulo económico a través de la inversión pública y de transferencias de renta a las familias. Las actuaciones gubernamentales para rescatar a la industria automovilística se traducirán en cuantiosas aportaciones de recursos públicos. Las presiones de los sindicatos forzarán a la administración al establecimiento de medidas comerciales de naturaleza proteccionista.

PLAN A: LA SENDA JUST DO IT DE LA RECUPERACIÓN

La economía estadounidense se enfrenta a un ejercicio 2009 en que su mayor reto será superar lo antes posible la recesión y la amenaza de deflación. El escenario más probable es que la economía americana experimentará una brusca caída de la actividad durante el primer trimestre del ejercicio 2009, tocará fondo seguidamente, para iniciar una lenta y progresiva recuperación a finales de año 2009 y a lo largo de 2010. La salida de la crisis siguiendo dicho patrón intertemporal se ha calificado como “recuperación a la Nike”, por su similitud con el logo comercial.

El escenario más probable es que la economía americana experimentará una brusca caída de la actividad, para iniciar una lenta y progresiva recuperación a finales del año 2009 y a lo largo de 2010. La salida de la crisis seguirá un patrón intertemporal que se ha calificado como “recuperación a la Nike”

Los factores que alimentan la confianza en las posibilidades de un repunte a finales de año se sustentan en la capacidad emprendedora de los ciudadanos americanos, poco proclives en general a esperar tiempos mejores bajo la protección del subsidio público. El escaso nivel de protección social inducirá a los estadounidenses a un ajuste rápido del mercado laboral, favorecido por la flexibilidad

salarial, así como por la amplia movilidad geográfica y funcional de sus ciudadanos.

El apoyo de la Reserva Federal, con unos tipos de interés en mínimos históricos y un dólar relativamente depreciado, aportará un soplo de vida a la maltrecha economía americana.

PLAN B: ESTO SÓLO HA SIDO EL FIN DEL PRINCIPIO (APARTADO PARA PESIMISTAS)

No puede excluirse en ningún caso un deterioro duradero de la economía americana, dado el daño infligido por la crisis, tanto en Wall Street como en Main Street.

El sistema financiero sigue necesitando el apoyo público en algunas de sus entidades más importantes (Citigroup), que puede ampliarse a las que todavía no han sufrido la amenaza de la quiebra (Bank of America, JPMorgan). Hasta ahora han tenido que afrontar la morosidad e insolvencia del mercado hipotecario *subprime*, que ya se está trasladando al conjunto del sector inmobiliario y a los préstamos al consumo (tarjetas de crédito, automóviles).

Durante el ejercicio 2009, se les viene encima la caída de un sector corporativo muy apalancado que también financia-

ron sin tener en cuenta los estándares de crédito (*cov-lite loans*), con préstamos que incorporaban amortización negativa (*payment-in-kind* (PIK)), escaso seguimiento del riesgo de crédito por estar transferido via *collateralized loan obligations* (CLO) y por su exposición al riesgo a través de créditos puente.

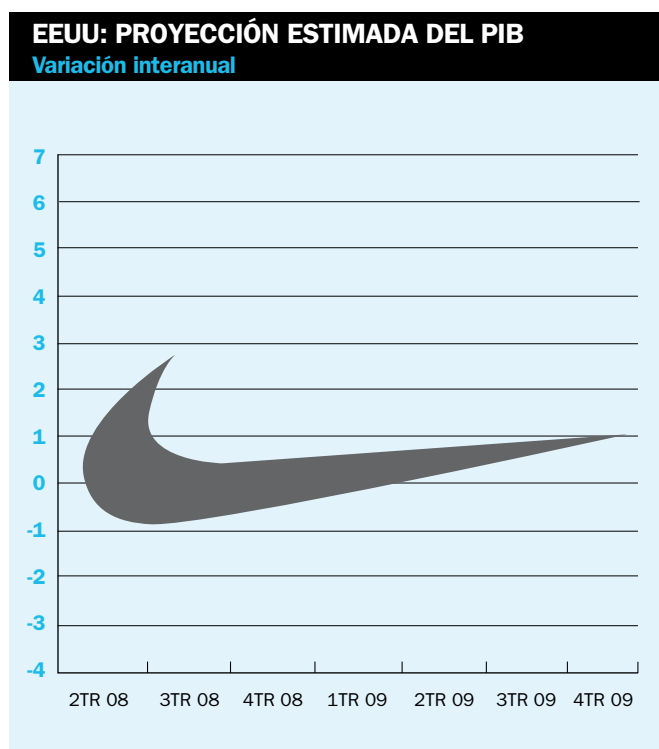
Los *hedge funds* y otros inversores especulativos del sistema financiero en la sombra (*shadow financial system*) afrontan un ejercicio 2009 en que se producirá una previsible cadena de quiebras y salidas del mercado, que afectará también a las entidades que actúan como sus *prime brokers*.

El sistema financiero que se desarrolló “en la sombra” alimentó un enorme apalancamiento del entramado corporativo, provocando una burbuja en las cotizaciones bursátiles de las empresas. A lo largo del ejercicio 2009, los *private equity* que alimentaron las operaciones corporativas basadas en *leverage buy-out* (LBO), con masivas emisiones de bonos *low-grade* y *collateralized loan obligations* (CLO), experimentarán unas tensiones financieras que amenazan con llevar a muchas empresas hacia el Chapter 11.

A lo largo del ejercicio 2009, las operaciones corporativas basadas en ‘leverage buy-out’ (LBO), con masivas emisiones de bonos ‘low-grade’ y ‘collateralized loan obligations’ (CLO), experimentarán unas tensiones financieras que amenazan con llevar a muchas empresas hacia el Chapter 11

Y faltará ver si el apoyo fiscal y monetario a las familias es suficiente para restaurar su solvencia y su confianza en el futuro. Los planes de estímulo de la Administración Bush, el plan de garantía de viviendas, el plan de rescate bancario y la garantía hipotecaria para evitar embargos tuvieron resultados insuficientes. A finales de 2008, la Fed y el Tesoro han creado una entidad que destinará miles de millones de dólares a respaldar activos relativos a préstamos de consumo (estudios, tarjetas de crédito, automóviles, pymes) y están comprando obligaciones y activos respaldados por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

El Departamento del Tesoro y la Reserva Federal han llegado al convencimiento de que es inútil guardar municiones para después de haber perdido la guerra.



DÓLAR VS. EURO:

NADA QUE VER CON UN CONCURSO DE BELLEZA

La deseada recuperación de la economía americana a finales de 2009 despertará progresivamente la demanda interna (consumo, inversión), por lo que la Reserva Federal deberá estar muy atenta ante cualquier indicio de inflación, anticipándose mediante una subida de los tipos de interés básicos. Mientras tanto, la economía europea habrá entrado en un período recesivo menos abrupto, gracias a su modelo de protección social, pero permanecerá con la actividad estancada durante un periodo dilatado debido a las inercias que provoca precisamente dicho modelo. El Banco Central Europeo (BCE), en ese contexto de baja actividad sin inflación, mantendrá los tipos de interés bajos.

Esta dinámica contrapuesta de las economías americana y europea acabará apreciando al dólar, no tanto por méritos propios sino por deméritos ajenos. Después de todo, el tipo de cambio es un precio relativo, por lo que la apreciación del dólar no estará tan apoyada en la recuperación de su economía y la subida de sus tipos de interés, como en el estancamiento europeo. No se tratará tanto de un *beauty contest* como de un *ugly contest*.

¿TOO BIG TO FAIL O TOO BIG TO BAIL-OUT?

Si los mercados financieros identifican a medio plazo que el presupuesto federal de EE.UU. no puede hacer frente al en-

deudamiento derivado de las operaciones de rescate financiero y de su economía real (familias, empresas), las primas de cobertura del riesgo de impago (CDS) se dispararían. La Oficina Federal del Presupuesto se vería forzada a subir el



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL DÓLAR



rendimiento de sus *Treasuries*. El temor a un (improbable) *default* retraería a los inversores globales, por lo que el dólar se depreciaría de forma disruptiva hasta cotas desconocidas hasta el presente. El anuncio de una reducción progresiva de las tropas de Irak por parte del presidente Obama tendría más que ver con cuestiones presupuestarias y económicas que con cálculos geoestratégicos.

Quizás sólo se corresponde con el signo de los tiempos, pero el hecho cierto es que el reloj de Times Square (NY) que contabiliza la deuda pública externa americana deberá ampliar el número de casillas de su luminoso para seguir registrando el endeudamiento externo de cada familia americana. Y no debe olvidarse que Estados Unidos tiene denominada su deuda exterior en dólares, pero sus activos en el exterior en otras divisas. En fin, la Reserva Federal está planteándose aquella hipótesis teórica de repartir dólares desde helicópteros. La inyección de liquidez y las operaciones de rescate llevadas a cabo por la Fed han dejado su balance maltrecho.

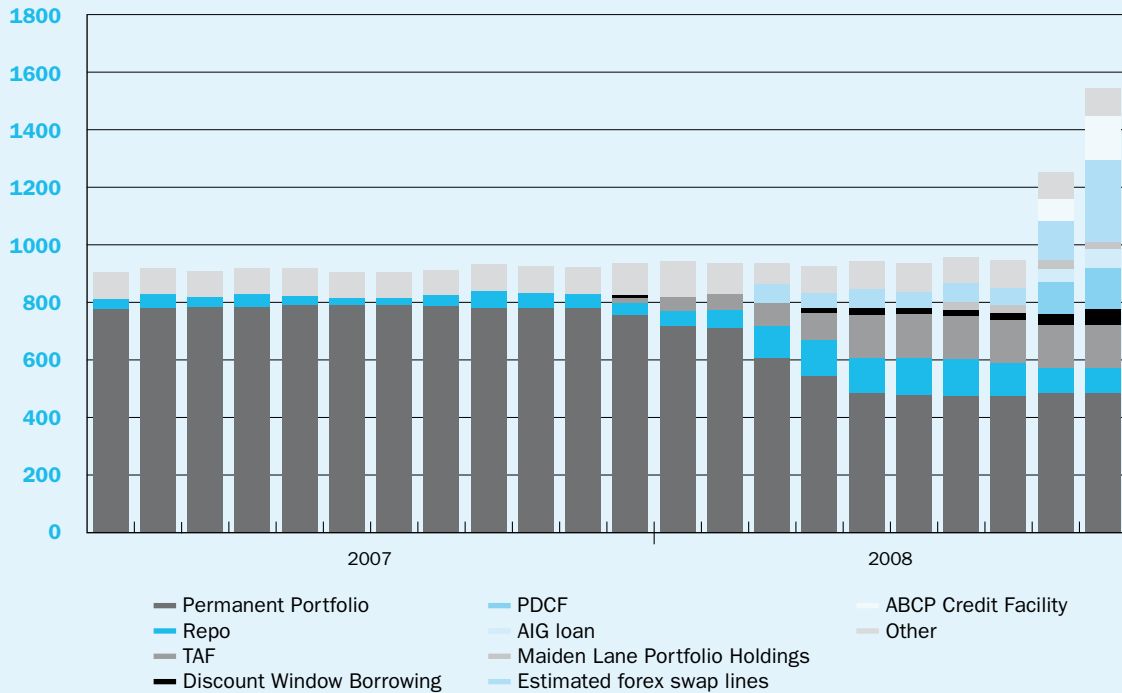
Esta política monetaria de echar balones hacia adelante le pasará factura. En el mejor de los casos, si la liquidez se canaliza algún día hacia el crédito, la autoridad monetaria americana se vería forzada a aumentos preventivos del tipo de interés.



The National Debt Clock, Times Square, Nueva York

BALANCE DE LA RESERVA FEDERAL

Miles de millones de \$



Fuente: Reserva Federal

UNA LUZ AL FINAL DEL TÚNEL: EL HORROR DE UNA RECESIÓN CON DEFLACIÓN EN 2009

Después de la hecatombe financiera de septiembre y octubre de 2008, y las consiguientes intervenciones públicas en el sistema bancario y en la economía real, parece que ya vemos una luz al final del túnel. El problema es que todavía no sabemos si es la salida o se trata de un camión de gran tonelaje que viene por nuestro carril en dirección contraria.

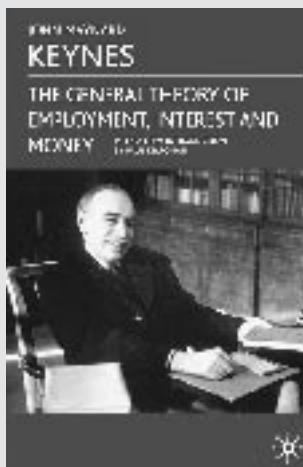
El prof. Nouriel Roubini (Stern NYU, RGE Monitor) ha advertido del riesgo de que la economía global entre en una explosiva combinación de recesión con deflación (*stag-deflation*) a lo largo del ejercicio 2009. Un mero ajuste de ciclo “limpia” el mercado de los excesos del período expansivo, una recesión con deflación significaría una catástrofe social. Una recesión mundial severa en 2009 deprimiría la demanda, presionando a las empresas a liquidar sus inventarios a precios de derribo. Esta espiral diabólica generaría desempleo, una brusca caída de los mercados de materias primas y hundiría los índices de precios hacia tasas inferiores al 1%, que abriría las puertas a la deflación.

En un escenario 2009 de deflación, la política monetaria sería totalmente inefectiva, incluso situando los tipos de interés a nivel cero. La economía caería atrapada en un círculo vicioso en que el coste real del capital se incrementaría, deprimiendo todavía más el consumo y la inversión, que reduciría los salarios y aumentaría los despidos laborales. En deflación, el valor real de una deuda aumenta, por lo que se generalizarían la morosidad de las familias endeudadas y las quiebras de las empresas apalancadas. En consecuencia, el sistema financiero global registraría una nueva oleada de pérdidas. En tal supuesto, las autoridades monetarias deberían proveer masivamente de liquidez al sistema financiero, y la política económica de los gobiernos –vía la política fiscal– debería proceder al rescate de las familias y empresas declaradas en bancarrota.

El precio del riesgo abriría un gran diferencial entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo y los tipos de interés de los bancos centrales a nivel cero. Para reducir dicho *spread*, las autoridades monetarias deberían perseverar en su política de tipos cero y realizar compras masivas de bonos públicos.

La desconfianza también abriría un diferencial de riesgo entre los tipos de interés de los mercados monetarios y de crédito (papel comercial,

crédito al consumo, hipotecas), a corto y largo plazo, y los rendimientos de la deuda pública a corto y largo plazo. En este caso, los bancos centrales deberían inyectar liquidez a gran escala mediante operaciones de compra directa de papel comercial y títulos respaldados por hipotecas y otros préstamos que redujeran los tipos de interés de mercado a corto y largo plazo. De esta forma, la provisión de liquidez de los bancos centrales está sustituyendo al ahorro de los mercados, y el gasto público de los gobiernos –déficit mediante– acabará sustituyendo al consumo de las familias y la inversión de las empresas. La crisis financiera ha provocado unas pérdidas de alrededor de 2 billones de dólares, por lo que el sistema financiero global está requiriendo una continua y masiva recapitalización pública para evitar el colapso crediticio.



Estas operaciones públicas de rescate acabarán aflorando en forma de déficit público y de absorción del riesgo de crédito en el balance de los bancos centrales. En concreto, el déficit federal de Estados Unidos escalará hasta el billón de dólares en sólo dos ejercicios presupuestarios. Por tanto, la solvencia del gobierno de Estados Unidos puede ser cuestionada por los mercados en un horizonte a medio plazo.

La permanencia del cierre de los mercados de financiación agravará el *credit crunch*, ya que numerosos *hedge funds* y otros operadores se verán forzados al desalancamiento mediante la venta de sus activos en mercados ilíquidos, degenerando en una nueva espiral de depreciaciones y caídas de precios. La crisis se genera

lizará entre las instituciones financieras y las economías emergentes.

Según el prof N. Roubini (Stern NYU), lo peor no está detrás, sino que está por venir. El ejercicio 2009 se caracterizará por una combinación de recesión, deflación y bancarrotas. A menos que las políticas públicas a gran escala, coordinadas a nivel internacional, rescaten a la economía global de su destino...

Así pues, según el prof N. Roubini, lo peor no está detrás, sino que está por venir. El ejercicio 2009 se caracterizaría por el horror de una combinación de recesión, deflación y bancarrotas. A menos que una acción de políticas públicas a gran escala, coordinada a nivel internacional, rescate a la economía global de su destino...

LO QUE SABE BERNANKE



Ben S. Bernanke es el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos. La crisis financiera y económica no podría tener al frente de la autoridad monetaria americana a un presidente con mayores cualificaciones académicas y profesionales.

CURRÍCULUM VITAE

Ben S. Bernanke nació en Augusta (Georgia), el 13 de diciembre de 1953, aunque su adolescencia transcurrió en Dillon (Carolina del Sur).

Ben S. Bernanke se graduó (B.A., *summa cum laude*) en Economía en la Universidad de Harvard en 1975 y se doctoró (Ph.D.) en Economía en el Massachusetts Institute of Technology (MIT) en 1979. Tras su estancia como profesor en la Graduate School of Business de la Universidad de Stanford (1979-85), recaló en el departamento de Economía de la Universidad de Princeton en 1985. Fue *visiting professor* en la Universidad de Nueva York (1993) y en el MIT (1989-90). Ha sido director del Programa de Economía Monetaria en el National Bureau of Economic Research (NBER) y editor de la *American Economic Review* (AER).

En el periodo 2005-2006, fue presidente del Council of Economic Advisors, hasta su designación como presidente de la Reserva Federal (*chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System*) el 1 de febrero de 2006. Su mandato como presidente expirará el 31 de enero 2010 y como miembro del Board el 31 de enero 2020. Asimismo, Ben S. Bernanke es presidente del Comité Federal de Mercado Abierto (Federal Open Market Committee, FOMC), el organismo que decide la política monetaria en el seno de la Reserva Federal.

La crisis financiera y económica no podría tener al frente de la Reserva Federal de Estados Unidos a un presidente con mayores cualificaciones académicas y profesionales que Ben S. Bernanke

1. Política monetaria: Instrumentación, transmisión y crédito

El prof. Ben S. Bernanke ha estudiado profusamente la política monetaria, su instrumentación, los mecanismos de transmisión y las situaciones de contracción del crédito. En los últimos años ha pronunciado numerosos discursos que pueden consultarse en la web de la Reserva Federal.

Sin ánimo de exhaustividad, en relación a cuestiones de política monetaria el prof. B.S. Bernanke publicó en su etapa académica numerosos trabajos tales como “Unanticipated Money Growth and Business Cycle Reconsidered” (*Journal of Money, Credit and Banking*, 1997), “What Does Monetary Policy Do?” (*Brookings Papers on Economic Activity*, 1996), “What Do We Know About How Monetary Policy Affects the Economy?” (Federal Reserve Bank of St. Louis, 1995), “On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads” (*New England Economic Review*, Federal Reserve of Boston, 1990), “Measuring Monetary Policy” (& I. Mihov) (*Quarterly Journal of Economics*, 1998), “The Liquidity Effect and Long-Run Neutrality” (& I. Mihov) (*Carnegie-Rochester Conference Series*, 1998), “Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries” (& F. Mishkin) (*NBER Macroeconomics Annual*, 1992).

En cuestiones tan presentes en la crisis financiera como son los canales de transmisión crediticios y el *credit crunch*, el prof. B.S. Bernanke publicó “Monetary Policy and Asset Price Volatility” (& M. Gertler) (*Working Paper*, NBER, 2000), “The Financial Accelerator and the Flight to Quality” (& M. Gertler y S. Gilchrist) (*Review of Economics and Statistics*, 1996), “Inside the Black Box. The Credit Channel of Monetary Policy Transmission” (& M. Gertler) (*Journal of Economic Perspectives*, 1995), “Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism” (en N. G. Mankiw (ed.), *Monetary Policy*, 1994) “Credit in the Macroeconomy” (*Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1993), “How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?” (*Carnegie-Rochester Conference Series*, 1993), “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission” (& A. Blinder) (*American Economic Review*, 1992), “The Bank Credit Crunch” (Federal Reserve Bank of Chicago, 1992), “The Credit Crunch” (& C. Lown) (*Brookings Papers on Economic Activity*, 1991), “Is There Too Much Corporate Debt?” (*Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1989), “Credit, Money and Aggregate Demand” (& A. S. Blinder) (*American Economic Review*, 1988), “Monetary Policy Transmission: Through Money or Credit?” (*Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1988), “Banking in General Equilibrium” (& M. Gertler) (en W. A. Barnett & K. J. Singleton (ed.) *New Approaches to Monetary Economics*, Cambridge University Press, 1987).

2. Objetivos de inflación

El prof. B.S. Bernanke ha investigado profusamente sobre la inflación y los objetivos de inflación, considerando que el *target* de la

autoridad monetaria debería situar el *core personal consumption deflator* entre el 1% y el 2%.

Así, entre sus publicaciones sobre este tópico se encuentran “The Inflation-Targeting Debate” (& M. Woodford) (eds.) (NBER, University of Chicago Press, 2006), “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience” (& Th. Laubach, F. S. Mishkin y A. S. Posen) (Princeton University Press, 2006), “Inflation Targets and Monetary Policy” (& M. Woodford) (*Journal of Money, Credit and Banking*, 1977), “Inflation Targeting: A Strategy for US Monetary Policy?” (& F. Mishkin) (*Journal of Economic Perspectives*, 1977) y “What Does the Bundesbank Target?” (& Ilian Mihov) (*European Economic Review*, 1997).



3. Ciclos económicos

En el ámbito de los ciclos económicos, el prof. B.S. Bernanke tiene referencias tales como:

“The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework” (& M. Gertler y S. Gilchrist) (en J. Taylor y M. Woodford (eds.) *Handbook of Macroeconomics*, 1998), “Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks” & M. Gertler y M. Watson) (*Brookings Papers on Economic Activity*, 1997), “Alternative Non-Nested Specification Tests of Time-Series Investment Models,” (& Henning Bohn y Peter Reiss) (*Journal of Econometrics*, 1988), “Alternative Explanations of the Money-Income Correlation” (en K. Brunner & A. Meltzer (eds.) “Real Business, Real Exchange Rates and Actual Policies”, Carnegie-Rochester Conference, 1986), “The Cyclical Behavior of Industrial Labor Markets: A Comparison of the Prewar and Postwar Eras” (en R. J. Gordon (ed.) “The American Business Cycle: Continuity and Change”, University of Chicago Press, 1986), “Adjustment Costs, Durables, and Aggregate Consumption” (*Journal of Monetary Economics*, 1985), “Permanent Income, Liquidity, and Expenditure on Automobiles: Evidence from Pa-

nel Data” (*Quarterly Journal of Economics*, 1984), “On The Sources of Labor Productivity Variation in U.S. Manufacturing, 1947-80” (*Review of Economics and Statistics*, 1983), “The Determinants of Investment: Another Look” (*American Economic Review*, 1983), “Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment” (*Quarterly Journal of Economics*, 1983), “The Cycle Before New-Classical Economics: Comment”, (en M. Belongia y M. Garfinkel (eds.) “The Business Cycle: Theories and Evidence”, Kluwer Academic Publishers, 1992), “Recent Trends in Corporate Leverage: Causes and Consequences” (& J. Y. Campbell) (en E. I. Altman, (ed.), “The High-Yield Debt Market: Investment Performance and Economic Impact”, Dow-Jones Irwin, 1990), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations” (& M. Gertler) (*American Economic Review*, 1989), “Crazy Explanations of the Productivity Slowdown”, by Paul Romer: Comment” (*NBER Macroeconomics Annual*, 1987), “Permanent Income, Liquidity and Expenditure on Automobiles: Evidence from Panel Data” (*Quarterly Journal of Economics*, 1984), “On the Sources of Labor Productivity Variation in U.S. Manufacturing, 1947-1980” (*Review of Economics and Statistics*, 1983), “The Determinants of Investment: Another Look (in Investment, Savings and Incentives)” (*American Economic Review*, 1983), “Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment” (*Quarterly Journal of Economics*, 1983), “Rates of Return by Industrial Sector in the United States, 1948-1976: Discussion”, (& J. I. Bulow) (*American Economic Review*, 1980), “Review of: ‘Factors in Business Investment’, by Robert Eisner”, (*Journal of Political Economy*, 1980), “Discussion in Empirical Studies of the Rate of Return Capital”, (*American Economic Review*, 1980).

4. El crash de 1929 y la Gran Depresión



El prof. B.S. Bernanke es un máximo especialista en el estudio de la crisis de 1929 y el periodo de la Gran Depresión, que llega a calificar como “*the Holy Grial of macroeconomics*”. En palabras del prof. B. S. Bernanke “la Gran Depresión fue un episodio dramático de caídas bursátiles, colas ante los comedores de beneficencia, quiebras bancarias y especulación salvaje en los mercados de divisas”.

Asimismo, el prof. B.S. Bernanke ha estudiado la crisis bursátil e inmobiliaria de Japón en la década de 1990 y las crisis bancarias y financieras en general. Este componente de su recorrido académico le será de gran utilidad en la toma de decisiones que debe afrontar en la actual coyuntura.

Así, el prof. B.S. Bernanke es autor de “Essays on the Great Depression” (Princeton University Press, 2000), “Nominal Wage Stickness and Aggregate Supply in the Great Depression” (& K. Carey) (*Quarterly Journal of Economics*, 1996), “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach” (*Journal of Money, Credit and Banking*, 1995), “The World on a Cross of Gold: A Review of Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1918-1939” (*Journal of Monetary Economics*, 1993), “Procyclical Labor Productivity and Competing Theories of the Business Cycle: Some Evidence from Interwar U.S. Manufacturing Industries” (& M. Parkinson) (*Journal of Political Economy*, 1991), “The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison” (& H. James) (NBER, 1990), “Clearing and Settlement during the Crash” (*Review of Financial Studies*, 1990), “Financial Fragility and Economic Performance” (& M. Gertler) (*Quarterly Journal of Economics*, 1990), “Unemployment, Inflation and Wages in the American Depression: Are There Lessons for Europe” (& M. Parkinson) (*American Economic Review*, 1989), “Is There a Corporate Debt Crisis” (& J. Campbell) (*Brookings Papers on Economic Activity*, 1988),

“Employment, Hours and Earnings in the Depression: An Analysis of Eight Manufacturing Industries” (*American Economic Review*, 1986), “A Review of “The Great Depression, 1929-1938: Lessons for the 1980s” (*The Journal of Political Economy*, 1985), “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression” (*American Economic Review*, 1983), “The Real Effects of Financial Crises: Theory and Evidence” (Federal Reserve of San Francisco, 1982), “Bankruptcy, Liquidity and Recession” (*American Economic Review*, 1981).

5. Manuales: síntesis de las escuelas clásica y keynesiana

El prof. B.S. Bernanke ha realizado contribuciones relevantes en el marco de la síntesis entre las escuelas clásica y keynesiana, como queda reflejado en sus manuales universitarios “Principles of Economics” (& R. Frank) “Principles of Macroeconomics” (& R. Frank) y “Macroeconomics” (& A. B. Abel y D. Croushore).



¿APOCALIPSIS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL?: LA EXTINCIÓN DE LOS DINOSAURIOS



Si una cuestión sabemos con certeza es que, en materia económica, no existe un final apocalíptico en que todo se acaba para siempre jamás. La actividad económica no puede acabar nunca en forma de Apocalipsis. Los ajustes pueden ser drásticos y dolorosos, pero los *bargain hunters* y la acción pública hacen renacer desde las cenizas unas briznas de actividad a un plazo más o menos largo.

La crisis financiera ha caído como una lluvia de meteoritos sobre el sistema bancario mundial. Algunas entidades han recibido un impacto mortal, otras están quedando seriamente heridas y otras han recibido daños colaterales como consecuencia de las esquirlas. La leyenda de la desaparición de los dinosaurios relata que la lluvia de meteoritos no fue la causa directa de su extinción, pero provocó un cambio de entorno ante el que los dinosaurios supervivientes no supieron adaptarse.

El reto que plantea la crisis financiera y económica no es tanto el impacto directo de las turbulencias registradas desde el 9 de agosto de 2007, sino la adaptación proactiva y la superación de los nuevos escenarios financieros, económicos y regulatorios que se conformarán en los próximos años.

La luz volverá a brillar tras un amanecer que está por venir, aunque será una luz más tenue...

'THINK TANKS': LA SALIDA DE LA CRISIS

La gestión de la salida de la crisis va a exigir ingenio y esfuerzo. Algunos foros institucionales y académicos están acogiendo las propuestas alternativas que permitan la resolución de la crisis y la construcción de un sistema financiero más estable.

JACKSON HOLE 2008

El 20º Simposio anual organizado en Jackson Hole (Wyoming) por el Federal Reserve Bank of Kansas City tuvo por lema "Maintaining Stability in a Changing Financial System". Los tópicos de discusión incluyeron aspectos tales como "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next", "The Role of Incentives and Asymmetric Information in Financial Crisis: The Panic of 2007", "Asset Prices and the Credit Cycle: Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy", "The Role of Liquidity in Financial Crisis", "Implications for Regulation and Prudential Supervision: Rethinking Capital Regulation" y "Central Banks and Financial Crisis".

9th JACQUES POLAK ANNUAL CONFERENCE

Esta conferencia anual de investigación trató en esta ocasión de temas tales como "Equity Depletion from Government-Guaranteed Debt", "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?", "Monetary Policy, Risk-Taking and Pricing", "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area", "Banking Globalization, Monetary Transmission, and the Lending Channel", "Rethinking the Effects of Financial Liberalization", "Unexploited Gains from International Diversification?", "Households' Indebtedness and Financial Fragility", "The Impact of Creditor Protection on Stock Prices in the Presence of Credit Crunches", "The Procyclical Effects of Basel II", "Global Liquidity, Risk Premiums and Growth Opportunities" y "The Policy Response to Asset and Housing Price Booms and Busts".

ESTABILIDAD FINANCIERA (BANCO DE ESPAÑA)

El Banco de España publica el "Informe de Estabilidad Financiera" y "Estabilidad Financiera", que constituyen las primeras fuentes de investigación relacionadas con la crisis en España. Entre los trabajos publicados, pueden citarse "Regulación e innovación en la reciente crisis financiera", "Los déficits estruc-

turales de liquidez y las tensiones en los mercados monetarios", "Anatomy of a modern credit crisis", "La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial", "Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales", "De los modelos de banca y la función de riesgos", "Understanding credit derivatives", "El papel del modelo de 'originar para distribuir' en la crisis financiera de 2007", "La banca española ante la actual crisis financiera", "La crisis de liquidez de 2007: hacia un nuevo modelo de industria financiera" y "Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española".

BLANCHARD: THE TASKS AHEAD

El prof. O.J. Blanchard (MIT) publicó a título personal "The Tasks Ahead" (*IMF Working Paper* 08/262), a raíz de la Cumbre del G-20 en Washington D.C. el 15 de noviembre de 2008.

El prof. O.J. Blanchard considera que la situación económica internacional requiere de políticas económicas a corto plazo y de reformas en la arquitectura financiera a largo plazo.



Oliver Blanchard, consejero económico y director del departamento de Investigación del FMI

1. Las políticas económicas a corto plazo deberían centrarse en:

- a) Políticas fiscales expansivas coordinadas, orientadas a sostener la demanda agregada, con objeto de evitar la caída de la actividad y contener el riesgo de deflación. La consolidación presupuestaria y los bajos niveles de deuda proveen un amplio recorrido a las políticas macroeconómicas y a la inversión en infraestructuras. La Unión Económica y Monetaria (UEM) puede apoyar el impulso en la demanda a través de la relajación de la política monetaria. Los estímulos fiscales domésticos evitarán la tentación proteccionista del establecimiento de aranceles y contingentes en el comercio internacional, para eludir las consecuencias catastróficas de la Gran Depresión.
- b) Provisión de liquidez a las economías emergentes que enfrentan presiones derivadas de sus balanzas por cuenta corriente deficitarias. Las economías con amplias reservas de divisas y los acuerdos de *swaps* entre los bancos centrales pueden suministrar la liquidez requerida. Los regímenes de tipos de cambio flexibles pueden absorber las presiones originadas por las salidas de flujos de capitales. El FMI debe apoyar el proceso a través de su *short-term liquidity facility* (SLF).
- c) Apoyo a los países pobres, particularmente de África, afectados por la caída del precio de las materias primas, la reducción de las remesas y de la ayuda internacional, así como por la disminución de la inversión extranjera directa y la restricción de crédito.

2. Las reformas de la arquitectura financiera internacional a largo plazo deberían incidir en:

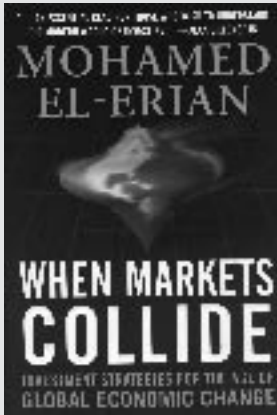
- a) Diseño de un nuevo marco regulatorio y de supervisión a nivel nacional e internacional, alineado con la evolución de la globalización e innovación financiera. Coordinación global de los organismos nacionales de regulación y supervisión. Supervisión de los conglomerados financieros

globales, sujetos a marcos legales locales, que operan *cross-border*. Información y transparencia de los vehículos fuera de balance, *hedge funds*, compañías de seguros y otras instituciones. Supervisión de las agencias de *rating*. Mejora de los esquemas de compensación e incentivos de los directivos. Desarrollo de una infraestructura financiera que absorba la quiebra de contraparte mediante mercados organizados y cámaras de compensación centralizadas.

- b) Gestión del riesgo sistémico, dada la rapidez y alcance global de la transmisión de las perturbaciones a través de los productos y mercados financieros. Los requisitos de capital y de gestión del riesgo de liquidez deberán extremarse en las instituciones con potenciales riesgos sistémicos.
- c) Mecanismos de prevención de las crisis, que disuadan el excesivo apalancamiento y la asunción de riesgos durante el ciclo expansivo o debido a unos tipos de interés bajos. El sistema de prevención no debe imponer trabas innecesarias a la innovación financiera. Las reglas prudenciales de naturaleza anticíclica deberán generalizarse, tanto a nivel de disciplina de las entidades privadas como de una supervisión pública coordinada a escala multilateral e internacional. La supervisión deberá realizarse con mayor frecuencia e intensidad, con objeto de identificar y emitir la señal de alarma con anticipación suficiente.

El prof. O.J. Blanchard concluye que la implementación de estas propuestas a corto y largo plazo requiere la constitución de un grupo operativo y representativo de países con influencia directa en las políticas macroeconómicas y las reformas regulatorias y de supervisión que deberán aplicar las autoridades nacionales. Los organismos internacionales (FMI, Banco Mundial, Foro de Estabilidad Financiera, Banco Internacional de Pagos) deberán proveer de apoyo a tales iniciativas.

BIBLIOGRAFÍA PARA ENTENDER LA CRISIS



EL-ERIAN, M. (2008) *When Markets Collide*, McGraw-Hill, 304 págs.

Mohamed El-Erian (CEO de Pimco y ex-gestor del *endowment* de Harvard) obtuvo con este libro el Premio Financial Times 2008. Sus páginas analizan las transformaciones que están viviendo los mercados financieros globales.



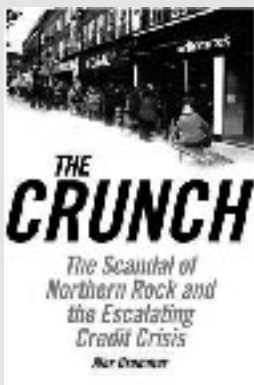
ZANDI, M. (2008) *Financial Shock*, FT Press, 270 págs.

Mark Zandi (Ph.D., University of Pennsylvania) es economista-jefe y co-fundador de *Moody's Economy*. El análisis discurre desde el ¿qué ha pasado? y el ¿por qué ha pasado? hasta el ¿qué pasará?, aventurando la próxima crisis financiera global.



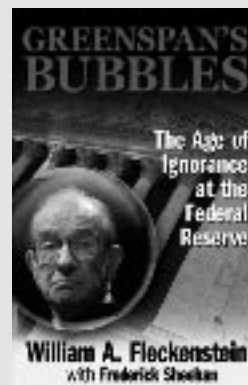
SCHILLER, R. J. (2008) *The Subprime Solution*, Princeton University Press, 196 págs.

Robert J. Schiller es profesor en Yale University. Los efectos sociales de la crisis serán graves en términos de desempleo y embargos de viviendas a las familias jóvenes. La salida de la crisis pasa por mantener la globalización y la innovación financiera.



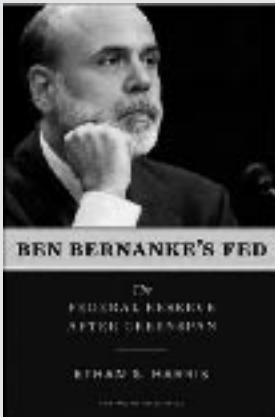
BRUMMER, A. (2008) *The Crunch*, RH Business Books, 244 págs.

Alex Brummer es un periodista económico británico del Daily Mail. La descripción de la crisis *subprime* en Estados Unidos desemboca en el escándalo del Northern Rock británico, paradigma de la agresividad comercial hipotecaria.



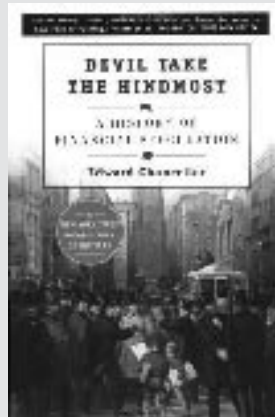
FLECKENSTEIN, W. A. (2008) *Greenspan's Bubbles*, McGraw-Hill, 194 págs.

William A. Fleckenstein es presidente de Fleckenstein Capital (Seattle). Una crítica demoledora a las decisiones de política monetaria y las declaraciones públicas durante los casi 19 años de Alan Greenspan como Presidente de la Reserva Federal USA.



HARRIS, E. S. (2008) *Ben Bernanke's Fed*, Harvard Business Press, 237 págs.

Ethan S. Harris (Ph.D. (Economics), Columbia University) ha sido economista-jefe en USA de Lehman Brothers, tras su paso por la *Federal Reserve of New York* y por JPMorgan. *Fed Watching*: Del legado de Alan Greenspan a los retos de Ben S. Bernanke.



CHANCELLOR, E. (2000) *Devil Take the Hindmost. A History of Financial Speculation*, Plume, 400 págs.

El periodista británico E. Chancellor recorre las crisis especulativas desde la Antigua Roma, pasando por la tulipmanía holandesa, la burbuja South Sea, el *crash* del 29, la burbuja japonesa y el efecto tequila, hasta la crisis *dotcom*.



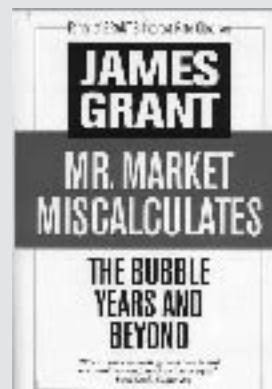
BRUNER, R. J. & CARR, S. D (2007) *The Panic of 2007: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley & Sons, 272 págs.

Los profesores Bruner y Carr analizan la tormenta financiera perfecta de Wall Street en 1907, que confirmó el liderazgo de la figura del banquero John Pierpont Morgan y dio lugar a la creación de la Reserva Federal.



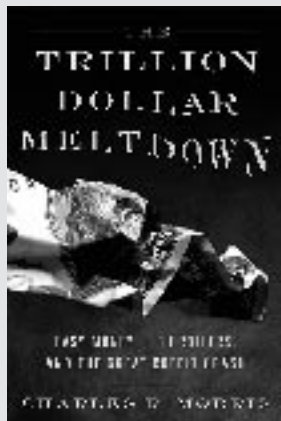
GALBRAITH, J. K. (1997) *The Crash of 1929*, Mariner Books, 224 págs.

El análisis clásico del prof. J. K. Galbraith sobre la crisis bursátil de Wall Street en 1929. Resulta significativo que, habiéndose publicado con éxito editorial en 1955, no ha sido descatalogado desde esa fecha.



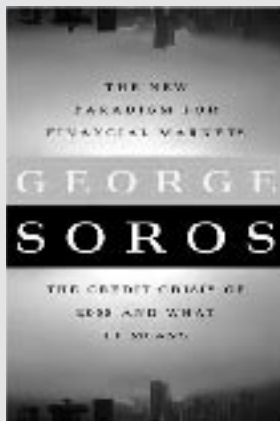
GRANT, J. (2008) *Mr Market Miscalculates. The Bubble Years Beyond*, Axios Press, 400 págs.

Esta referencia despierta pasiones entre los seguidores del autor. Fue escrita antes del estallido de la crisis, desde la perspectiva pesimista no exenta de humor marca de la casa. Su *postscript* se titula: *The close of the era of peace and quiet*.



MORRIS, C. R. (2008) *The Trillion Dollar Meltdown*, Public Affairs, 194 págs.

Charles R. Morris es abogado y antiguo banquero. Considera que estamos ante la mayor burbuja de crédito de la historia del mundo, cuya duración se extenderá durante años. La era *post-crash* redefinirá radicalmente los escenarios políticos y económicos.



SOROS, G. (2008) *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, Public Affairs, 163 págs.

El análisis de la crisis por uno de los protagonistas, en su calidad de propietario de un *hedge fund* con resultados exitosos. El autor considera que se trata de una crisis distinta y más grave que las vividas en décadas pasadas.



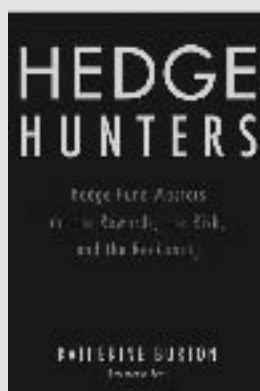
BOOKSTABER, R. (2007) *A Demon of our Own Design*, John Wiley & Sons, 276 págs.

Richard Bookstaber (Ph.D., MIT) es director de gestión de riesgos en uno de los mayores *hedge funds*, tras su paso por Morgan Stanley y Salomon Brothers. Un análisis del riesgo de la integración global de los mercados financieros (ubicuidad, apalancamiento, rapidez e inmediatez) y el desarrollo de los derivados.



DAS, S. (2006) *Traders, Guns & Money*, FT Prentice Hall, 334 págs.

Satyajit Das es un experto en derivados financieros, con un pasado profesional en bancos de inversión. Coincide con la memorable calificación de Warren Buffet sobre los productos derivados como *financial weapons of mass destruction*.



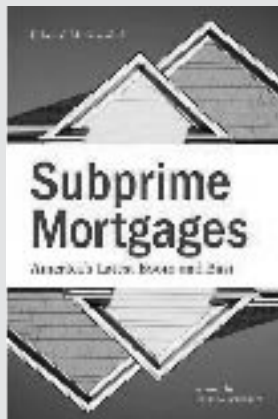
BURTON, K. (2007) *Hedge Funds*, Bloomberg Press, 206 págs.

Katherine Burton ha cubierto el mundo de los *hedge funds* para Bloomberg. El libro se reduce a un perfil novelado de los gestores de una selección de *hedge funds*, que permite conocer su comportamiento diario en los mercados financieros globales.



DROBNY, S. (2006) *Inside the House of Money*, John Wiley & Sons, 384 págs.

El autor es co-fundador de una consultora macroeconómica internacional. El libro es una secuencia de entrevistas a gestores de *hedge funds*, con el objeto de proveer un conocimiento desmitificador de sus inversiones y procedimientos elusivos.



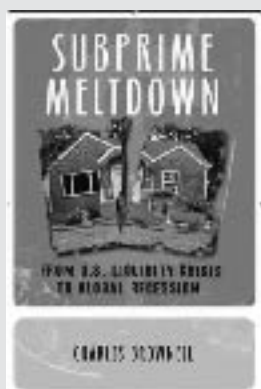
GRAMLICH, E. M. (2008) *Subprime Mortgages*, Urban Institute Press, 120 págs.

El prof. E.M. Gramlich (University of Michigan) fue miembro del Board of Governors de la Reserva Federal. Advirtió a A. Greenspan de que el *american dream* del acceso popular a la vivienda estaba generando riesgos de embargos y pérdidas bancarias.



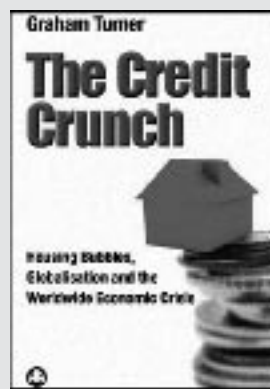
BITNER, R. (2008) *Confessions of a Subprime Lender*, John Wiley & Sons, 208 págs.

Este antiguo *broker* hipotecario subtitula su libro *An Insider's Tale of Greed, Fraud and Ignorance*, en que revela la espiral de una creatividad financiera que condujo a prestatarios insolventes a pagar unos precios inmobiliarios fuera de control.



BROWNELL, Ch. (2008) *Subprime Meltdown from U.S. Liquidity Crisis to Global Recession*, Charles Brownell, 116 págs.

Este profesional inmobiliario explica cómo la crisis de la vivienda se trasladó al mercado hipotecario, para saltar posteriormente a la bolsa y, finalmente, al supermercado local.



TURNER, G. (2008) *The Credit Crunch*, Pluto Press, 232 págs.

Graham Turner es fundador de la consultora GFC Economics y trabajó en bancos japoneses durante los '90. Considera que el estallido de la burbuja inmobiliaria USA acabará afectando al proceso de globalización y la deslocalización industrial.



MUOLO, P. & PADILLA, M. (2008) *Chain of Blame*, John Wiley & Sons, 352 págs.

Un trabajo periodístico sobre los actores y responsables (bancos de inversión, brokers, instituciones) del fiasco hipotecario y financiero de Wall Street. El *Afterword* del libro se titula: *We buried (some of) our garbage overseas*.



ASHCRAFT, A. B. & SCHUERMAN, T. (2008) *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Now Publishers, 132 págs.

Un análisis desde la atalaya privilegiada de la Reserva Federal de New York del proceso de originación de crédito hipotecario, titulación a través de productos financieros estructurados y su calificación por agencias de *rating*.



GOODMAN, L. S. (et al.) *Subprime Mortgage Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, 334 págs.

Este libro recoge la experiencia de varios profesionales de UBS, en conjunción con el prof. F. Fabozzi (Yale University), sobre instrumentos y estrategias en la gestión de carteras con derivados de crédito.



TALEB, N. N. (2008) *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*, Random House, 400 págs.

La experiencia repetitiva del pasado afirma este empirista escéptico: nos induce a predicciones en que todos los cisnes son blancos, pero la aleatoriedad de los acontecimientos trascendentes, raros e impredecibles, revela que existe el cisne negro.

REFERENCIAS COMPLEMENTARIAS PARA IRREDUCTIBLES

- BEIRNE, J., CAPORALE, G.M. SCHULZE-GHATTAS, M. & SPAGNOLO, N. (2008) *Volatility Spillovers and Contagion from Mature to Emerging Stock Markets*, IMF Working Papers 286.
- BIS (2005) *The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications*, Committee on the Global Financial System, January.
- _____ (2008) *BIS 78th Annual Report*.
- _____ (2008) *Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?*, Committee on the Global Financial System Paper nº 32.
- BORIO, C. (2008) *The Financial Turmoil of 2007-...?: A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, BIS Working Papers No. 251.
- CRIADO, S. & VAN RIXTEL, A. (2008) *Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007-2008: An Introductory Overview*, Documentos Ocasionales, Banco de España Nº 0808, 45 pág.
- DELL'ARICCIA, G., IGAN, D. & LAEVEN, L. (2008) *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, IMF Working Paper 106.
- ECB (2008) *Financial Stability Review*, June.
- ELUL, R. (2005) *The Economics of Asset Securitization*, Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review.
- FABOZZI, F. J., DAVIS H. A & CHOUDRY M. (2006) *Introduction to Structured Finance*, John Wiley & Sons.
- GORTON, G. & SOULELES N.S. (2005) *Special Purpose Vehicles and Securitization*, NBER Working Paper Nº 11190.
- HARDY, D. C. & NIETO, M. J. (2008) *Cross-Border Coordination of Prudential Supervision and Deposit Guarantees*, IMF Working Paper 283.
- HUI TONG & SHANG-JIN WEI (2008) *Real Effects of the Subprime Mortgage Crisis: Is It a Demand or a Financial Shock?* IMF Working Paper 186.
- IMF (2008) *The Recent Financial Turmoil. Initial Assessment, Policy Lessons and Implications for Fund Surveillance*, April.
- JOBST, A. (2003) *Collateralized Loan Obligations (CLOs). A Primer*, The Securitization Conduit, 6.
- _____ (2006) *What is Structured Finance?*, The Securitization Conduit, 8, pág. 1-19.
- KIFF, J. & MILLS, P. (2007) *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U. S. Subprime Mortgage Markets*, IMF Working Paper 188.
- LAEVEN, L. & VALENCIA, F. (2008) *Systemic Banking Crisis: A New Database*, IMF Working paper 224.
- MASON, J. R. & ROSNER, J. (2007) *How Resilient Are Mortgage-Backed Securities to Collateralized Debt Obligations Market Disruptions*, Hudson Institute.
- _____ (2007) *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage-Backed Securities and Collateralized Debt Obligations Market Disruptions*, mimeo.
- MENGLE, D. (2007) *Credit Derivatives: An Overview*, Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review.

ECONOMÍAS EMERGENTES: ¿NO ESTABAN INVITADAS A ESTA FIESTA!

AMÉRICA LATINA:

OTRA VEZ A VUELTAS CON LA VULNERABILIDAD

La crisis financiera mundial se ha filtrado a las economías latinoamericanas a través de los canales del comercio internacional, los menores flujos de inversión extranjera directa, las salidas de capitales a corto plazo y la contracción de las remesas de los emigrantes.

La contracción de la actividad económica en los países desarrollados y la irrupción de los diferenciales de riesgo financiero soberano están impactando en los fundamentos económicos de los países de América Latina.

La crisis financiera mundial se ha filtrado a las economías latinoamericanas a través de los canales del comercio internacional, los menores flujos de inversión extranjera directa, las salidas de capitales a corto plazo y la contracción de las remesas de los inmigrantes

No obstante, las economías latinoamericanas han registrado un ciclo económico expansivo durante los últimos años que les aporta algunos elementos de mayor resistencia ante las turbulencias financieras exógenas. El análisis de la exposición a la vulnerabilidad de las distintas economías latinoamericanas debe distinguir el grupo conformado por países tales como



Brasil, México, Chile, Perú y Colombia de otro que vendría integrado por las economías de Argentina, Venezuela, Ecuador, Nicaragua o Bolivia.

El ciclo económico expansivo que han tenido las economías latinoamericanas durante los pasados ejercicios se ha sustentado en una ampliación de la demanda interna (consumo e inversión), debido al progresivo desarrollo sociológico de una clase media. Este resorte interno reduce en algunos grados la vulnerabilidad de dichos países a las perturbaciones exógenas. La creciente bancarización también ha introducido una mayor exigencia de disciplina económica entre las familias y las empresas.

Durante 2008, América Latina experimentó un proceso inflacionista de origen y alcance mundial, pero los bancos centrales del área que siguen políticas monetarias ortodoxas reaccionaron con alzas del tipo de interés que, junto a la recesión global, han reconducido los precios hacia los objetivos previstos.

Las economías latinoamericanas alimentaron el ciclo expansivo de crecimiento mundial a través de las exportaciones de materias primas y otros productos: soja y mineral de hierro de Brasil, petróleo de Venezuela, metales de Perú, soja y oleaginosas de Argentina, cobre de Chile y gas y estaño de Bolivia. Los superávits de las balanzas comerciales y por cuenta corriente les permitieron la acumulación de un nivel elevado de reservas de divisas. La contracción de la actividad en sus mercados de exportación y la corrección a la baja de los precios de las materias primas están impactando negativamente en los saldos comerciales y en el flujo de acumulación de dólares. Ahora bien, la mayor rigidez a la baja de la demanda de materias primas –en función de la inexistencia de sustitutos inmediatos– aporta una mayor resistencia de las economías latinoamericanas ante la recesión mundial. El grado en que la economía china deje de demandar las materias primas latinoamericanas determinará en gran medida la evolución de las balanzas comerciales del área. China es el segundo socio comercial de Brasil y el tercero de Argentina y constituye el primer mercado de exportación de Chile y el segundo de Perú.

La recesión de las economías de Estados Unidos y Europa está provocando la reducción drástica de las remesas enviadas por los emigrantes latinoamericanos hacia sus países de origen. Esta circunstancia constituye un factor crítico en la capacidad de consumo de las familias latinoamericanas con mayor porcentaje de emigración (México, Ecuador, Perú, países centroamericanos).

El deterioro de los saldos de la balanza comercial y por cuenta corriente se agrava por la contracción de la inversión extranjera directa hacia el área –tanto por motivos coyunturales como geopolíticos–, así como por la repatriación de capitales y la huida de fondos a corto plazo. La sobre-reacción depreciatoria de los tipos de cambio flexibles y la caída de los índices bursátiles han acelerado dicha salida de capitales golondrina.

Durante los últimos ejercicios presupuestarios, los principales países de América Latina han reducido sustancialmente los saldos deficitarios de sus cuentas públicas, consolidando saldos fiscales primarios holgados. Esta disciplina presupuestaria ha reducido los volúmenes de emisiones de deuda pública, particularmente de deuda externa. Además, los inversores mundiales perdonaron el “pecado original” (Ricardo Hausman *dixit*) consistente en la imposibilidad de denominar su deuda pública externa en divisa doméstica, posibilitando la recomposición del endeudamiento y reduciendo así la vulnerabilidad de su exposición al tipo de cambio del dólar.

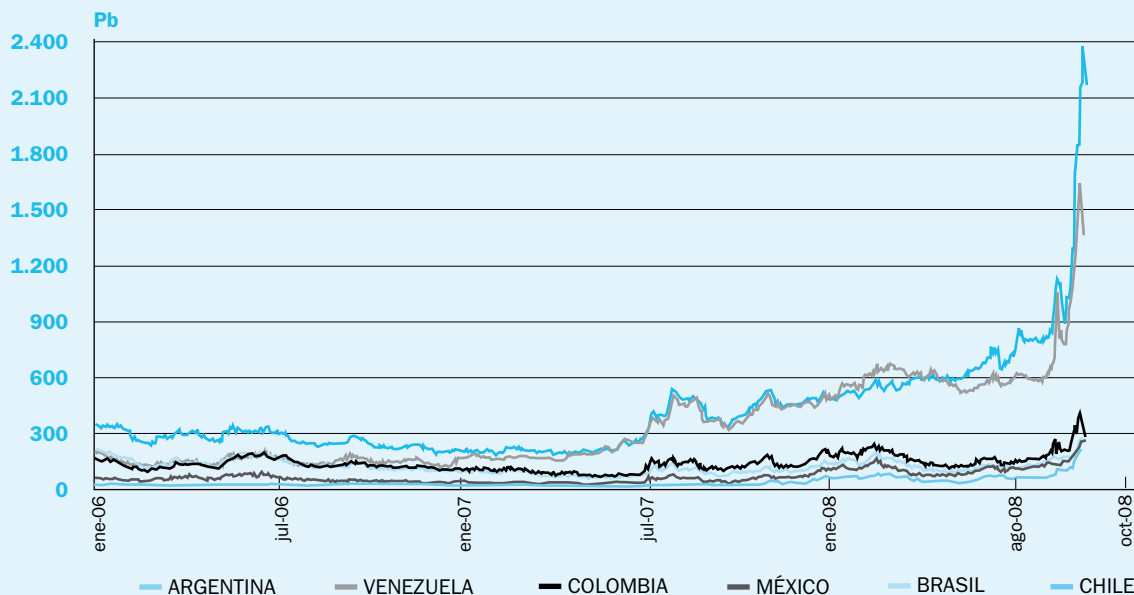
Los *spreads* sobre deuda soberana medidos en términos de EMBI o a través de los *credit default swaps* (CDS) se han am-

pliado para el conjunto del área, destacando el agravamiento registrado en Argentina, Venezuela y Ecuador. Estos diferenciales por riesgo-país implican un encarecimiento de la financiación externa en dólares, que se suma al endurecimiento crediticio interno en moneda local. Brasil y Perú han visto mejorada su calificación crediticia hasta *investment grade*, al tiempo que Colombia y Uruguay también mejoraban posiciones.

En particular, Argentina enfrenta un ajuste en su economía. La huelga del campo durante cuatro meses y la caída de sus precios de exportación inhabilitaron la pretensión gubernamental de establecer el arancel móvil. El acceso a la financiación del FMI y ante los acreedores privados internacionales está cerrado. La continuidad de la colocación de las emisiones de bonos públicos al gobierno venezolano está supeditada a la evolución del precio del petróleo. Las nacionalizaciones impuestas y los cambios unilaterales de las reglas del juego a la inversión extranjera incentivan la repatriación, diluyendo absolutamente su atractivo como destino inversor. La incautación nacionalizadora de los planes privados de pensiones sólo significa una huida hacia un futuro que enfrentará la imposibilidad de atender los pagos comprometidos.

AMÉRICA LATINA: ‘CREDIT DEFAULT SWAPS’ DE LA DEUDA SOBERANA

Puntos básicos



CHINA, CLAVE DE BÓVEDA

La economía china está poniendo a prueba por primera vez su modelo de crecimiento como “fábrica del mundo”, basado en el atractivo hacia la inversión extranjera directa (bajos salarios, relaciones laborales estrictas) y una exportación impulsada por un tipo de cambio depreciado del yuan.

La caída de la actividad en sus mercados de exportación (Estados Unidos, Unión Europea) está obligando al cierre de numerosas empresas de Guandong y Zhejiang, provocando un desempleo desconocido hasta el momento. El malestar de los emigrantes de las zonas rurales del interior se está manifestando en disturbios sociales. La bolsa china es la plaza mundial que, junto al mercado bursátil ruso, ha registrado una caída más brusca de sus índices. El mercado inmobiliario de Shenzhen se ha desplomado, arrastrando a otras grandes ciudades (Shanghai, Beijing). El Partido Comunista Chino (PCCh) está viendo cuestionada su condición de “Gran Timonel” que conduce al pueblo hacia la “sociedad armoniosa”.

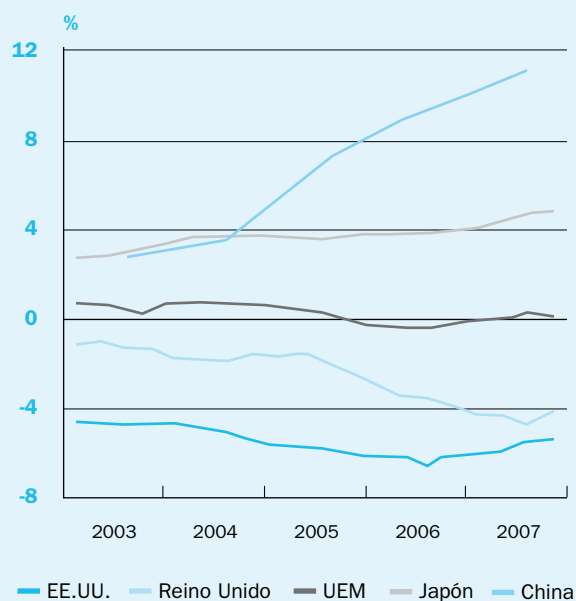
El gobierno ha anunciado un gran programa 2009-10 de inversiones en infraestructuras, en desarrollo rural y en proyectos

medioambientales por un importe de casi 600.000 millones de dólares. El Peoples' Bank of China ha abandonado su política monetaria restrictiva para combatir la inflación, en favor de drásticas reducciones de su tipo de interés y reducciones de los requisitos bancarios para la concesión de crédito.

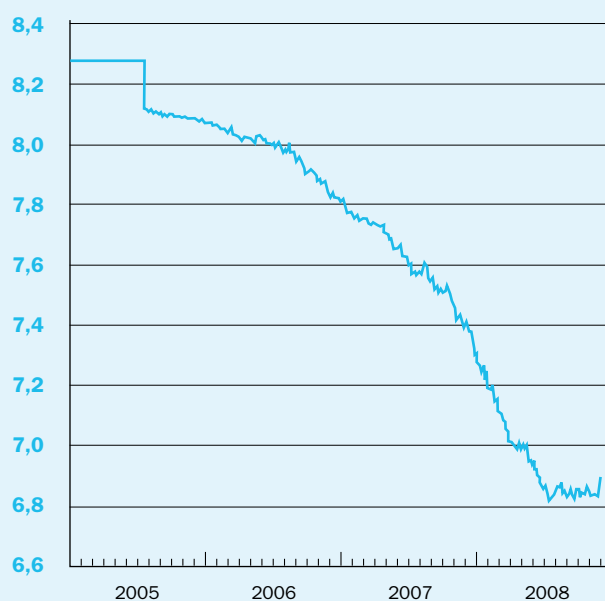
El superávit comercial de China ha acumulado la mayor reserva de divisas del mundo en apenas una década, que ha llegado a superar los 1,9 billones de dólares. El gobierno chino ha destinado dicha reserva de divisas a la importación de las materias primas que demanda el crecimiento de su economía y a la financiación del déficit público y de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos. China ya ha superado a Japón y a Oriente Medio como el país con mayor posición acreedora frente al Tío Sam.

Si China debe destinar sus recursos a las necesidades domésticas y no puede financiar las crecientes emisiones de deuda del Tesoro americano, los tipos de interés de los *Treasuries* aumentarían y el dólar entraría en una corrección disruptiva muy profunda. Las pérdidas sufridas por la cartera en dólares del Banco Central (*Treasuries*, bonos Fannie Mae, bonos Freddie Mac) y de los fon-

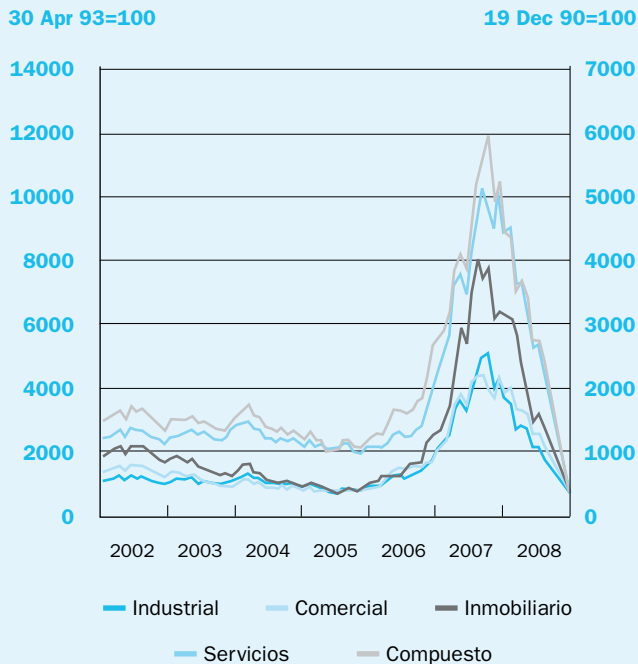
BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE (% PIB)



TIPO DE CAMBIO SPOT RMB YUAN/DÓLAR



CHINA: ÍNDICES DE LA BOLSA DE SHANGHAI



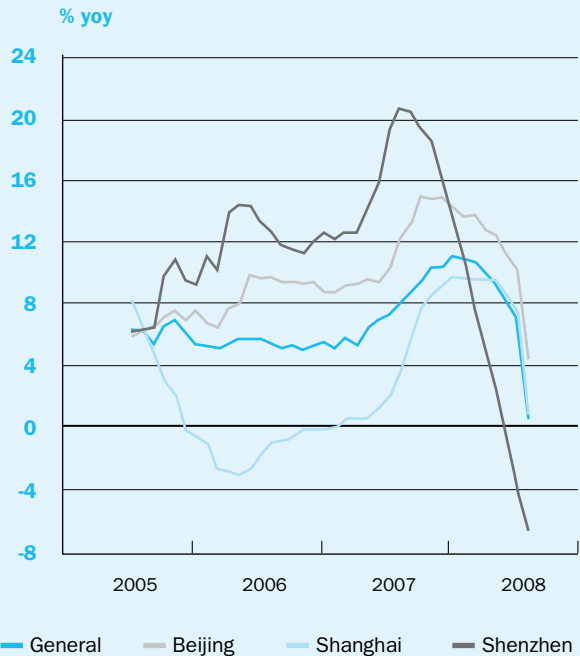
dos soberanos chinos (Bear Stearns, Morgan Stanley, Blackstone), así como la previsible reducción del rendimiento de los bonos estadounidenses, pueden disuadir a las autoridades de la R.P. China de ampliar una posición acreedora que ya no es tan segura. El problema es que la economía china debe seguir sosteniendo la cotización del dólar, ya que su crecimiento se basa en la exportación al mercado americano cobrada en dicha divisa.

Si China debe atender sus necesidades domésticas y no puede financiar las crecientes emisiones de deuda del Tesoro americano, los tipos de interés de los 'Treasuries' aumentarían y el dólar entraría en una corrección disruptiva muy profunda. La caída del crecimiento chino presionará el precio de las materias primas hacia su desplome

La caída de la tasa de crecimiento de la economía china se traduciría también en el desplome del precio de las materias primas

CHINA: MERCADO INMOBILIARIO

Precios



(petróleo, metales, soja), afectando directamente a áreas como América Latina.

En fin, la anémica situación de la economía de Japón todavía no ha superado los estallidos de las burbujas bursátil e inmobiliaria a inicios de los noventa. Su dilatado estancamiento se ve lastrado por la enorme deuda pública, empresarial y del sector financiero, que no supieron reestructurarse en su momento. Por su parte, la caída del precio del petróleo puede pinchar la burbuja financiera e inmobiliaria de Abu Dhabi y Dubai (EAU) y Qatar.

En tal caso, el estratosférico y creciente endeudamiento de Estados Unidos –dada la baja tasa de ahorro doméstica– no encontraría inversores en el resto del mundo dispuestos a suscribir sus títulos, obligando a una subida de los tipos de interés y de los seguros de cobertura, provocando una depreciación abrupta del dólar... ...o la declaración de un (inimaginable) *default* del Tesoro americano.

ZONA EURO: PRIMERA CONTRACCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA A LA VISTA

CAMBIO DRÁSTICO DE PERSPECTIVAS

Durante el último semestre, se ha producido un fuerte giro en las perspectivas macroeconómicas de la zona euro, pasando de estar dominadas por la preocupación por la inflación a estarlo por la preocupación por el crecimiento económico.

El fuerte crecimiento de los precios energéticos y de los alimentos durante la primera mitad de 2008 situó la tasa de inflación de la zona en el 4% en el mes de junio, su mayor nivel desde la adopción del euro en 1999, hecho que llevó al Banco Central Europeo a subir su tipo de interés de referencia un cuarto de punto en julio de 2008, hasta el 4,25%. Se trataba de su primer movimiento desde junio de 2007, un año de congelación de tipos propiciado por el estallido de la crisis financiera en agosto de ese mismo año, que forzó al Banco Central Europeo a ralentizar la firme política de defensa de la estabilidad de precios llevada hasta aquel momento.

La señal de firmeza frente a los riesgos inflacionistas que se pretendió dar con el incremento de tipos en julio de 2008 mostró que el Banco Central Europeo seguía confiando en que el escenario de recesión para la zona euro era más bien remoto. Sin embargo, el fuerte deterioro de las condiciones financieras internacionales que se produjo a partir del mes septiembre, junto a los primeros indicadores de descenso de la actividad económica desde mediados de año, han puesto en primer plano el escenario de recesión para 2009. Simultáneamente, y al hilo de la desaceleración económica, los precios de las materias primas están experimentando fuertes descensos, lo que ha diluido las tensiones inflacionistas.

En este nuevo escenario, el Banco Central Europeo comenzó el recorte de su tipo de interés de referencia. Lo hizo primero de forma coordinada con los principales bancos centrales en octubre, con una reducción de medio punto porcentual que lo situó en el 3,75%. Dos reducciones posteriores en noviembre (0,5%) y diciembre (0,75%) lo situaron en el 2,5%.

El acelerado cambio de perspectivas macroeconómicas para la zona euro ha provocado la reacción de la política monetaria común, que redujo su tipo de referencia en 1,75 puntos en el último trimestre del año 2008, y de las políticas fiscales nacionales, que diseñan planes de rescate y de apoyo a su demanda interna

LA POLÍTICA FISCAL PONE SU PARTE

La política monetaria continuará la senda de relajación durante los próximos meses, pero por sí sola no será suficiente. El fuerte descenso de la actividad crediticia y de la propensión al gasto del sector privado bloquea sus canales de transmisión, mermando su efectividad. En tal situación, la política presupuestaria puede llegar a liderar la reactivación de la demanda.

Los gobiernos de la zona euro ya han adoptado planes de rescate y apoyo a sus respectivos sistemas financieros. También se están produciendo inyecciones en sectores clave, como el del automóvil. Y deberán diseñarse medidas discrecionales adicionales temporales y susceptibles de implementación durante el 2009.

La efectividad de la acción fiscal dependerá de que se produzca de forma conjunta y coordinada a nivel de la zona, lo que dificultará su implementación. En particular, Alemania está barajando políticas de estímulo fiscal muy tímidas, dado el tamaño y el alto nivel de ahorro de su economía.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN

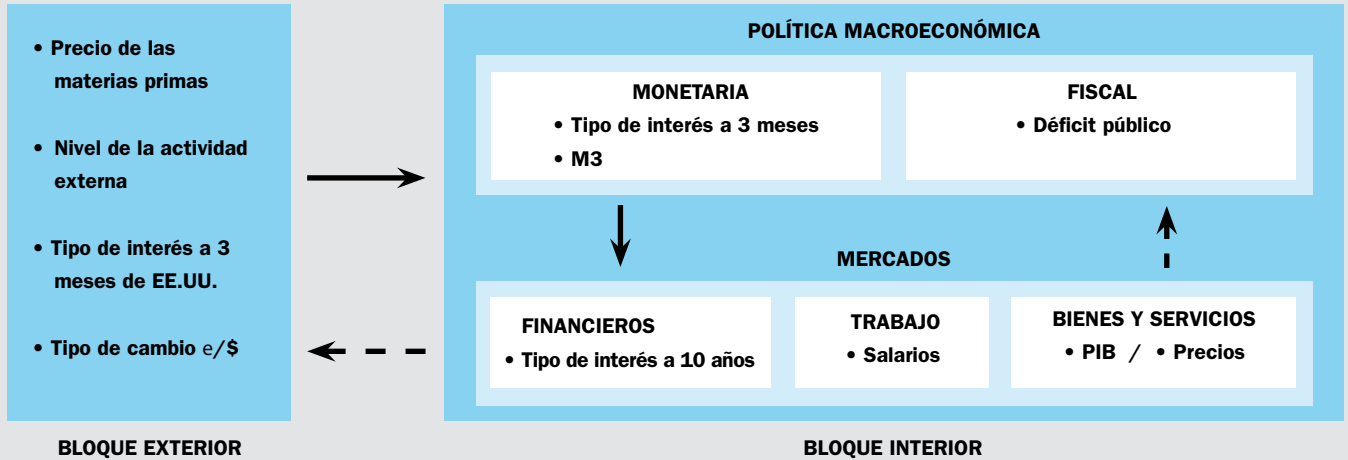
Aun con la activa respuesta de la política fiscal y monetaria, nuestras previsiones de crecimiento para 2009 entran en territorio de crecimiento negativo, mientras la inflación experimenta una fuerte desaceleración.

Modelo y escenario de previsión

Las previsiones se basan en el modelo econométrico estimado para la zona euro que se describe en el recuadro adjunto, y están condicionadas al siguiente escenario sobre la evolución macroeconómica externa e interna de la zona:

- Crecimiento de los precios de las materias primas del 20% en 2008 y del -25% en 2009.
- Crecimiento de la economía mundial del 3,5% en 2008 y del 2% en 2009.
- Tipos de interés de la Reserva Federal al 2% en 2008 y en el rango 0%-0,25% en 2009.
- Tipo de cambio € / \$ en el rango 0,7 – 0,8.
- Tipo de interés del Banco Central Europeo al 3,75% en 2008 y en el rango 1%-2% en 2009.
- Déficit público de la zona euro en torno al 2,5% a finales de 2009.
- Crecimiento salarial en la zona euro del 3,5% en 2008 y en torno a un 1% en 2009.

MODELO MACROECONÓMICO DE LA ZONA EURO



Los 11 indicadores macroeconómicos que contiene el modelo están agrupados en dos bloques principales que representan, respectivamente:

- La evolución externa de la economía de la zona euro.
- La evolución interna de la economía de la zona euro.

El bloque externo resume el entorno internacional de la zona euro mediante cuatro indicadores:

- El precio de las materias primas.
- El nivel de actividad en el exterior de la zona euro.
- Las condiciones monetarias externas, representadas por el tipo de interés del mercado monetario de Estados Unidos y el tipo de cambio euro/dólar (€/\\$).

El bloque interno está, a su vez, dividido en dos:

- La evolución de la política macroeconómica está representada en su doble dimensión:
 - Indicador fiscal: déficit público.
 - Indicadores monetarios: tipo de interés a corto plazo y el agregado monetario M3.
- La evolución de los mercados se resume en cuatro indicadores:
 - Tipo de interés a largo plazo.
 - Nivel de salarios.
 - Nivel de precios.
 - Producto interior bruto (PIB).

La estructura del modelo facilita el análisis y la cuantificación del impacto que distintos escenarios internacionales y de política ma-

croeconómica puedan tener sobre la evolución del crecimiento y la inflación de la zona euro.

En términos econométricos, el modelo es un vector autorregresivo estimado con técnicas bayesianas. Utilizando la notación convencional en el análisis de regresión, puede expresarse como sigue:

$$Y_t = X_{t-1} \beta + e_t$$

$n \times 1$ $n \times 1$

donde el componente aleatorio $\varepsilon_t | X_{t-1} \sim N(0, \Sigma)$ y

el vector Y_t contiene los 11 indicadores macroeconómicos ($n=11$) y cada ecuación contiene k coeficientes correspondientes a los $m=4$ retardos de cada uno de los n indicadores y al componente aleatorio Z .

$$Y_t = \begin{bmatrix} Y_{1,t} \\ \vdots \\ Y_{n,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_{1,t-1} & \dots & X_{n,t-1} \\ \vdots & & \vdots \end{bmatrix} \beta + e_t$$

Desde la perspectiva bayesiana, β es un vector aleatorio cuya distribución a priori $\beta | X_{t-1} \sim N(\beta_{t-1}, \Omega_{t-1})$ es actualizada con cada nuevo dato muestral para generar la distribución a posteriori $\beta | X_{t-1}, Y_t \sim N(\beta_t, \Omega_t)$. La distribución resultante, una vez procesada toda la muestra, es la utilizada para generar las previsiones bajo los distintos escenarios.



Previsiones

Las previsiones de crecimiento e inflación resultantes para la zona euro se presentan en la tabla y gráficos adjuntos. Destacan los siguientes aspectos:

- El crecimiento económico de la zona experimentará una fuerte desaceleración en 2008 y una contracción del nivel de actividad en 2009 que estimamos en el entorno del -0,7%.
- Después de un sustancial aumento durante el 2008, la tasa de inflación se desacelera durante el 2009 situándose en torno al 1,3%.

En conjunto, las proyecciones sumergen a la zona euro en el primer escenario recesivo desde la adopción de la moneda única, con la previsible contracción de la actividad económica y una tasa de inflación de las más bajas desde 1999.

La zona euro se enfrenta a la primera crisis económica de calado desde la adopción del euro en 1999, que pondrá a prueba la agilidad para el ajuste de las economías de los Estados miembros

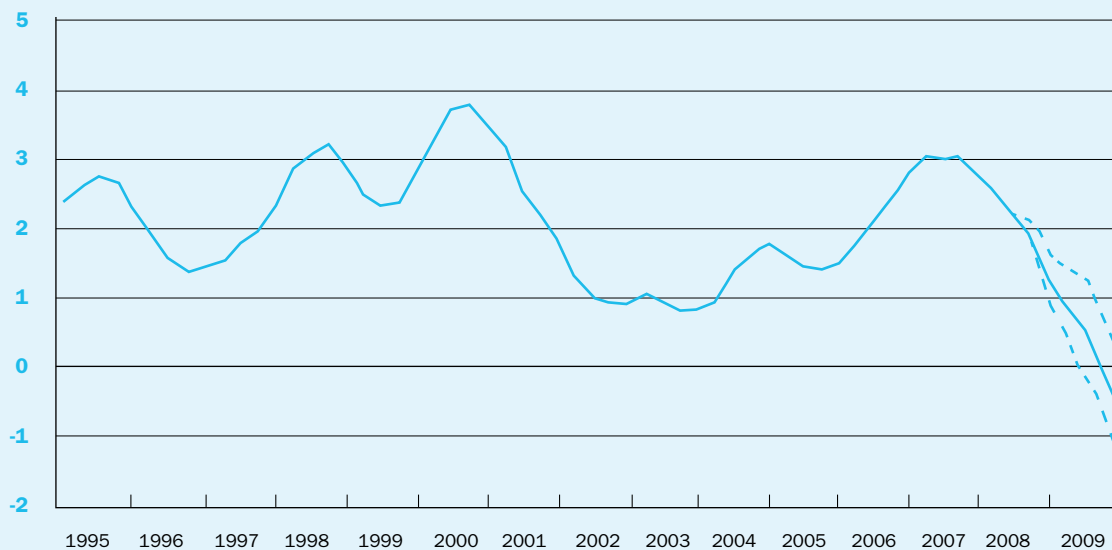
ESCENARIO DE PREVISIÓN

| Bloque exterior | 2008 | 2009 |
|---------------------------------------|-------------|-------------|
| Precio de las materias primas | 20% | -25% |
| Crecimiento mundial | 3,5% | 2% |
| Tipo de interés de la Reserva Federal | 2% | 0 - 0,25% |
| Tipo de cambio €/ \$ | 0,7 - 0,8 | 0,7 - 0,8 |
| Bloque interior | 2008 | 2009 |
| Tipo de interés del BCE | 3,75% | 1 - 2% |
| Déficit público | 1,2% | 2,5% |
| Crecimiento salarial | 3,5% | 1% |

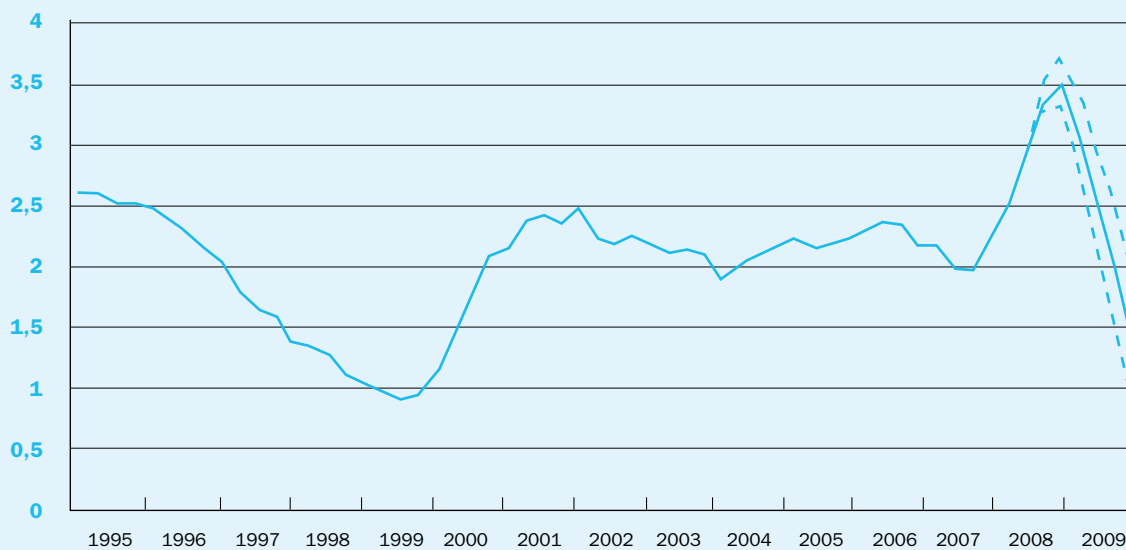
PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN PARA LA ZONA EURO

| | Crecimiento del PIB (%) | Inflación (%) |
|-------------|--------------------------------|----------------------|
| 2005 | 1,8 | 2,2 |
| 2006 | 3,0 | 2,2 |
| 2007 | 2,6 | 2,1 |
| 2008 | 1,2 | 3,5 |
| 2009 | -0,7 | 1,3 |

CRECIMIENTO EN LA ZONA EURO (%)



INFLACIÓN EN LA ZONA EURO (%)



UNIÓN EUROPEA: EXTRAMUROS DE LA ZONA EURO

MAPA DE LA ZONA EURO



Los países miembros veteranos de la Unión Europea que no han adoptado el euro acabarán 2008 con crecimientos inferiores a los esperados para la zona euro. El Reino Unido y Suecia crecerán en torno al 0,8% y Dinamarca rozará el estancamiento económico, creciendo alrededor del 0,2%.

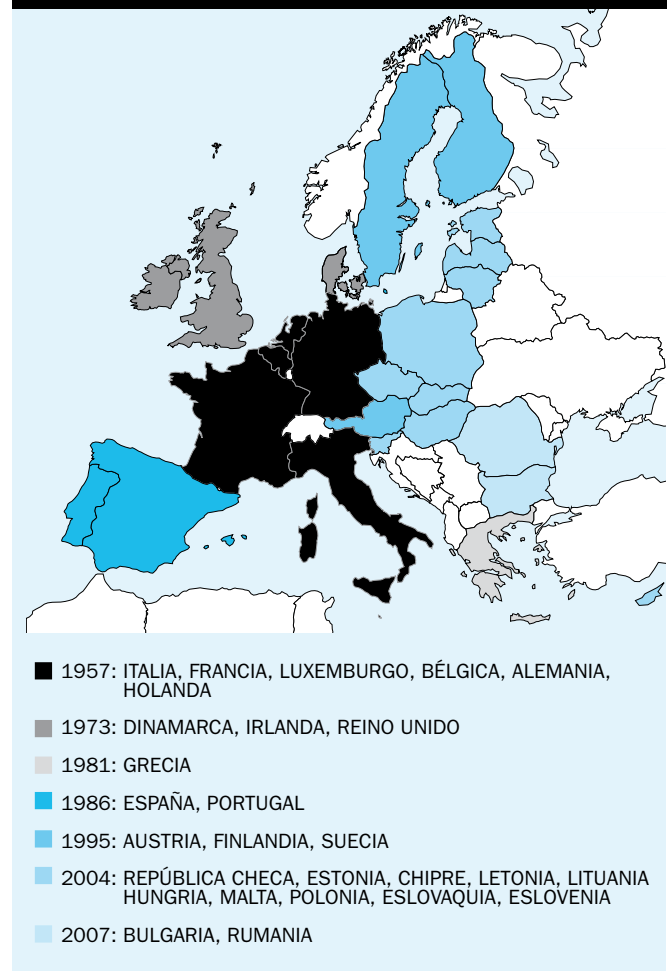
Las perspectivas para el 2009 son algo más diversas. La peor parte le corresponderá al Reino Unido. La relevancia de su sector financiero implicará un probable mayor impacto de la crisis financiera internacional, con el correspondiente deterioro de las condiciones crediticias. Adicionalmente, el fuerte descenso de actividad y precios en el sector residencial impactará negativamente en la inversión y el consumo del sector privado. La respuesta de la política monetaria ha sido bastante contundente, y también el apoyo de la política fiscal. A pesar del ello, la actividad económica se contraerá en torno a un -1,1% en 2009.

La contracción en Dinamarca se situará alrededor del -0,5% en 2009, mientras que Suecia, menos dependiente de la actividad residencial, tendrá crecimiento cero.

El bloque de los 12 nuevos miembros incorporados a la Unión Europea desde 2004 experimentará una sustancial desaceleración de su actividad durante el año 2009, especialmente afectado por su dependencia de la financiación y comercio exteriores.

El bloque de países bálticos, inmerso en un proceso de corrección de desajustes internos y externos, se contraerá ligeramente, alrededor del -0,3%. El resto de países crecerá a una media del 4%, con una variación que se moverá entre el 5,5% de Eslovenia y el 2,5% de Hungría.

MAPA DE LA UNIÓN EUROPEA



ECONOMÍA ESPAÑOLA: EN SERIOS APUROS

MÁS QUE UN AJUSTE DE CICLO, LA QUIEBRA DEL MODELO DE CRECIMIENTO

El largo ciclo expansivo de la economía española, impulsado durante casi tres lustros por el consumo privado y la actividad inmobiliaria, está registrando un profundo ajuste desde 2007. La naturaleza y la intensidad del desplome de ambos motores sugieren que se trata de la quiebra del modelo de crecimiento. Con posterioridad, la crisis financiera internacional se ha superpuesto con virulencia, bajo la forma del endurecimiento de las condiciones de financiación. La economía española está abocada a una caída disruptiva hacia una recesión profunda y duradera en el tiempo.

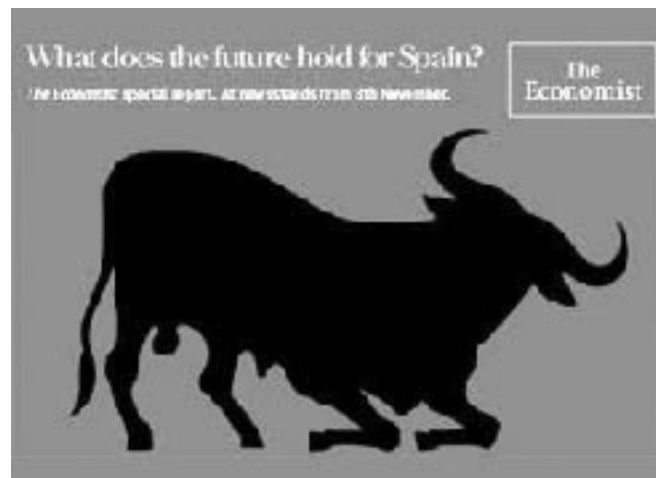
La economía española ha entrado en recesión de forma brusca y proyecta un largo periodo de estancamiento durante bastantes trimestres. La naturaleza y la intensidad del desplome del consumo y de la actividad inmobiliaria sugieren que se trata de la quiebra del modelo de crecimiento

La economía española ha entrado en recesión de forma brusca y proyecta un largo periodo de estancamiento durante bastantes trimestres, que posponen la recuperación de unas tasas de crecimiento generadoras de empleo neto hasta al menos el ejercicio 2010. La contracción de la actividad se está agravando por la restricción crediticia derivada del estrangulamiento de la liquidez y del desapalancamiento del sistema financiero internacional. Los escenarios de fuerte repunte de la morosidad de las empresas y de las familias y el calendario de vencimientos de las deudas bancarias, han cerrado el grifo del crédito por parte de bancos y cajas de ahorro. En consecuencia, las necesidades financieras de las empresas altamente endeudadas y la atonía económica están multiplicando el número de concursos de acreedores y de expedientes de regulación de empleo.

Los motores del consumo privado y la construcción han gripado. La economía española está meramente planeando en un entorno de turbulencias internacionales, sin queroseno en el depósito, a la búsqueda de un aterrizaje de circunstancias. Los escenarios de la economía española proyectan que la variación intertemporal de la actividad seguirá el perfil de la forma de una "L".

EL CONSUMIDOR LE VE LAS OREJAS AL LOBO

El consumo de las familias está experimentando una fuerte retracción, según queda registrado en indicadores tales como

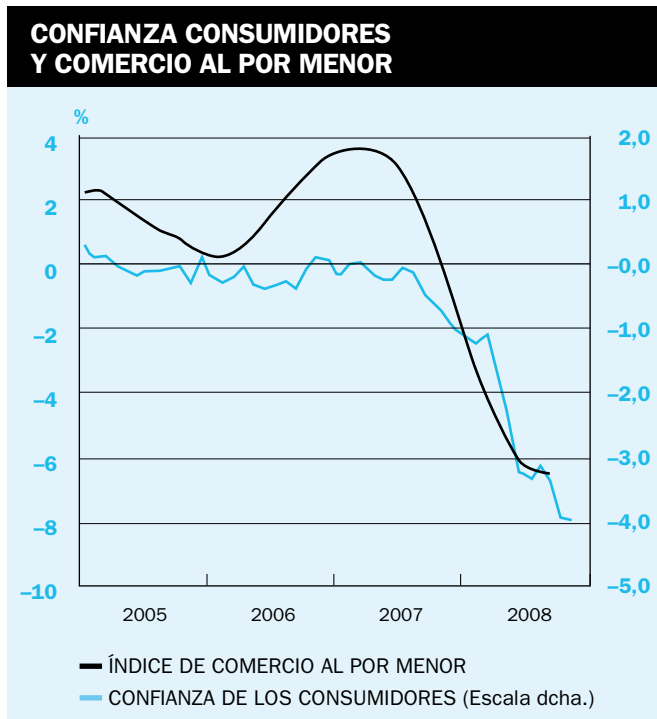


la confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas, las ventas interiores de bienes y servicios y el índice de comercio al por menor. En particular, la caída más brusca se concentra en los bienes de consumo duradero (matriculaciones de automóviles, electrodomésticos).

La abrupta contracción del consumo se debe a la reducción de la renta familiar disponible y a las expectativas sobre su deterioro en los próximos meses. Los factores que confluyen en dicho comportamiento de las familias se basan en el inicio de la fase de destrucción de empleo y el temor al paro, la percepción de la inflación de los componentes básicos de la cesta de la compra y el efecto-riqueza negativo provocado por la depreciación del valor del activo vivienda y la caída de las cotizaciones de la cartera bursátil, de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones privados. Adicionalmente, el cierre de la financiación bancaria a las familias (consumo, hipotecario) también está provocando la dilución del dinamismo que caracterizó al consumo privado durante los ejercicios recientes.

FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y CARTERA DE PEDIDOS: NI ESTÁN, NI SE LAS ESPERA

La formación bruta de capital fijo en bienes de equipo (inversión de las empresas) se ha frenado ante las señales de alarma que emiten el deterioro de los indicadores de clima industrial, el empeoramiento de la cartera de pedidos, la moderación de los beneficios empresariales y, adicionalmente, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y la ampliación del diferencial en la financiación a través de la emisión de deuda corporativa (pagarés de empresa, bonos).



FUENTE: Banco de España

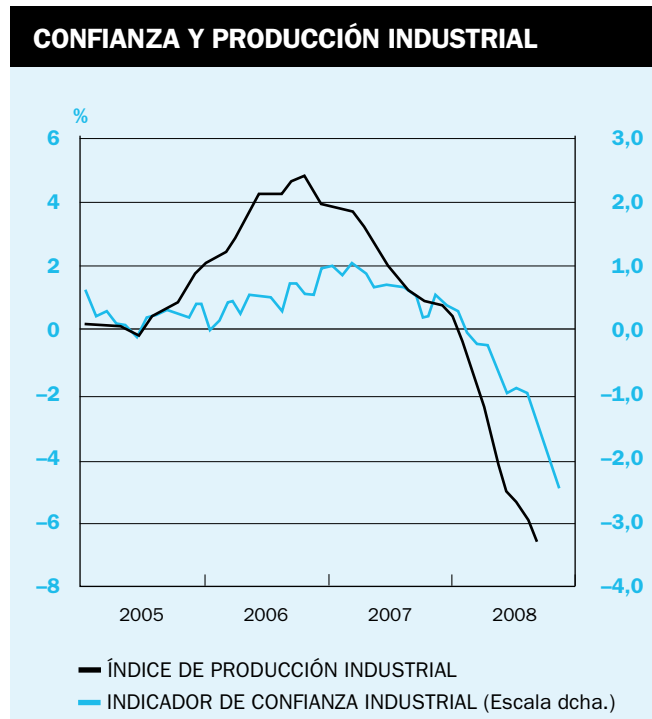
Las expectativas empresariales que reflejan los indicadores de confianza anuncian un deterioro mayor de la cartera de pedidos y el aumento de la tasa de dudosidad. Los riesgos de impago derivados de las ventas se han disparado, generalizándose desde el sector construcción hacia el resto de las actividades, en parte ligados a declaraciones de concursos de acreedores.

La montaña de deudas y la restricción crediticia pueden encender una mecha de cadena de impagos que lleguen a afectar a las empresas solventes y provoquen la venta forzada de activos

La montaña de deudas y la restricción crediticia pueden encender una mecha de cadena de impagados que lleguen a afectar a las empresas solventes y provoquen la venta forzada de activos. Las quiebras, los retrasos en los pagos y, en el mejor de los casos, la liquidación de los *stocks* antes que su reposición mediante nuevos pedidos pueden dibujar unos primeros trimestres del ejercicio 2009 especialmente disruptivos.

DERRUMBE INMOBILIARIO

El indicador más preocupante se centra en la drástica reducción de la inversión en construcción, que está corrigiendo los excesos de la euforia reciente. Los manguantes proyectos de



FUENTE: Banco de España

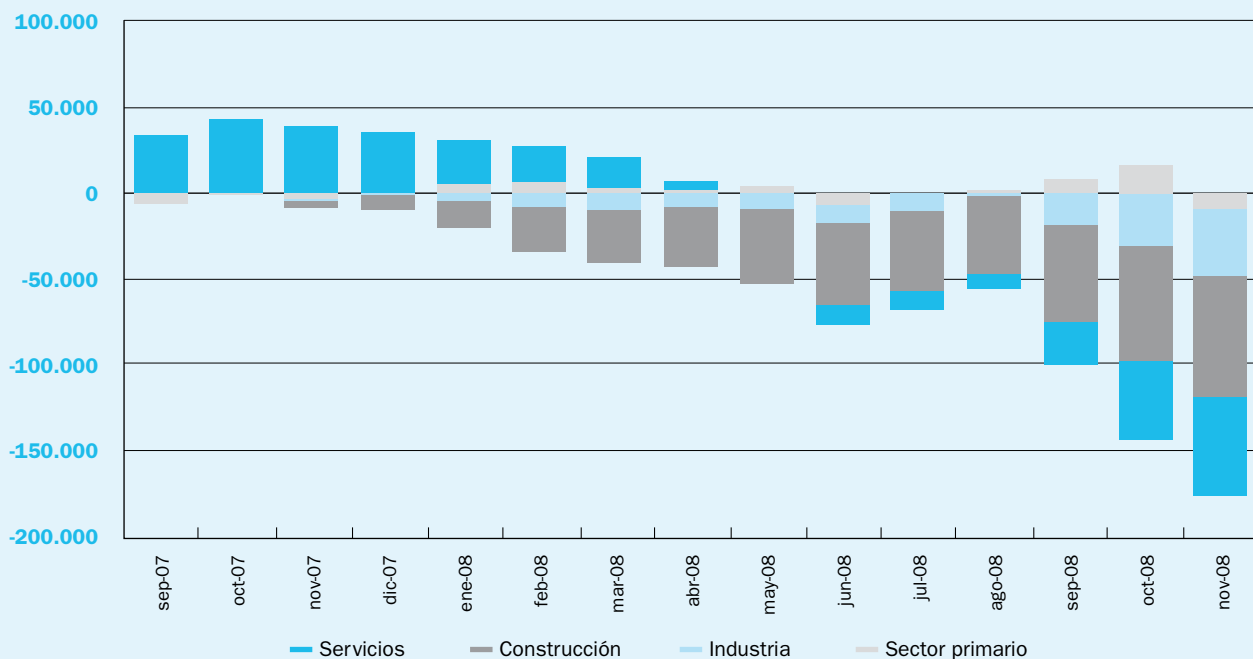
obra nueva visados, así como los visados de edificación no residencial, se reflejan en la contracción de la actividad de los Colegios de Arquitectos, así como en la reducción de escrituras e inscripciones registrales en las Notarías y Registros de la Propiedad. La progresiva finalización de los proyectos iniciados en la fase alcista del ciclo inmobiliario en los ejercicios 2006 y 2007 anticipa una reducción adicional en el consumo de cemento, un aumento del desempleo en el sector con sus correspondientes efectos inducidos y una disminución del número de afiliados a la Seguridad Social.

La planta inmobiliaria ha acumulado un *stock* de cientos de miles de viviendas por vender, que irán presionando los precios a la baja a medida que los promotores o sus propietarios se vean ahogados por el endeudamiento asumido. Este proceso no será breve debido a los distintos perfiles temporales de los vencimientos de deuda, por lo que se alargará de forma agónica durante los próximos años.

La planta inmobiliaria ha acumulado un 'stock' de cientos de miles de viviendas por vender, que irán presionando los precios a la baja a medida que los promotores o sus propietarios se vean ahogados por el endeudamiento asumido

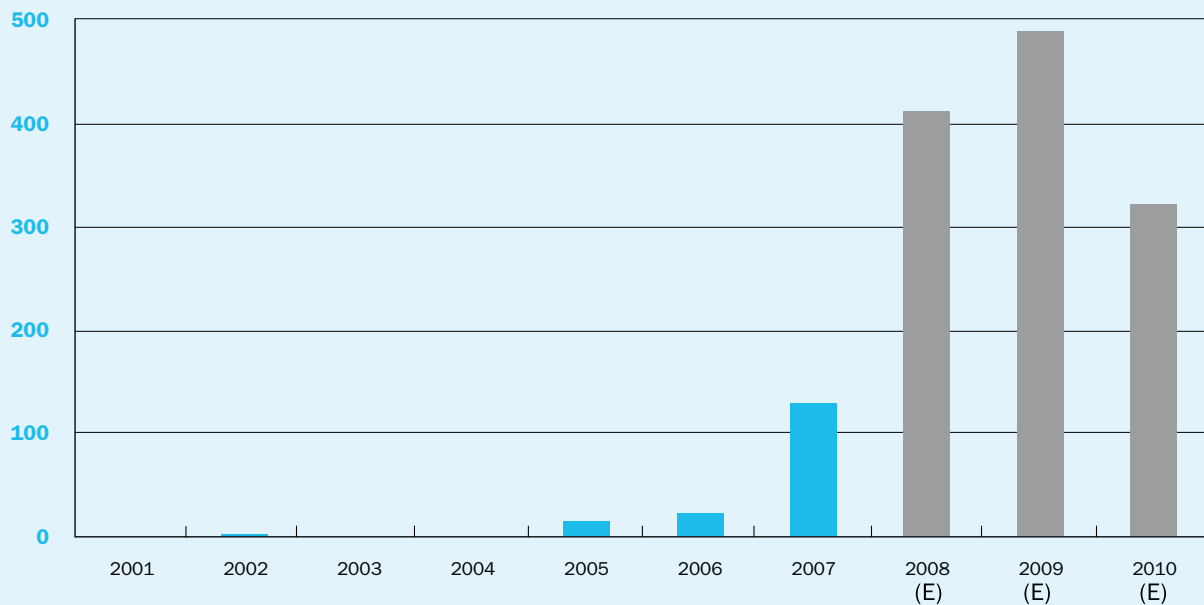
AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Variación media mensual por sectores de actividad, en miles



EXCESO VIVIENDAS TERMINADAS VS. DEMANDA

Acumulado, en miles



PRECIO M² DE LA VIVIENDA TASADA

Porcentaje de variación interanual



La recuperación de un repunte significativo en la actividad constructora se pospone a un mínimo de tres o cuatro años. En cualquier caso, el crédito al promotor y el crédito hipotecario a las familias no fluirán como lo hicieron a lo largo del finiquitado ciclo expansivo.

El endeudamiento de algunas empresas constructoras y promotoras puede obligar a la venta forzada de sus filiales u otros activos. En particular, la política de crecimiento apalancado de algunas constructoras en otros mercados geográficos y sectoriales puede tener efectos contraproducentes, como ha sucedido en materia de política energética. La legítima decisión de vender sus acciones por parte de un *stockholder* debe combinarse con los intereses de los *stakeholders* cuando existen intereses estratégicos como la seguridad del suministro energético. La política industrial y energética española no debería abandonar los cánones del marco económico (y político) europeo. Y mejor no hacer cábalas sobre la situación que se hubiera producido en el supuesto de que la participación accionarial fuera –como podía haber sido el caso– en la segunda entidad financiera de la economía española.

LOS JÓVENES, DE VUELTA A CASA

El deterioro de la actividad de la economía española está provocando un ajuste en el precio de la vivienda y el aumento del paro. Este escenario se ceba en los segmentos de población joven que durante los últimos años accedieron a la rueda social del trabajo precario y de baja remuneración, aunque el crédito abundante y barato les abrió las puertas del acceso a una vivienda.

La caída del precio de los activos inmobiliarios está situando el valor de mercado muy por debajo del saldo de las hipotecas recientes pendiente de pagar. Las tasaciones originarias excesivas y los plazos de 30 y 40 años del préstamo hipotecario van a abrir un amplio diferencial entre ambas cantidades. Además, el derecho hipotecario español establece la responsabilidad del prestatario con todo su patrimonio hasta la amortización íntegra del préstamo, por lo que no cabe la devolución de las llaves a la entidad financiera como vía de salida del atolladero. Para agravar la situación, la recuperación del precio de la vivienda no se producirá a corto plazo como en crisis precedentes, ya que el desapalancamiento crediticio y las nuevas exigencias en la evaluación del riesgo por entidades y super-

visores bancarios impedirán la revalorización de los activos a niveles previos a la crisis hasta dentro de bastantes años. En consecuencia, un número muy elevado de familias jóvenes –que hicieron lo que la sociedad les pedía– están atrapados en el pago de unos intereses y en la amortización de un capital que no se corresponderá con el valor del activo. Estos jóvenes estarán destinando el esfuerzo de muchos años de trabajo al pago de la vivienda, lo que les provocará un sentimiento de desafección social.

Las familias jóvenes están atrapadas en el pago de unos intereses hipotecarios y en la amortización de un capital que no se corresponde con el valor de su vivienda. Estas familias destinarán el esfuerzo de muchos años de trabajo al pago de un activo que no se revalorizará a corto plazo, lo que les provocará un sentimiento de desafección social

En un caso todavía peor, cuando la tasa de paro se deteriore a lo largo de 2009, estas familias no podrán afrontar la cuota hipotecaria mensual. Para evitar el embargo, las entidades de crédito extremarán las posibilidades de una refinanciación. En algunos casos, si lo estiman oportuno, pueden acogerse a las medidas del gobierno relativas al aplazamiento de la mitad de las cuotas hipotecarias mensuales (hasta 500 euros) durante dos años. Otra vía de ajuste será la cohesión familiar, ya que el 80% de las familias españolas adultas son propietarias de su vivienda habitual y, en muchos casos, de una segunda residencia. La legislación de arrendamientos urbanos vigente en España hasta 1985 expulsó hacia el mercado de compraventa a las familias que no podían acogerse a la prórroga forzosa del arrendamiento. Así pues, las generaciones de abuelos y padres deberán cubrir las cuotas hipotecarias de sus nietos o hijos mediante la venta forzada de sus segundas residencias, su acceso al crédito o la disposición del ahorro acumulado a lo largo de su vida. Esta salida será posible en algunos casos de familias españolas, pero resultará inviable en la mayoría de las familias inmigrantes que sean objeto de procedimiento de embargo. Estas situaciones familiares también generarán desafección social.

La tendencia sociológica de los últimos años en que los jóvenes retrasaron su salida del hogar familiar, puede revertirse próximamente con un retorno al mismo si la recesión económica hace inviable su autonomía inmobiliaria. En este

punto, el mercado de alquiler está señalando un ajuste a la baja de los precios, desde cotas muy elevadas a las que había escalado por las nefastas políticas urbanísticas y de vivienda.

Esta desafección social de un amplio número de familias jóvenes y de colectivos de inmigrantes puede romper en forma de conflictos sociales y el cuestionamiento de la capacidad de los gobiernos y los partidos políticos para liderar una salida de la crisis. La respuesta descoordinada entre los distintos niveles de gobierno puede originar una carrera que genere agravios comparativos. La mayor víctima de esta crisis económica podría aflorar bajo la forma de movimientos políticos demagógicos, populistas y xenófobos que encontrarán acogida en el descontento social.

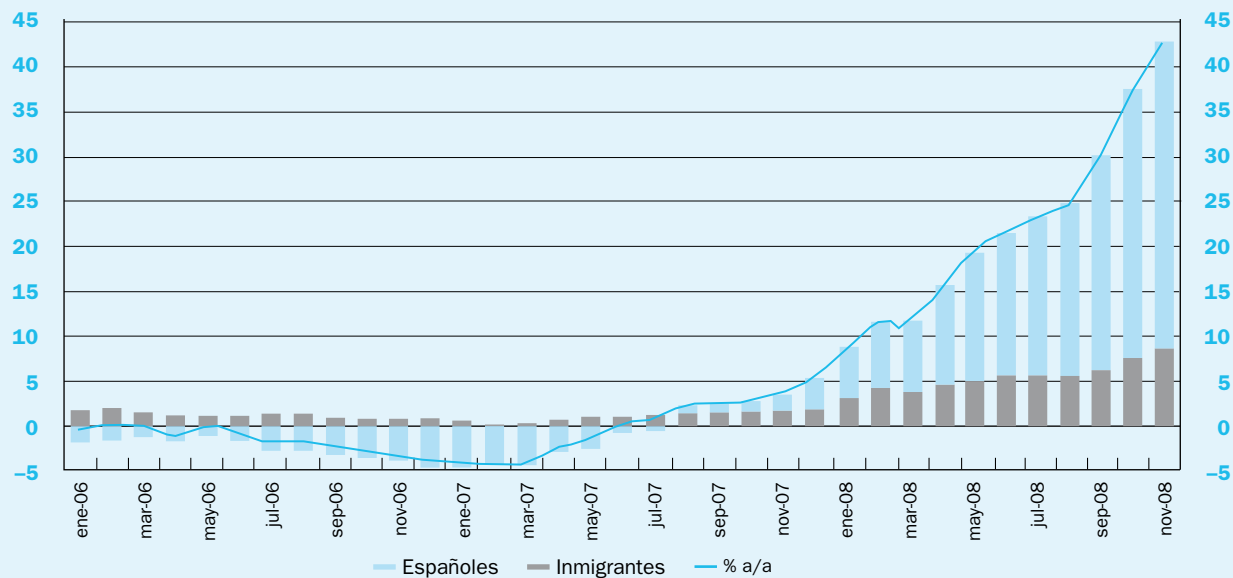
LA FLEXIBILIDAD LABORAL DEL INMIGRANTE

La recesión de la economía española ha disparado los expedientes de regulación de empleo y la tasa de paro. A lo largo del ejercicio 2008, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo dejó de circunscribirse a la construcción para acabar trasladándose a la industria y al conjunto de sectores de actividad. El paro está afectando a los trabajadores por cuenta ajena y, a pesar de su mayor flexibilidad y resistencia, a los trabajadores autónomos. Las proyecciones de la tasa de paro a finales de 2009 sitúan el número de desempleados en una cifra superior a los 4.000.000 de personas, aunque previsiblemente no alcanzará una cota mayor del 20% como la registrada en la crisis de 1993.

Las cifras de desempleo en términos de paro estimado por la Encuesta de Población Activa (EPA) y del paro registrado en las oficinas de empleo del INEM revelan que los ciudadanos de nacionalidad española están engrosando la condición de desempleados en mayor medida que la población inmigrante. La contracción de la actividad también recaerá sobre los trabajadores inmigrantes. Una parte menor de dicho colectivo se acogerá a los incentivos a la repatriación. En su mayoría permanecerán en la nueva tierra de acogida que, en cualquier caso, les abre más oportunidades laborales y vitales que su país de origen. Además, los trabajadores inmigrantes tienen una mayor adaptación a las nuevas condiciones del mercado de trabajo, en materia de reducción de los ingresos salariales, distribución del horario laboral, movilidad sectorial y geográfica. Contrariamente, el trabajador de nacionalidad española optará comparativamente en tales casos por acogerse a la indemnización por despido y a la protección del seguro de paro.

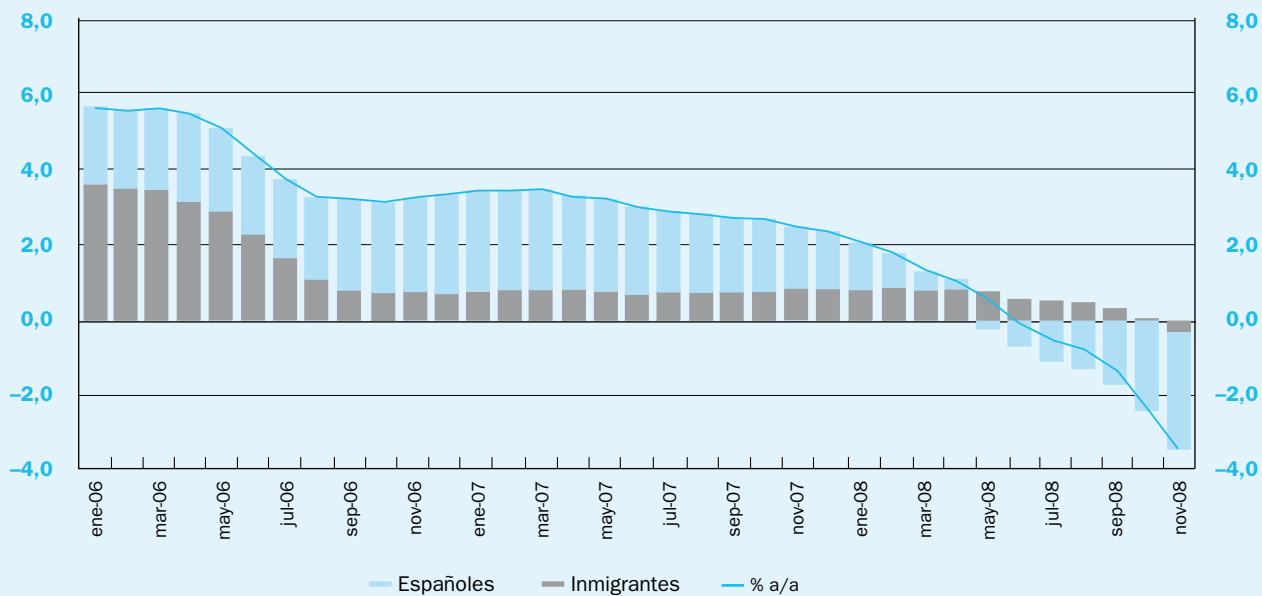
PARO REGISTRADO

Porcentaje de variación interanual y contribuciones



AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL

Media mensual, porcentaje variación interanual y contribuciones



Los trabajadores inmigrantes tienen una mayor adaptación a las nuevas condiciones del mercado de trabajo, en materia de reducción de los ingresos salariales, distribución del horario laboral, movilidad sectorial y geográfica

El ajuste competitivo de la economía española a la crisis se ve dificultado por los rígidos mecanismos de indicación salarial. Los aumentos salariales de las revisiones en los convenios plurianuales y los pactados en los convenios de nueva firma a lo largo de 2008, así como la activación de las cláusulas de salvaguardia, situaron los costes laborales de las empresas por encima de las directrices acordadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva.

La recesión económica está desactivando las tensiones inflacionistas endémicas, arrastrando a los precios hacia niveles muy bajos que aliviarán las revisiones salariales y de las pensiones. No obstante, el menor grado de competencia en los mercados y la eficiencia relativa de los procesos productivos y logísticos mantendrán la inflación de la economía española todavía por encima de la registrada por el índice de precios armonizado en el área euro.

El diferencial de los costes laborales unitarios de la economía española, en relación con la economía europea, resta competitividad a los bienes y servicios. En un contexto de crisis económica, este dato anuncia un ajuste en los niveles salariales y/o la proliferación de expedientes de regulación de empleo. Para evitar la pérdida de salario o el despido laboral, los agentes sociales deben pactar la continuidad de la empresa a través de aumentos continuados y sostenidos de la productividad. La reducción del absentismo laboral parece apuntar una primera vía hacia el reposicionamiento competitivo en materia laboral.

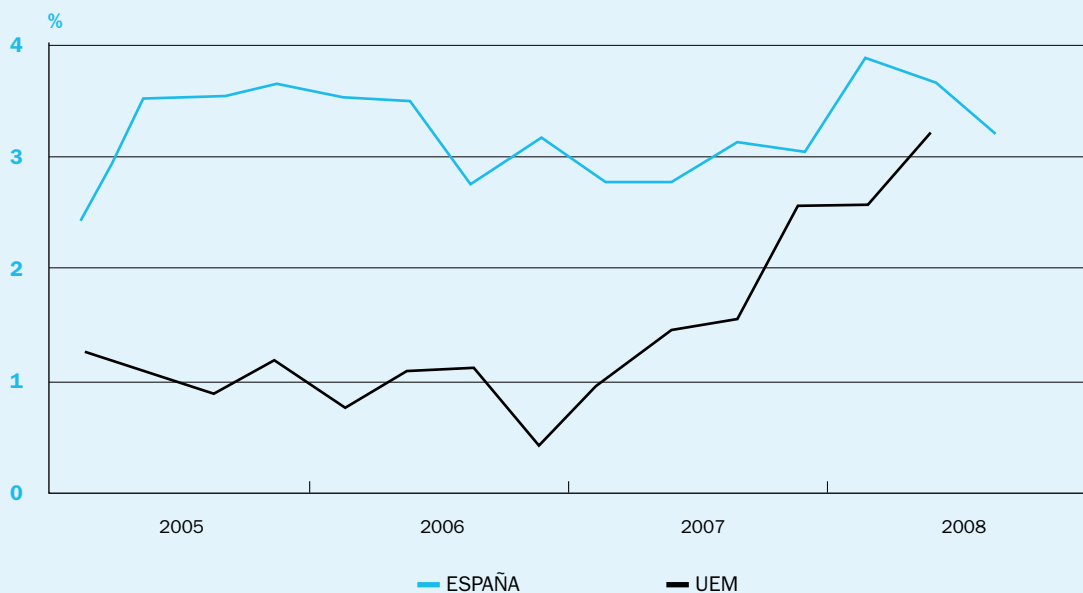
UNA POLÍTICA ECONÓMICA A REMOLQUE DE LOS ACONTECIMIENTOS

La política económica española frente a la crisis va a remolque de los acontecimientos y no está sentando las bases para una recuperación a corto plazo que permita el inicio de un nuevo ciclo de crecimiento.

La política económica española frente a la crisis va a remolque de los acontecimientos y no está sentando las bases para una recuperación a corto plazo que permita el inicio de un nuevo ciclo de crecimiento

ESPAÑA-UEM: COSTES LABORALES UNITARIOS

Por unidad de producto. Tasas de variación interanual



Cuando afloraron los primeros síntomas del agotamiento del ciclo expansivo, anunciados ya previamente, la política económica actuó como la rana sumergida en el cazo de agua puesto a calentar. La negación de la realidad posibilitó que la temperatura fuera alcanzando nuevos grados sin ninguna reacción preventiva. Contrariamente, se tomaron decisiones inadecuadas, tales como la subvención al alquiler de los inquilinos jóvenes, que sería capitalizada en su integridad por el propietario. O el reparto “urbi et orbi” de una transferencia de 400 € distribuida en el tiempo, que a fuer de inequitativa, ha sido totalmente ineficaz en el impulso de la demanda y ha dilapidado el superávit presupuestario. De igual forma, en lo que se refiere a la ayuda universal por nacimiento de

hijos. Además, en una economía con un elevado déficit exterior como la española, las políticas fiscales de impulso de la demanda se filtran en gran parte hacia una mayor actividad en el resto del mundo.

En materia de ayudas a familias, la moratoria vía reducción voluntaria en el pago de hipotecas y la moratoria en las cuentas-vivienda son cuidados paliativos cuya operatividad está por dilucidar.

En el ámbito de la financiación empresarial, las líneas de crédito para pequeñas y medianas empresas del Instituto de Crédito Oficial (ICO) no suplen el estrangulamiento provocado por el desapalancamiento de los balances bancarios.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO 2009

Millones de euros

| | Presupuesto 2009 | % sobre total | % variación anual | % sobre PIB estimado | |
|--|------------------|---------------|-------------------|----------------------|--------------|
| | | | | 2009 | 2008 |
| Pensiones | 106.099 | 32,2 | 8,3 | 9,33 | 8,92 |
| Transferencias a otras administraciones públicas | 66.393 | 20,1 | 0,2 | 5,84 | 6,03 |
| Desempleo | 19.616 | 5,9 | 24,3 | 1,73 | 1,44 |
| Deuda pública | 17.100 | 5,2 | 3 | 1,5 | 1,51 |
| Otras prestaciones económicas | 14.973 | 4,5 | 6,3 | 1,32 | 1,28 |
| Infraestructuras | 13.168 | 4,0 | -10,4 | 1,16 | 1,34 |
| Gestión y administración de la Seguridad Social | 12.920 | 3,9 | 15 | 1,14 | 1,02 |
| Servicios de carácter general | 9.241 | 2,8 | 2,3 | 0,81 | 0,82 |
| Agricultura, pesca y alimentación | 8.835 | 2,7 | -0,1 | 0,78 | 0,81 |
| Seguridad ciudadana e instituciones penitenciarias | 8.617 | 2,6 | 2,3 | 0,76 | 0,77 |
| Investigación, desarrollo e innovación civil | 8.192 | 2,5 | 6,7 | 0,72 | 0,70 |
| Defensa | 7.832 | 2,4 | -3,9 | 0,69 | 0,74 |
| Fomento del empleo | 7.584 | 2,3 | -1,3 | 0,67 | 0,70 |
| Sanidad | 4.622 | 1,4 | 4,3 | 0,41 | 0,40 |
| Política exterior | 3.676 | 1,1 | 6 | 0,32 | 0,32 |
| Educación | 2.988 | 0,9 | 1,9 | 0,26 | 0,27 |
| Industria y energía | 2.856 | 0,9 | 22,9 | 0,25 | 0,21 |
| Servicios sociales y promoción social | 2.472 | 0,7 | 8 | 0,22 | 0,21 |
| Subvenciones al transporte | 1.913 | 0,6 | -15,6 | 0,17 | 0,21 |
| Justicia | 1.658 | 0,5 | 6 | 0,15 | 0,14 |
| Comercio,turismo y pyme | 1.626 | 0,5 | 36 | 0,14 | 0,11 |
| Acceso a la vivienda | 1.607 | 0,5 | 16,6 | 0,14 | 0,13 |
| Administración financiera y tributaria | 1.597 | 0,5 | -1,9 | 0,14 | 0,15 |
| Investigación, desarrollo e innovación militar | 1.459 | 0,4 | -12,1 | 0,13 | 0,15 |
| Cultura | 1.226 | 0,4 | 0,5 | 0,11 | 0,11 |
| Otras actuaciones de carácter económico | 832 | 0,3 | -5,1 | 0,07 | 0,08 |
| Alta dirección | 764 | 0,2 | -0,7 | 0,07 | 0,07 |
| TOTAL | 329.896 | 100,0 | 4,9 | 29,01 | 28,61 |

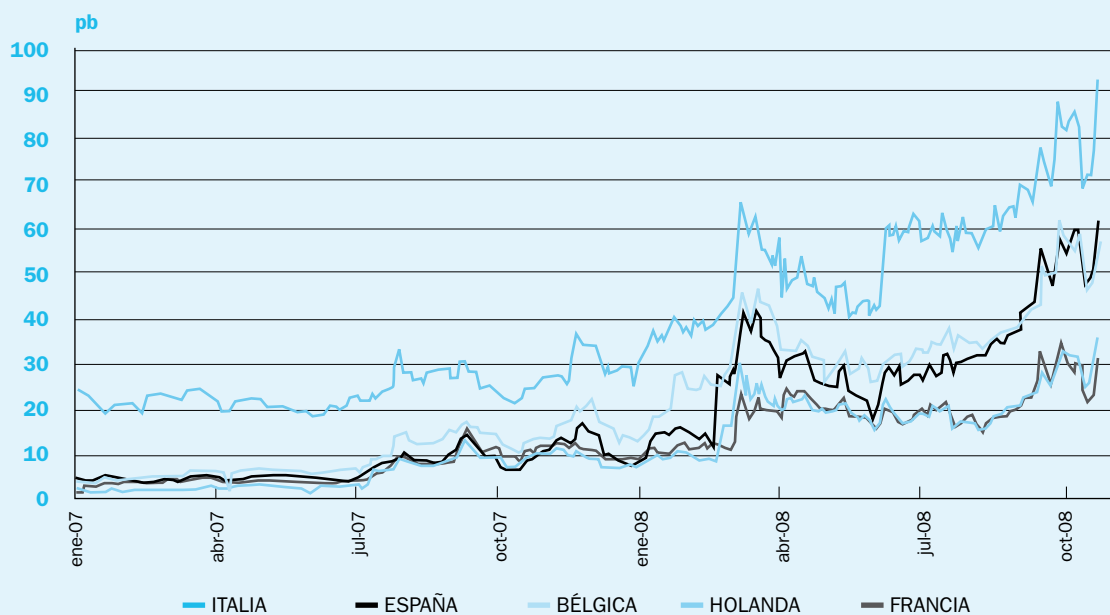
SALDO DE CAJA NO FINANCIERO DEL ESTADO

Miles de millones de €

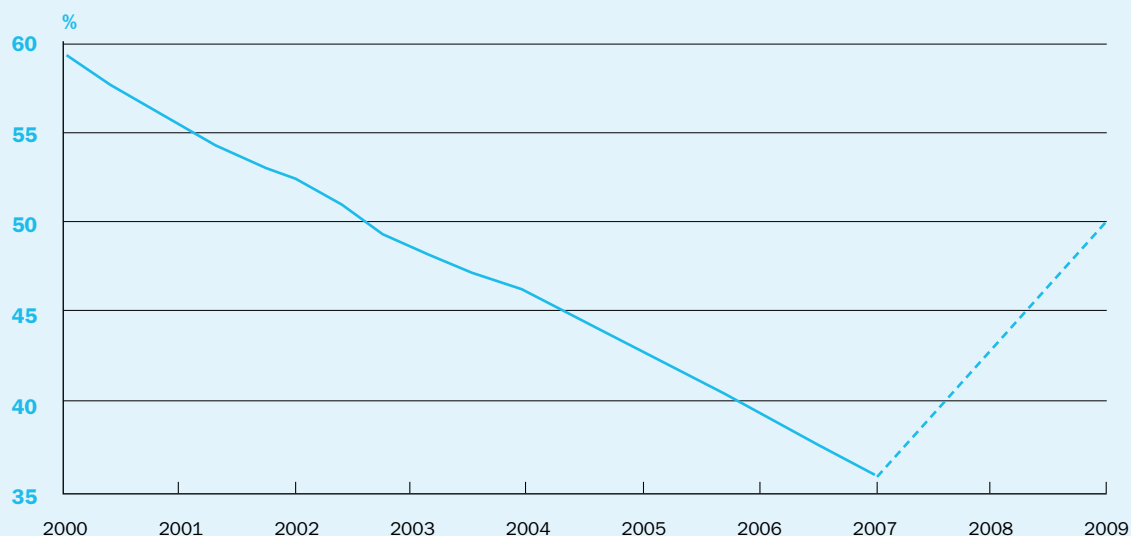


DIFERENCIAL DE DEUDA ESPAÑA-ALEMANIA

10 años, puntos básicos



DEUDA DE LAS AA.PP.
Porcentaje del PIB



La brusca caída de los ingresos de las figuras impositivas ligadas a la actividad inmobiliaria ha afectado la capacidad recaudatoria y de gasto de las comunidades autónomas y de las corporaciones locales. La recesión económica está reduciendo también las aportaciones del impuesto sobre el valor añadido (IVA) por el menor consumo y del impuesto sobre sociedades debido a la contracción de los beneficios generados.

La secuencia de programas de intervención anunciados apunta hacia un mayor gasto público, como consecuencia tanto de la activación de los estabilizadores automáticos contracíclicos (seguro de desempleo), como de las actuaciones discrecionales (fondo de inversión pública local, apoyo al sector automoción). La política fiscal expansiva basada en el impulso de la inversión en grandes infraestructuras hará notar sus efectos en la actividad real con un retardo temporal excesivo, lastrado por la falta de reacción inicial ante el cambio de ciclo.

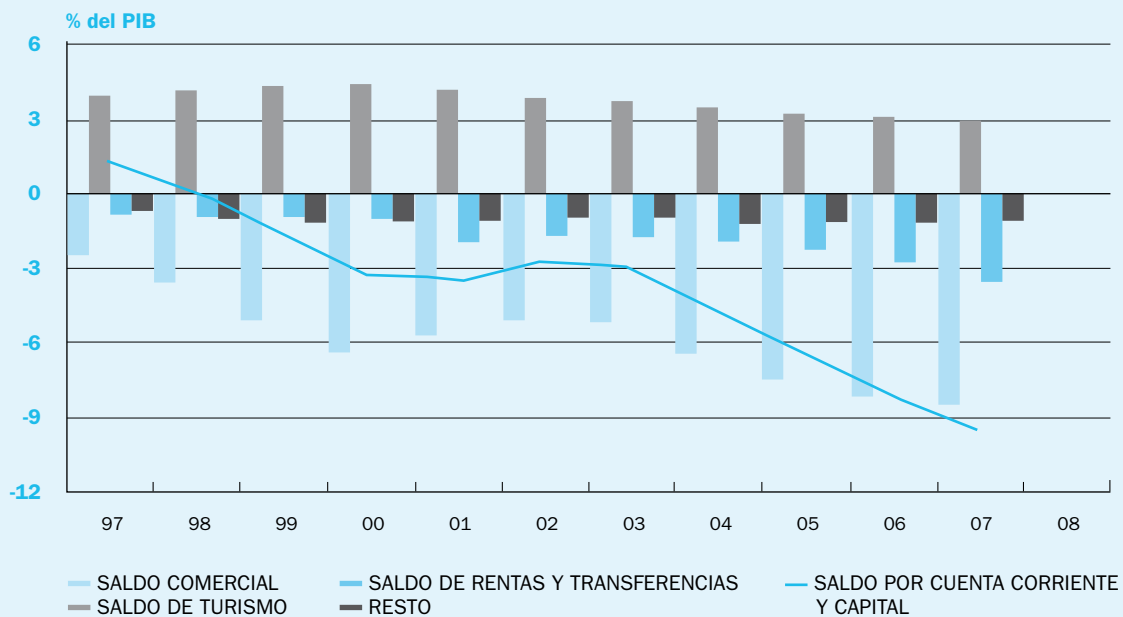
En términos de caja, el ejercicio 2008 debería haberse saldado con un superávit del Estado superior a los 6.000 millones de euros, mientras que el avance de liquidación para final de año lo ha reconducido hacia un déficit de elevada cuantía. El proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2009 preveía

un déficit para el conjunto de las AA.PP. del 1,9%. La caída de los ingresos y la expansión del gasto público anuncian un déficit en el ejercicio presupuestario 2009 que superará con creces el Plan de Estabilidad y Crecimiento derivado del Tratado de Maastricht. Las estimaciones más realistas sobre el déficit de las AA.PP. en el ejercicio 2009 proyectan su deterioro hasta una cota del 7% respecto al PIB (en 1993 alcanzó el 6,7%), que anula cualquier margen de actuación en caso de que la recesión económica perdure en el tiempo. La supresión del impuesto del patrimonio y la devolución anticipada del IVA también agravará la evolución del déficit en 2009.

Esta vía de ajuste de la crisis proyecta el coste hacia el endeudamiento público. La consolidación fiscal de la última década va a permitir un largo recorrido de dicha vía de ajuste consistente en lanzar pelotas hacia delante. La deuda pública española va a iniciar un *sprint* que la llevará desde el 38% del PIB hacia el 60% máximo establecido para los países miembros de la Unión Económica y Monetaria (UEM). La ampliación del diferencial soberano de la deuda española añade un mayor coste a las emisiones del Tesoro, agravado tanto por la situación de los mercados mayoristas internacionales como por la quiebra del modelo de crecimiento que reflejan las necesidades de financiación del saldo por cuenta corriente de la balanza de pagos.

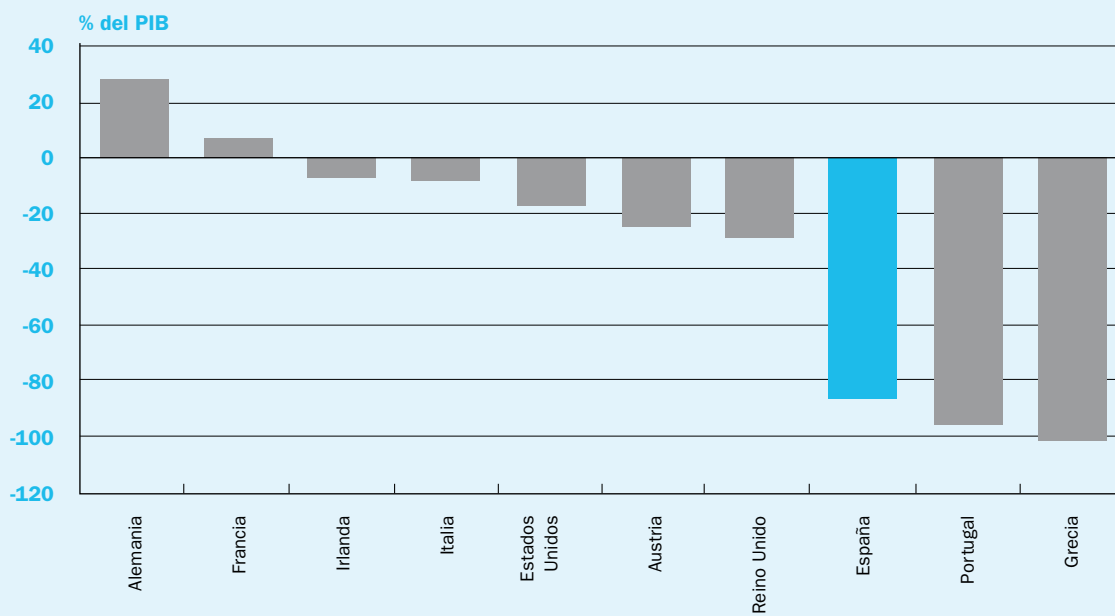
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Porcentaje s/ PIB



PASIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO

Porcentaje/s PIB



Las autoridades económicas tienen un margen de maniobra más reducido que en ciclos recesivos precedentes. Así, la pertenencia a la zona euro nos protege de las turbulencias internacionales en mayor medida, aunque imposibilita la utilización de la devaluación discrecional del tipo de cambio nominal como vía de ajuste para restaurar la competitividad. En esta ocasión, y por primera vez, la economía española deberá reconducir sus necesidades de financiación exterior a través del ajuste doméstico del gasto y la corrección de los precios relativos con el resto del mundo.

La política económica española, además de garantizar la protección de los derechos sociales de los colectivos afectados por la crisis y de una política fiscal activa, debe afrontar de una vez por todas las reformas estructurales que la doten de una mayor productividad por el lado de los costes y de una mayor competitividad en términos de precio y calidad en los mercados europeo y global.

Estas reformas estructurales se basan en una educación básica orientada por criterios de emulación del esfuerzo, la superación personal y la responsabilidad, una formación universitaria y profesional alineada con una sociedad avanzada, el reconocimiento social del espíritu emprendedor y de innovación, el desarrollo del capital humano, la capacidad de gestión y de liderazgo en todas las actividades, la difusión del conocimiento, la investigación y el desarrollo tecnológico, la eficiencia en el gasto público, la introducción de competencia en áreas tales como aeropuertos, puertos, transporte ferroviario, energía, distribución de mercancías y prestación de servicios y la reducción de barreras de entrada en actividades profesionales corporativas, la mayor presencia en los centros de decisión y la internacionalización de las empresas (mercados europeo y de Estados Unidos y mercados emergentes).

La política económica española está optando por la vía fácil del gasto y el endeudamiento público –patadón hacia adelante–, en lugar de afrontar con valentía una reducción del gasto doméstico y la mejora del binomio productividad/competitividad.

La política económica española está optando por la vía fácil del gasto y el endeudamiento público –patadón hacia adelante–, en lugar de afrontar con valentía una reducción del gasto doméstico y la mejora del binomio productividad/competitividad

ENDEUDADOS CON EL RESTO DEL MUNDO

La mayor vulnerabilidad de la economía española es su elevada necesidad de financiación frente al exterior, reflejada en el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos.

La balanza comercial –exportaciones menos importaciones de bienes– ha registrado un continuo deterioro durante los últimos años, agravándose por la dependencia energética de la economía española. La balanza de servicios –fundamentalmente turismo– ha ido reduciendo paulatinamente su superávit. La balanza de transferencias trocó su antiguo superávit en déficit desde hace unos ejercicios. En fin, la balanza de rentas ha experimentado un fuerte incremento de su posición deficitaria debido al creciente pago de intereses derivado del progresivo endeudamiento con el exterior. En suma, la balanza por cuenta corriente registra un déficit elevado y en continuo deterioro.

Atendiendo a la perspectiva de sectores institucionales, el ciclo expansivo de la economía española (1996-2007) se tradujo en el consumo privado y la adquisición de viviendas por parte de las familias y la inversión inmobiliaria y en bienes de equipo por parte de las empresas. Dada la baja y menguante tasa de ahorro doméstica durante el periodo expansivo, la economía española financió su consumo y su inversión mediante el recurso a la financiación proporcionada por los ahorradores del resto del mundo. El sistema financiero canalizó con eficiencia –abundancia y bajo coste– dicho ahorro global hacia las familias y empresas españolas, endeudándose mediante la emisión de bonos de titulización, cédulas hipotecarias, y otros títulos financieros.

En consecuencia, la economía española registra el segundo déficit por cuenta corriente del mundo, sólo superado por el que atenaza a la economía de Estados Unidos. En términos relativos al PIB, el déficit exterior de la economía española se sitúa en el séptimo lugar europeo, por debajo de países como Letonia, Bulgaria o Estonia, pero muy por encima del déficit por cuenta corriente estadounidense.

El continuo deterioro de la necesidad de financiación anual de la economía española desde el resto del mundo ha alcanzado ya más del 10% del PIB. Esta necesidad de financiación aumenta la acumulación de pasivos financieros, que puede devenir insostenible a medio plazo en un entorno de tensiones de liquidez y endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas.

Las emisiones realizadas en el pasado con vencimientos a largo plazo ya no se renuevan debido a la crisis financiera global, por lo que el perfil de los pasivos financieros de la economía española está sustituyendo la financiación a largo plazo que proporcionaba el mercado por la financiación a corto plazo del recurso a los préstamos otorgados por el Banco Central Europeo (BCE).

En la perspectiva 2009, la recesión de la economía española se traduce en una reducción de las adquisiciones de vivienda por parte de las familias y en una disminución de la inversión en bienes de equipo por las empresas, al tiempo que las Administraciones Públicas incurren en déficits presupuestarios debido al aumento del gasto y la caída de los ingresos tributarios. En consecuencia, las familias y las empresas reducirán su recurso a la financiación desde el resto del mundo. Contrariamente, las AA.PP. irrumpirán como grandes demandantes de financiación exterior. El reino de España es el segundo emisor del mercado –tras la república de Italia– con un mayor volumen de deuda del Tesoro asegurada a través de *credit default swaps* (CDS). El progresivo deterioro de la economía española aumentará el precio de cobertura de la deuda pública.

La gestión del saldo acumulado de pasivos financieros de la economía española con el exterior indica la necesidad urgente de iniciar la corrección del déficit por cuenta corriente. La imposibilidad de actuar por la vía de la devaluación del tipo de cambio nominal, aconseja optar por medidas macroeconómicas de ajuste doméstico del gasto y actuaciones microeconómicas que mejoren la productividad relativa de los procesos de producción y distribución y del funcionamiento de las instituciones, con objeto de escalar posiciones en los índices de competitividad global. Desgraciadamente, parece que la economía española soportará la inevitable corrección del insostenible déficit por cuenta corriente mediante un periodo de recesión y posterior estancamiento, acompañados en este viaje por una reducción de los costes laborales unitarios (menos salario, más paro) y, en definitiva, por un deterioro de los estándares del nivel de bienestar.

La economía española soportará la inevitable corrección del insostenible déficit por cuenta corriente mediante un periodo de recesión, con más desempleo, salarios más bajos y un deterioro de los estándares del nivel de bienestar



ECONOMÍA ESPAÑOLA: MAPA DE EXPOSICIÓN Y RIESGO GLOBAL

1. Interdependencia comercial, de servicios y energética

El principal socio en las balanzas comercial y de servicios (exportaciones e importaciones) de la economía española es la Unión Europea y, particularmente, la zona euro:

a) Los flujos de exportación de bienes tienen por principales destinos a Francia, Alemania, Portugal, Italia y el Reino Unido. La Unión Europea concentra alrededor del 70% de las ventas y la zona euro en torno al 60%. América Latina constituye el destino de un 5% de las exportaciones españolas. Estados Unidos representa casi el 5% de las ventas españolas al mundo.

Las importaciones españolas de bienes provienen principalmente de Alemania y Francia, seguidas de Italia y Reino Unido. La Unión Europea es el origen de casi el 65% de las importaciones españolas. China representa algo más del 5% de la demanda de bienes de importación.

b) Las exportaciones de servicios sitúan los primeros clientes entre Reino Unido, Alemania, Francia, Estados Unidos y Suiza. En los epígrafes de exportaciones de servicios, la Unión Europea alcanza un porcentaje de alrededor del 75%, debido a la importancia de los servicios turísticos.

Las importaciones de servicios tienen su origen en Reino Unido, Francia, Alemania, Estados Unidos y Países Bajos.

c) Los principales suministradores de importaciones energéticas españolas son Rusia, Argelia, Nigeria, Libia y Arabia Saudí, que concentran casi el 50% de la dependencia energética de la economía española. México y Venezuela suministran en torno al 10% de la factura energética exterior. Las importaciones energéticas, a pesar de su trascendencia estratégica, no llegan a representar el 3,5% del PIB de la economía española.

2. Interdependencia financiera (IED y cartera)

La interdependencia financiera global de la economía española, en términos de posiciones cruzadas de activos y pasivos en inversión extranjera directa (IED) y de cartera, revela:

a) La existencia de grandes centros financieros que actúan como intermediarios que canalizan los flujos financieros internacionales, tales como Reino Unido y Luxemburgo.

b) El destino más importante de la IED española es América Latina, al tiempo que Estados Unidos destaca como el origen de más del 16% de la IED hacia la economía española.

3. Interdependencia bancaria

La interdependencia bancaria de la economía española con el resto del mundo presenta los perfiles siguientes:

a) Las posiciones de activos bancarios totales están, particularmente, en Reino Unido, México, Estados Unidos, Portugal y Francia, debido a la estrategia de internacionalización de las grandes entidades financieras españolas. América Latina representa casi el 25% del total.

b) Los activos bancarios a corto plazo (inferior a un año) se sitúan, principalmente, en Reino Unido, Estados Unidos, Francia, México y Portugal, mientras que a largo plazo destacan las posiciones en Reino Unido, México, Países Bajos, Portugal y Estados Unidos. Dado que Reino Unido no pertenece a la zona euro, los activos de entidades bancarias españolas en la zona euro sólo representan algo más del 30% del total. La presencia en China es todavía muy pequeña.

4. Interdependencia y riesgo

El análisis conjunto de la interrelación entre la interdependencia y el riesgo exterior de la economía española refleja la elevada dependencia energética y el riesgo asociado a la concentración geográfica de los *stocks* de activos de la inversión directa y en cartera en América Latina:

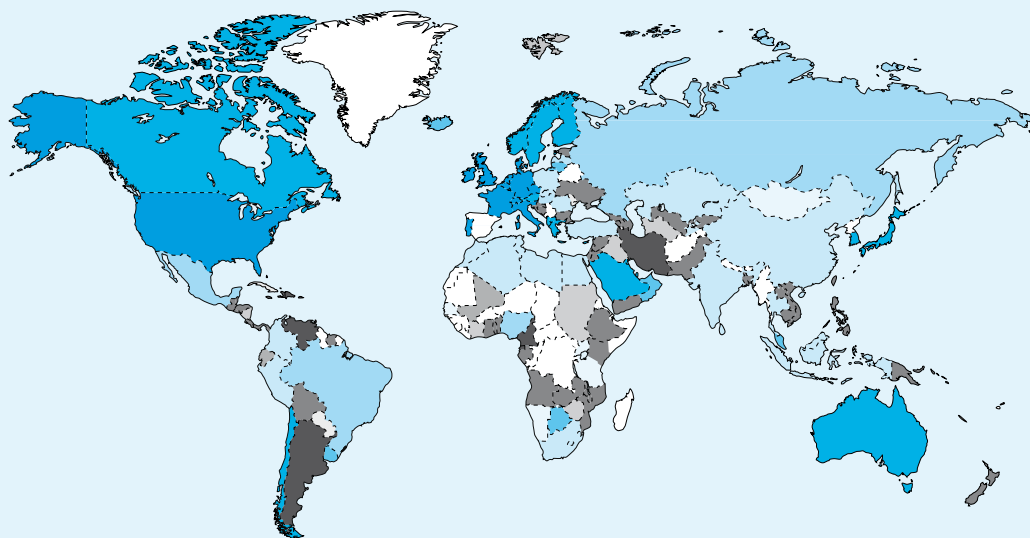
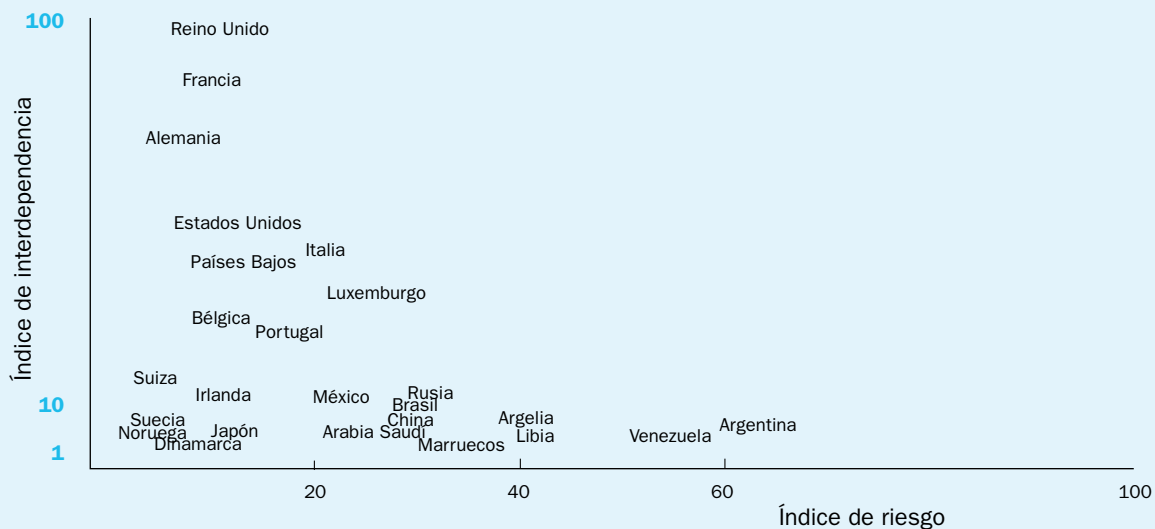
a) La interrelación elevada de la economía española con los países desarrollados de la OCDE está compensada por los bajos niveles de riesgo de dichas economías (Reino Unido, Francia, Alemania, Italia, Portugal, Países Bajos, Estados Unidos), o con economías de riesgo moderado (Brasil, México, China).

b) La exposición elevada a algunos países suministradores de energía se asocia con niveles intermedios de riesgo (Rusia, Argelia, Nigeria, México, Libia, Arabia Saudí), aunque el escaso margen de maniobra para su sustitución a corto y medio plazo eleva el grado de vulnerabilidad.

c) La interdependencia y/o exposición al riesgo que presenta vulnerabilidades se concentran en Irak, Irán, Venezuela, Argentina y Camerún.

Así pues, el gráfico de nube de puntos así como el planisferio de los niveles de interdependencia comercial y financiera y el mapa de la exposición al riesgo global revelan que la economía española tiene su vulnerabilidad con el exterior concentrada en algunos países de América Latina (México, Brasil, Argentina) y con los suministradores energéticos (Rusia, Argelia, Venezuela, Irán).

ECONOMÍA ESPAÑOLA: INTERDEPENDENCIA Y RIESGO



| Riesgo \ Interdep. | Reducido [0,20] | Moderado [20,40] | Elevado [40,60] | Muy elevado [60,100] | Total |
|--------------------|-----------------|------------------|-----------------|----------------------|-------|
| Baja [0,1] | 12 | 27 | 27 | 10 | 76 |
| Media [1,10] | 14 | 21 | 6 | 1 | 42 |
| Alta [10,100] | 10 | 4 | 0 | 0 | 14 |
| Total | 36 | 52 | 33 | 11 | 132 |

FUENTE: GARCÍA-POSADA, M. & VILARRUBIA, J. M. (2008) *Mapa de Exposición Internacional de la Economía Española*, Banco de España, Documentos Ocasionales Nº 0807, 66 págs.

BANCOS Y CAJAS DE AHORROS: SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS 2009

1. Sistema financiero:

Unos kilos de dinero y muchas toneladas de confianza

Los bancos y cajas de ahorros españoles –como cualquier intermediario financiero– captan pasivos a corto plazo e invierten a largo plazo. En particular, un banco tiene su pasivo compuesto por sus recursos propios (aportaciones de capital de sus accionistas y reservas), deuda a largo plazo (cédulas hipotecarias colocadas en los mercados financieros internacionales), deuda interbancaria, fondos del mercado monetario y depósitos procedentes del ahorro de sus clientes. El banco canaliza dichos recursos financieros –previo encaje prudencial del coeficiente de caja obligatorio– hacia el crédito a familias y empresas y demás demandantes de préstamos.

Así pues, un sistema bancario se basa en “unos cuantos kilos de dinero en caja y muchísimas toneladas de confianza de los accionistas, obligacionistas y depositantes de ahorro”. Los fondos de garantía de depósitos ayudan a reafirmar dicha confianza.

2. Riesgo de crédito

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto que los bancos y cajas de ahorros españoles no tienen exposición directa de su cartera de crédito a pérdidas latentes por depreciación de los productos financieros estructurados, que se han revelado poco transparentes y de difícil valoración. Las entidades de depósito españolas no han creado vehículos de inversión fuera de balance que eludieran el control del riesgo de crédito. El sistema bancario español ha evitado también el riesgo que esta provocando la exposición a los contratos de seguro de cobertura de riesgo comercializados por los *monolines* estadounidenses. En el mercado hipotecario español no existen hipotecas del tipo *subprime* o Alt+A americanas, en que la morosidad ha alcanzado cotas superiores al 25%.

No obstante, la recesión de la economía española impacta directamente sobre el riesgo de crédito de los bancos y cajas de ahorro. El punto de partida fue muy bajo, ya que el ratio de dudosos totales era sólo del 0,61% en diciembre de 2007. Las entidades financieras españolas no incurrieron en el problema de la selección adversa de clientes durante el ciclo expansivo de concesión de crédito. Ahora bien, la recesión económica está provocando el crecimiento de la morosidad hipotecaria y de préstamos al consumo, particularmente en algunos segmentos en que el aumento de los impagos supera la media de la cartera. Así, la caída del precio de los activos inmobiliarios está disminuyendo las garantías reales del crédito promotor y del crédito para la adquisición de vivienda, particularmente en la cartera hipotecaria concedida a emigrantes residentes y extranjeros jubilados (7% del total).

El registro de la morosidad en términos de comparativa intertemporal debe tener presente el efecto estadístico que provocan el reconocimiento más rápido e intenso de los activos dudosos exigido por la nueva circular contable (CBE 4/2004) y los incentivos a la solicitud de declaración de concurso de acreedores de la Ley Concursal, que obliga a las entidades de crédito a una elevada provisión del crédito. Los concursos de acreedores de algunas grandes promotoras inmobiliarias han aumentado súbitamente el ratio de morosidad.

El sistema bancario español goza de un nivel elevado de provisiones genéricas en forma de fondos de cobertura sobre activos dudosos (“aprovisionamiento dinámico”), que le ha permitido amortiguar el repunte de las insolvencias sobre la cuenta de resultados y le concede un recorrido temporal ante el previsible aumento de los activos dudosos a lo largo del ejercicio 2009. La intensidad de la recesión económica determinará el nivel efectivo de cobertura de las pérdidas por riesgo de crédito, ya que la recuperación del impagado puede realizarse contra el importe superior del activo en garantía.

Un ratio de morosidad del 4% enciende la luz ámbar. El semáforo rojo señalará un ratio de morosidad del 7%. No obstante, el sistema financiero español puede llegar a soportar hasta un 9% de ratio de morosidad. El ejercicio de estrés incluye el nivel del fondo de cobertura de insolvencias y tres cuartas partes de los beneficios de la cuenta de resultados de dos ejercicios consecutivos.

3. Riesgo de liquidez

Los bancos y cajas de ahorros financiaron una parte del crecimiento del crédito mediante la colocación de bonos de titulización y cédulas hipotecarias (*covered bonds* en Europa) a medio y largo plazo en los mercados mayoristas. Las estructuras de titulización fueron muy sencillas y transparentes (muchos préstamos diversificados de pequeño importe, ratios promedios préstamo-valor del 70%), con calificación AAA en el 93% de las emisiones. La crisis financiera internacional ha cerrado prácticamente la liquidez y profundidad de esta vía, aunque las entidades españolas han aprovechado algunas oportunidades de colocación que han ofrecido los inversores. En cualquier caso, la estabilidad de esta financiación se denota por el hecho de que el saldo vivo de las emisiones a medio y largo plazo es seis veces superior al saldo vivo de la deuda a corto plazo. Además, los plazos de vencimiento son dilatados ya que el 60% de los mismos es posterior a 2013.

FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Saldos vivos. Millones de euros

| | Emisiones propias | | | | | | Emisiones de filiales | Emisiones de fondos de titulización | | | Emisiones propias de renta fija a corto plazo: pagarés | |
|------|----------------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------|-------------|----------|-----------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|---------|--|---------|
| | Renta fija a medio y largo plazo | | | Acciones e híbridos | | | | Bonos y obligaciones | | | | |
| | Bonos y obligaciones | Cédulas hipotecarias | Cédulas territoriales | Obligaciones | | | | FTH | FTA | | | |
| | | | | Subordinadas | Preferentes | Acciones | | | De las que: cédulas multiprecedentes | Pagarés | | |
| 2005 | 79.862 | 89.641 | 9.595 | 22.994 | 414 | 50.746 | 106.011 | 24.077 | 142.995 | 63.728 | 4.351 | 57.053 |
| 2006 | 111.123 | 132.993 | 12.245 | 28.057 | 1.126 | 54.318 | 141.202 | 25.025 | 210.950 | 89.398 | 5.448 | 69.878 |
| 2007 | 128.836 | 150.449 | 17.384 | 27.454 | 1.192 | 59.736 | 178.640 | 23.713 | 319.598 | 112.593 | 643 | 103.509 |

| Calendario de vencimiento (excluidos pagarés) | Vencimiento en 2009 | Vencimiento en 2010 | Vencimiento en 2011 | Vencimiento en 2012 | Vencimiento a partir de 2013 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|------------------------------|
| | 80.341 | 65.263 | 56.883 | 60.296 | 502.288 |

FUENTE: Banco de España.

Los ejercicios de estrés financiero realizados por el Banco de España señalan que, dada la composición y distribución de probabilidad homogénea de los activos subyacentes, los bonos emitidos por las entidades españolas pueden soportar impagos de la cartera crediticia y caídas del valor de la vivienda que no se contemplan en los escenarios futuros.

Alternativamente, los bancos y cajas de ahorros españoles están acudiendo regularmente a las subastas de liquidez del Banco Central Europeo (BCE). La liquidez obtenida por esta vía tiene un peso reducido en los balances bancarios, en línea con el peso relativo de la economía española y de su sistema financiero en el conjunto de la UEM. Por otra parte, el BCE aprobó el 15 de octubre de 2008 una línea de liquidez con subasta a tipo fijo y cobertura total de las solicitudes de las entidades de crédito (*full allotment*). Esta decisión favorece a las entidades españolas, al aliviar las presiones en las necesidades de financiación a corto plazo.

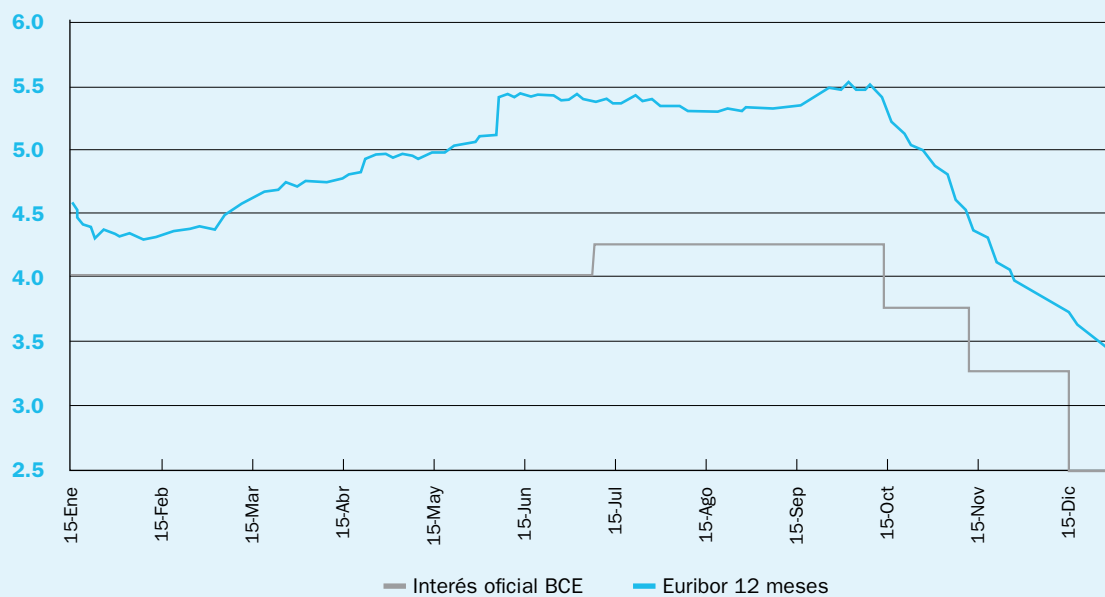
4. Solvencia y modelo de negocio

Los bancos españoles tienen un elevado ratio de solvencia en términos de capital más reservas sobre los activos ponderados por riesgo (*core capital*). Disponen de unos coeficientes de capital superiores a los requerimientos mínimos, una sólida posición en recursos propios

y un grado de apalancamiento relativamente bajo. No obstante, algunas entidades han optado por realizar exitosas ampliaciones de capital. Por tanto, la recapitalización pública de los bancos se contempla sólo como una posibilidad en caso de que los escenarios de la crisis internacional lo hicieran necesario. Esta circunstancia replantea las bases competitivas del mercado financiero, ya que algunas entidades están operando con el apoyo accionarial público, para cubrir los requerimientos de capital como consecuencia del riesgo de crédito de su cartera de negociación y del retorno al balance de sus vehículos instrumentales. Por tanto, la reputación de los bancos españoles saldrá muy reforzada de la crisis internacional.

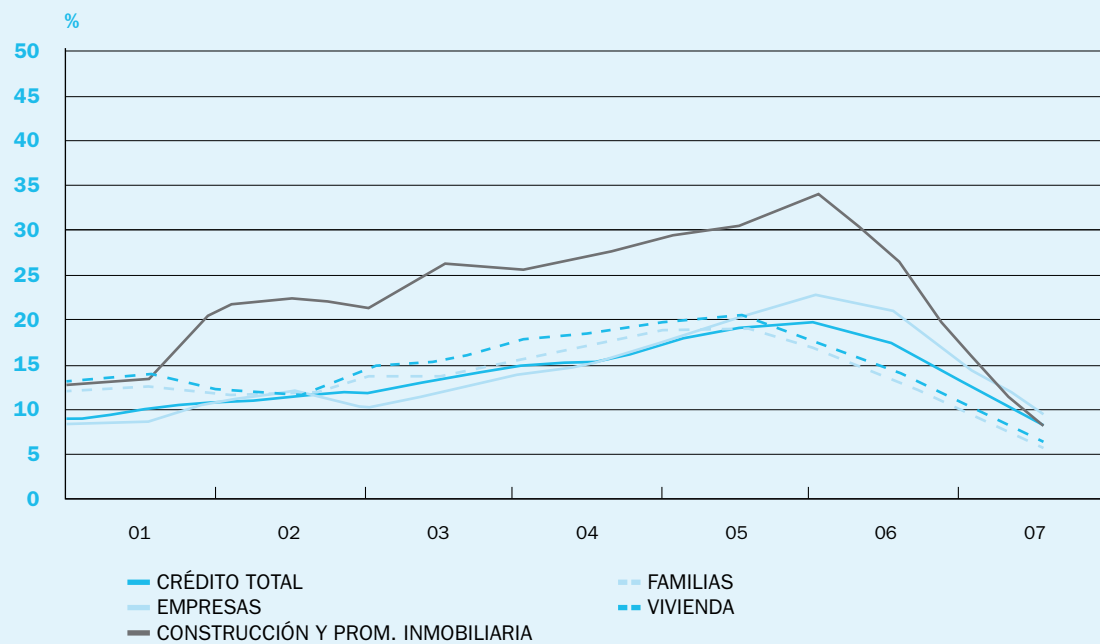
Los bancos y cajas de ahorros españoles operan bajo un modelo de banca minorista, con proximidad y relación a largo plazo con el cliente a través de su red de oficinas. Este modelo bancario posibilita una cuenta de resultados con ingresos recurrentes, a partir de la venta cruzada de productos (depósitos, fondos de inversión, seguros de vida). El modelo bancario español de titulización con retención de la gestión del riesgo de crédito en el balance (*buy-and-hold*) no ha generado los incentivos a la concesión de préstamos *subprime* propios del modelo anglosajón (*originate-to-distribute*).

TIPO DE INTERÉS DEL BCE Y EURIBOR 12 MESES



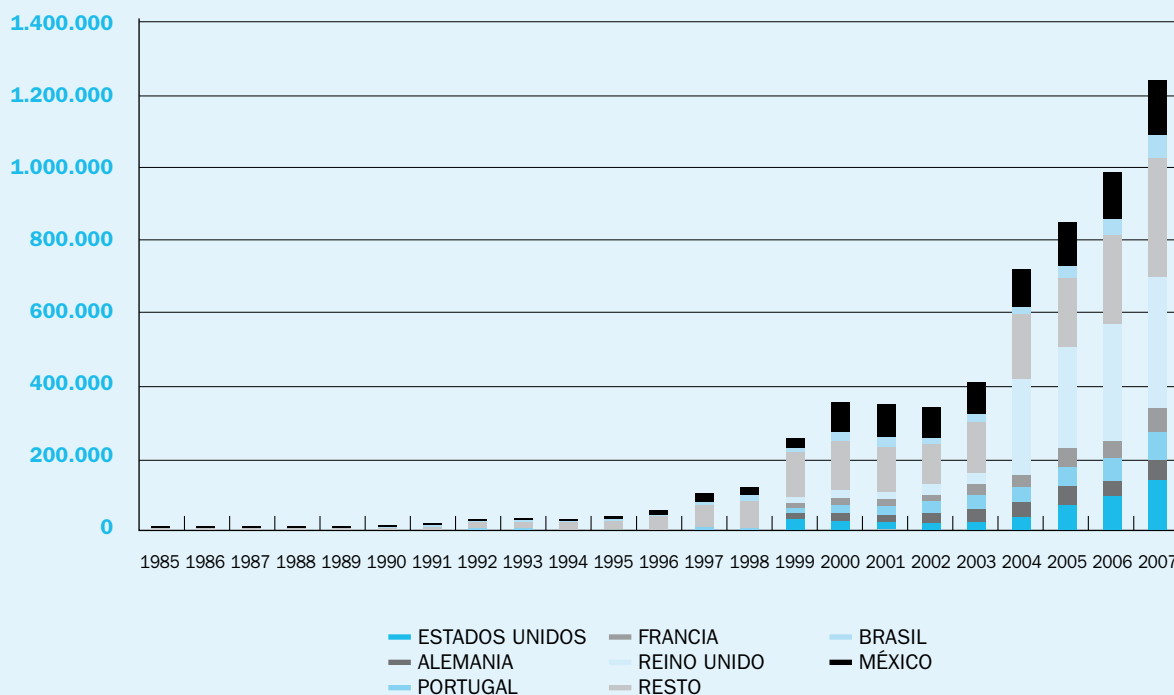
CRÉDITO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Variación interanual



ACTIVOS BANCARIOS EN EL EXTERIOR

Millones de dólares



Las entidades de depósito españolas han protagonizado un intenso proceso de diversificación internacional (UEM, Reino Unido, América Latina, EE.UU., China) que, en algunas entidades, se ha ampliado durante el ejercicio 2008. Esta estrategia les incorpora el riesgo de cambio en la consolidación de resultados.

5. Contracción duradera del crédito

La crisis financiera ha provocado una pérdida de confianza que ha retraído el mar de liquidez (*liquidity squeeze*) de los inversores globales en todos los mercados (mayorista, interbancario), circunstancia que está obligando a las entidades financieras a retener la liquidez que captan vía depósitos, subastas del BCE o compras públicas de activos, para hacer frente a eventuales necesidades al vencimiento de las deudas contraídas.

Por otra parte, las exigencias en la evaluación del riesgo de crédito de la demanda de préstamos (*scoring, down payment*) se ha adaptado rápidamente a la situación y perspectivas económicas de las familias, empresas y del resto de entidades.

En consecuencia, los bancos y cajas de ahorros han iniciado un necesario e inevitable proceso de desapalancamiento que se ha traducido en la restricción de la oferta de crédito a familias y empresas (*credit crunch*), así como en el mercado interbancario.

6. Intervención pública y competencia en el mercado

El 10 de octubre de 2008, el gobierno español decidió elevar la cobertura del fondo de garantía de los depósitos bancarios desde 20.000 hasta 100.000 euros (Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre). Además, el gobierno creó un fondo para la adquisición de activos bancarios de máxima calidad con cargo al Tesoro, con una aportación inicial de 30.000 millones de euros (ampliable a 50.000 millones) (Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre). El Tesoro asume funciones más propias de un banco central.

El 13 de octubre de 2008, el gobierno autorizó la posibilidad de otorgar avales públicos a las operaciones nuevas (emisiones de deuda con vencimiento máximo de cinco años, depósitos interbancarios) de las entidades de crédito hasta un importe máximo

de 100.000 millones de euros en 2008 y 2009, que deberían contribuir a la progresiva apertura de los mercados. Asimismo, autorizó eventualmente la recapitalización bancaria mediante la adquisición excepcional de acciones preferentes que reforzaran los recursos propios de las entidades de crédito (Real Decreto 7/2008, de 13 de octubre).

La transparencia de estas operaciones ha sido objeto de polémica, aunque la prudencia aconsejaba que se evitara cualquier indicio de estigmatización por parte del mercado. Ahora bien, estas actuaciones pueden acabar afectando la asignación competitiva eficiente y derivar en un trato discriminatorio.

Por su parte, el Banco de España está supervisando puntualmente que el riesgo de liquidez y de solvencia de alguna entidad no degeneren en una crisis sistémica que dispare las primas de riesgo-país de los emisores públicos y privados.

7. Fusiones y adquisiciones

En el caso de que el cierre de los mercados mayoristas se prolongue en el tiempo y el deterioro de la recesión de la economía española provocara un aumento insostenible de las cotas de morosidad, el sistema de bancos y cajas deberá proceder a un proceso de adquisiciones y fusiones. La superposición de la tupida red de oficinas y la eficiencia potencial en materia de recorte de los gastos generales ofrecen un largo recorrido en la generación de economías de escala.

Ante dicho escenario, el problema se reduce a que los bancos españoles de gran tamaño no contemplan la adquisición de entidades pequeñas en España, debido a que su estrategia está focalizada en el crecimiento en los mercados internacionales. Si se tratara de una entidad de tamaño mediano, se plantearían los problemas organizativos de la adquisición o fusión entre iguales.

En lo que se refiere a las cajas de ahorros, la mediatización política de las comunidades autónomas, de los partidos políticos y demás partes interesadas sería un factor determinante, salvo que la situación financiera de la entidad exigiera la toma de decisiones urgentes y taxativas para evitar efectos sistémicos. En tal caso, si se produjera una operación de rescate público o se indujera una adquisición o fusión entre entidades de distintas comunidades autónomas, la asignación de competencias sobre supervisión financiera de las cajas de ahorros a los gobiernos autonómicos podría aflorar en forma de conflicto.

8. El mayor enemigo, la autocomplacencia

Las entidades de depósito españolas están recomponiendo sus balances, mediante la desaceleración del crédito en el activo y la intensa captación de depósitos a plazo en el pasivo.

En el activo, los bancos y las cajas de ahorros han llevado a cabo una progresiva reducción de su exposición al sector inmobiliario (promoción y construcción, adquisición de vivienda) y otros segmentos ligados al ciclo expansivo, en que el crédito crecía a tasas del



25% anual. Los criterios de evaluación del riesgo de crédito se están extremando, tanto a las familias como a las empresas.

Las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario o *Real Estate Investment Trust* (Socimi o REIT) puede ser una vía adecuada para dar salida hacia el alquiler a los activos que no pueden vender los promotores inmobiliarios y se están acumulando en los balances de las entidades financieras

En el pasivo, los bancos y cajas de ahorro están realizando un esfuerzo comercial de captación de ahorro que les dote de una estructura con menor peso de los depósitos a la vista y mayor de los depósitos a plazo, a pesar de su coste superior. La permanencia de los mercados mayoristas cerrados obliga a dicha opción, ya que las subastas del BCE proveen de financiación a plazos todavía muy cortos.

Durante el ejercicio 2009, las entidades españolas verán reducir su rentabilidad sobre recursos propios (ROE) debido a la ralentización de los resultados y a las presiones sobre los márgenes de intermediación, ordinario y de explotación.

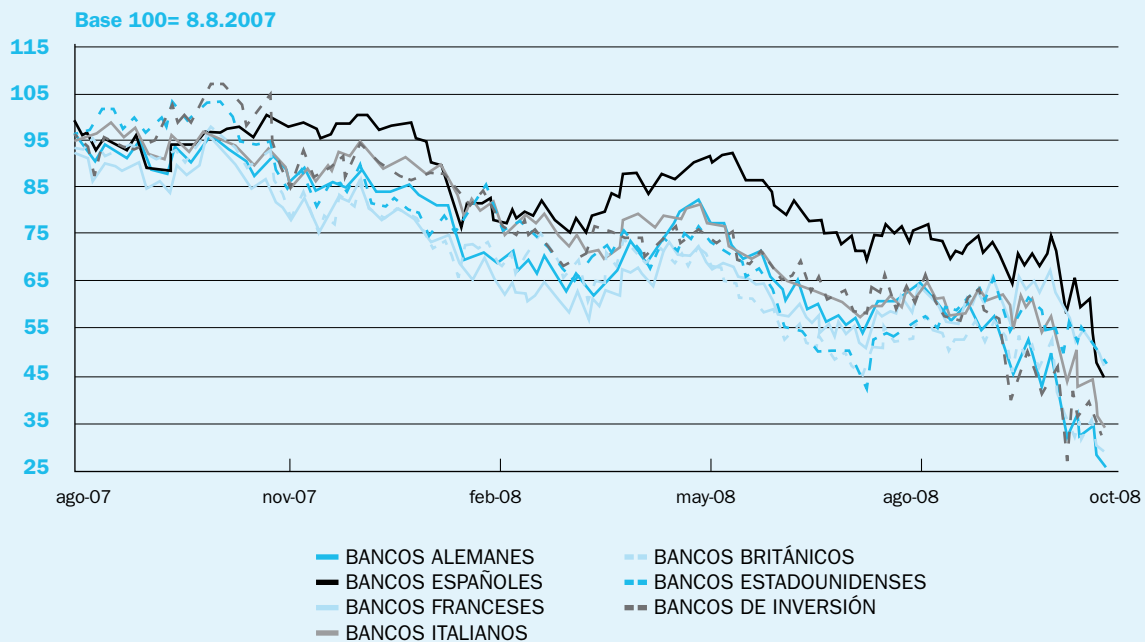
Los bancos y las cajas de ahorros deben implicarse de lleno en un estricto control de los gastos de explotación y racionalización de los costes operativos, para ganar mayores cotas en sus ratios de rentabilidad y eficiencia. Además, los bancos deberán reducir la distribución de beneficios como dividendos a los accionistas y las cajas de ahorros deberán evaluar las prioridades de sus obras sociales.

En cualquier caso, el sistema financiero español ha dado probadas y excepcionales muestras de solvencia ante una crisis financiera internacional que ha dibujado un nuevo mapa bancario global. Atrás quedan ya las críticas de los bancos de inversión al “modelo garbanero” bancario de la economía española o las maledicencias sobre la apelación excesiva a las subastas del Banco Central Europeo (BCE). No en vano, un banco europeo que emitió recientemente un informe bajo el título “Spanish Banks: A House of Cards” tuvo que ser adquirido en situación de práctica bancarrota.

Como ha señalado de forma reiterada el gobernador del Banco de España, el mayor enemigo del sistema financiero español es la autocomplacencia.

COTIZACIONES ENTIDADES FINANCIERAS

Grandes entidades, medias por países



EL GOBERNADOR, EN ESADE

Con ocasión de la celebración del 50º aniversario de ESADE, el gobernador del Banco de España pronunció la lección magistral del acto inaugural del curso



académico 2008-09, bajo el título “Retos del sistema bancario español ante la crisis global”.

El gobernador Miguel Fernández Ordóñez inició su alocución manifestando que la crisis del sistema financiero internacional será una referencia obligada de estudio en las aulas, dada su gravedad, complejidad, dimensión global y la rapidez con que la pérdida de confianza se ha trasladado desde el ámbito financiero hacia la economía real.

El gobernador hizo un análisis exhaustivo de la crisis financiera, desglosada en tres fases:

1. Primera fase: desde agosto de 2007 hasta inicios de septiembre de 2008.

El gobernador situó el origen de la crisis en la concesión de créditos hipotecarios *subprime* en Estados Unidos, su titulización y distribución entre los inversores globales. El ajuste inmobiliario contribuyó a la aparición disruptiva de la desconfianza de los inversores ante la complejidad y opacidad de los bonos de titulización. El rescate de Bear Stearns permitió mantener acotada la dispersión de las turbulencias.

2. Segunda fase: desde septiembre de 2008 hasta noviembre de 2008.

La crisis deviene sistémica a partir del rescate de Fannie Mae y Freddie Mac, la quiebra de Lehman Brothers y los problemas de AIG, seguidos por el deterioro del mercado de papel comercial, del mercado monetario y del mercado bursátil. Los distintos sistemas bancarios europeos rediseñan un nuevo mapa financiero que obliga a rescates e inyecciones de capital públicos (HBOS, Fortis, Dexia, bancos islandeses, Hypo Real Estate, ING). La crisis se traslada a las economías emergentes de América Latina, países del este europeo y asiáticos, con déficits por cuenta corriente y dependientes de financiación exterior.

3. Tercera fase: desde noviembre de 2008 en adelante.

La crisis financiera se irá trasladando, vía desapalancamiento del crédito bancario, hacia la economía real.

Posteriormente, el gobernador evaluó el encadenamiento de errores en que incurrieron las entidades originadoras del crédito *subprime*, los directivos de los bancos de inversión, las agencias de *rating*, así como los reguladores y supervisores y los propios bancos centrales. La evaluación y control del riesgo aportado por los nuevos productos e instrumentos se dejó de lado en favor de un mayor apalancamiento de la actividad financiera, en un mundo de abundante liquidez y escasa aversión al riesgo.

El gobernador entró seguidamente en el análisis de la situación económica española formulándose dos preguntas:

1. ¿Cómo está afectando la coyuntura financiera internacional al sistema bancario español? ¿Cómo le afectará en los próximos años?
2. ¿Qué debemos hacer las autoridades y los agentes económicos y financieros?

El gobernador construyó su respuesta a la primera pregunta a partir de la diferencia entre las entidades financieras españolas y los bancos del resto del mundo, en cuyos balances “*on the right side there's nothing left, and on the left side there's nothing right*”. Es decir, en el activo todo está depreciado (*there's nothing right*), y en el pasivo la financiación se ha constreñido (*there's nothing left*).

El modelo de negocio de los bancos y cajas de ahorros españoles se basa en la denominada banca minorista.

On the right side, la captación de pasivo a través de una tupida red comercial de oficinas procede de su amplia base de clientes. El pasivo se nutre de depósitos y productos de inversión (fondos, seguros). Los bancos y cajas de ahorros financiaron también la expansión de la demanda de crédito de familias y empresas mediante el recurso a los mercados mayoristas internacionales, a través de la colocación de bonos de titulización con plazos de vencimiento a medio y largo plazo. Estas titulizaciones tienen estructuras sencillas y transparentes, sin incorporar la transferencia del riesgo al inversor, y estaban destinadas exclusivamente a la captación de financiación.

On the left side, los bancos y cajas de ahorros españoles intermedían el ahorro para prestarlo principalmente a clientes (familias, empresas) con las que establecen vínculos comerciales recurrentes de larga duración y fidelidad. La gestión del riesgo se basa en la disponibilidad de un perfil preciso del cliente.

El sistema financiero español, abierto a la competencia desde hace años, ha demostrado una capacidad de innovación en materia de diseño y comercialización de productos, control y gestión del riesgo, desarrollos organizativos y aplicación de procesos tecnológicos que han permitido alcanzar elevados niveles de rentabilidad, eficiencia y solvencia.

Ahora bien, Miguel Fernández Ordóñez recordó de nuevo que la peor tentación sería caer en la autocomplacencia.

Los bancos y cajas de ahorros afrontan unos escenarios de crisis financiera internacional y de debilitamiento de la coyuntura macroeconómica española que impactará en las cuentas de resultados y en su capacidad de generación de beneficios, a través de tres vías:

1. Costes financieros más elevados

y estrechamiento del margen de intermediación.

- La progresiva apertura de los mercados mayoristas de financiación revelará que los ahorradores globales han reevaluado el precio del riesgo, por lo que el coste de financiación será más elevado que en el pasado.
- La mayor competencia por la captación de depósitos y el alargamiento de los plazos y de la remuneración presionará sobre los costes financieros.
- El predominio de créditos concedidos a tipos de interés variable puede permitir la absorción en el activo del ajuste obligado por el incremento de los tipos de interés del pasivo.

2. Reducción de la demanda de crédito.

- La contracción de la actividad económica se traducirá en una menor demanda de crédito por las familias y las empresas.
- Los costes de estructura repartidos entre una menor actividad crediticia obligarán a una racionalización de los costes.

3. Repunte de la morosidad.

- El ajuste del sector inmobiliario, iniciado antes del estallido de la crisis financiera, aflora una mayor morosidad en el sector de promoción y construcción inmobiliaria y el crédito hipotecario.
- El punto de partida de los índices de morosidad era bajo y, además de las provisiones específicas, las dotaciones genéricas anticíclicas proporcionan un mayor recorrido en el tiempo.

En cuanto a la pregunta relativa a las decisiones a tomar por parte de autoridades y agentes económicos, el gobernador articuló su respuesta en los términos siguientes:

1. Autoridades monetarias.

- Los bancos centrales deben proseguir con la provisión de liquidez que requiera el sistema, cuyas operaciones ya han visto ampliados los plazos y el abanico de colaterales aceptados en garantía.
- La reducción de los tipos de interés oficiales también se están llevando a cabo, incluso de forma coordinada.

2. Gobiernos.

- Rescate de las entidades financieras que manifiesten problemas de solvencia.
- Capitalización de las entidades financieras que atraviesen dificultades, mediante la compra de acciones o participaciones preferentes.
- Otorgar avales gubernamentales para las emisiones de deuda de las entidades financieras.
- En el caso exclusivo de España, compra de activos de elevada calidad.
- Aumento de los fondos de garantía de depósitos y reducción del plazo de reintegro a los depositantes.
- Reformas estructurales para incrementar la competencia en los mercados de productos y factores: liberalización del mercado de vivienda de alquiler (con mayor seguridad a los propietarios), incentivos a la demanda de vivienda vinculada a la inversión, liberalización de la distribución de mercancías (puertos, aeropuertos, transporte ferroviario) y en la prestación de servicios (energía), así como la reforma del mercado de trabajo, de la negociación colectiva y de las cláusulas de revisión salarial.

3. Entidades financieras.

- Al no tener problemas de solvencia, la recuperación de la confianza y la apertura de los mercados de financiación, posibilitará la normalización del crédito a las familias y las empresas, en un entorno de mayor exigencia y control del riesgo en la oferta de crédito.
- Estricto control de costes.
- Consolidación si se genera mayor eficiencia vía economías de escala.
- Reforzamiento de la base de capital, mediante beneficios no distribuidos, ampliaciones de capital y emisión de cuotas.

BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y REGULADORES, EN ESADE

Emilio Botín (Santander): “cada día tiene su afán”

El presidente del Santander, Emilio Botín, participó en una sesión académica con los alumnos de la Licenciatura de Administración y Dirección de Empresas de ESADE.



Durante su intervención, Emilio Botín glosó el modelo de negocio bancario basado en la red minorista, que genera ingresos recurrentes a partir de la venta cru-

zada de productos financieros diversos a unos clientes con los que se han establecido estrechas relaciones comerciales de fidelidad. El presidente situó la clave del negocio bancario en el estudio previo, la evaluación sistemática, la gestión, el control y el seguimiento del riesgo, así como la rapidez en la gestión del cobro de la morosidad.

Este modelo bancario “garbancero” –por utilizar el argot al uso– está demostrando su capacidad para resistir las turbulencias de la tormenta financiera.

La estrategia de internacionalización constituyó uno de los ejes de la clase magistral del presidente del Banco Santander, con particular énfasis en la operación ABN Amro, que le ha proporcionado un acceso privilegiado al mercado brasileño. La entidad ha destacado por su política de adquisiciones, sumando al Abbey en el Reino Unido a entidades tales como Alliance & Leicester y Bradford & Bingley. El presidente señaló que estas operaciones se han llevado a término con una rápida reducción de costes que no ha afectado a la competitividad de las entidades.

El liderazgo del Banco Santander, avalado por sus accionistas, verdaderamente se asienta en la máxima “cada día tiene su afán”, que pronuncia habitualmente el presidente, Emilio Botín.

Fainé (“la Caixa”) y Oliu (Sabadell): los dos principios del crédito

El *conseller* de Economía y Hacienda de Cataluña –además, catedrático de Hacienda Pública– situó el debate sobre la situación coyuntural como “la peor crisis económica desde que entramos en la Unión Económica y Monetaria europea”.



El presidente de “la Caixa” destacó la posición de liquidez del sistema financiero español, aunque señaló el aumento del riesgo de crédito. El presidente I. Fainé recordó los dos principios del crédito que jamás deben olvidarse.

El primer principio obliga a que “si prestas dinero, realiza un análisis previo del riesgo del prestatario, establece garantías y avales suficientes para el caso de impago y lleva a cabo un seguimiento exhaustivo y continuado del riesgo hasta el vencimiento y la recuperación del préstamo”. El segundo principio a seguir por el que presta consiste en “no olvidar nunca el primer principio”.

El presidente del Banco Sabadell apuntó que “no se ha modificado una coma en los manuales de concesión de hipotecas, pero la demanda de crédito se ha reducido y el riesgo ha aumentado en función del deterioro de las perspectivas económicas”. Además, el cierre de los mercados financieros internacionales imposibilita que el ahorro global fluya hacia el crédito a través de las entidades bancarias y cajas de ahorro.

El *conseller* y ambos presidentes coincidieron en que la caída sería brusca y la salida, lenta y progresiva, dada la dificultad para recuperar la confianza necesaria. El presidente de “la Caixa” aventuró “un año de crisis financiera, dos de crisis económica y cuatro de crisis inmobiliaria”.

El director general de Seguros y Fondos de Pensiones: fortaleza del sector.

La crisis financiera está golpeando la solvencia de algunas entidades aseguradoras de referencia mundial, tanto en lo que se refiere a sus inversiones como en el ámbito del aseguramiento de productos financieros. Los balances de las compañías de seguros españolas no están expuestos a los productos estructurados depreciados, a la renta variable, ni a los *monolines*.

El director general de Seguros y Fondos de Pensiones del Ministerio de Economía y Hacienda, Ricardo Lozano, destacó la fortaleza de la rentabilidad y solvencia del sector en España, tanto en el ahorro gestionado por el ramo de vida como en el ramo de no vida.



En dicho entorno de solvencia, los proyectos normativos se orientan hacia la modernización y la mejora de la protección de los asegurados. El director general apuntó que el principal reto del sector es la mejora de la calidad, dado el todavía elevado número de reclamaciones en los seguros multirriesgo del hogar, vehículos y vida.

Narcís Serra (Caixa Catalunya): el camino de salida

El presidente de Caixa Catalunya partió de que la crisis tiene su origen en la disponibilidad de dinero demasiado barato durante demasiado tiempo, en un marco de desregulación y de escasa supervisión. El mercado no tiende al equilibrio, sino a la burbuja. Constató una realidad que evidencia la solidez del sistema financiero español, ajeno a la inversión en activos tóxicos y reteniendo la gestión del riesgo de crédito, en relación a la crisis que está sufriendo el modelo de banca anglosajona de Estados Unidos y el Reino Unido, con vehículos estructurados fuera de balance.

Las empresas españolas registran altos ratios de solvencia, pero las familias están más endeudadas que en la última crisis de 1993, en que se alcanzó una morosidad del 9% menos provisionada que en la actualidad. La salida de la crisis obliga a derivar el exceso de recursos destinado al sector inmobiliario hacia sectores competitivos seleccionados en las ramas industriales y de servicios. Narcís Serra consideró que las posibles fusiones entre cajas de ahorros deberían enmarcarse en clave de estrategias de futuro, al margen de la coyuntura financiera.



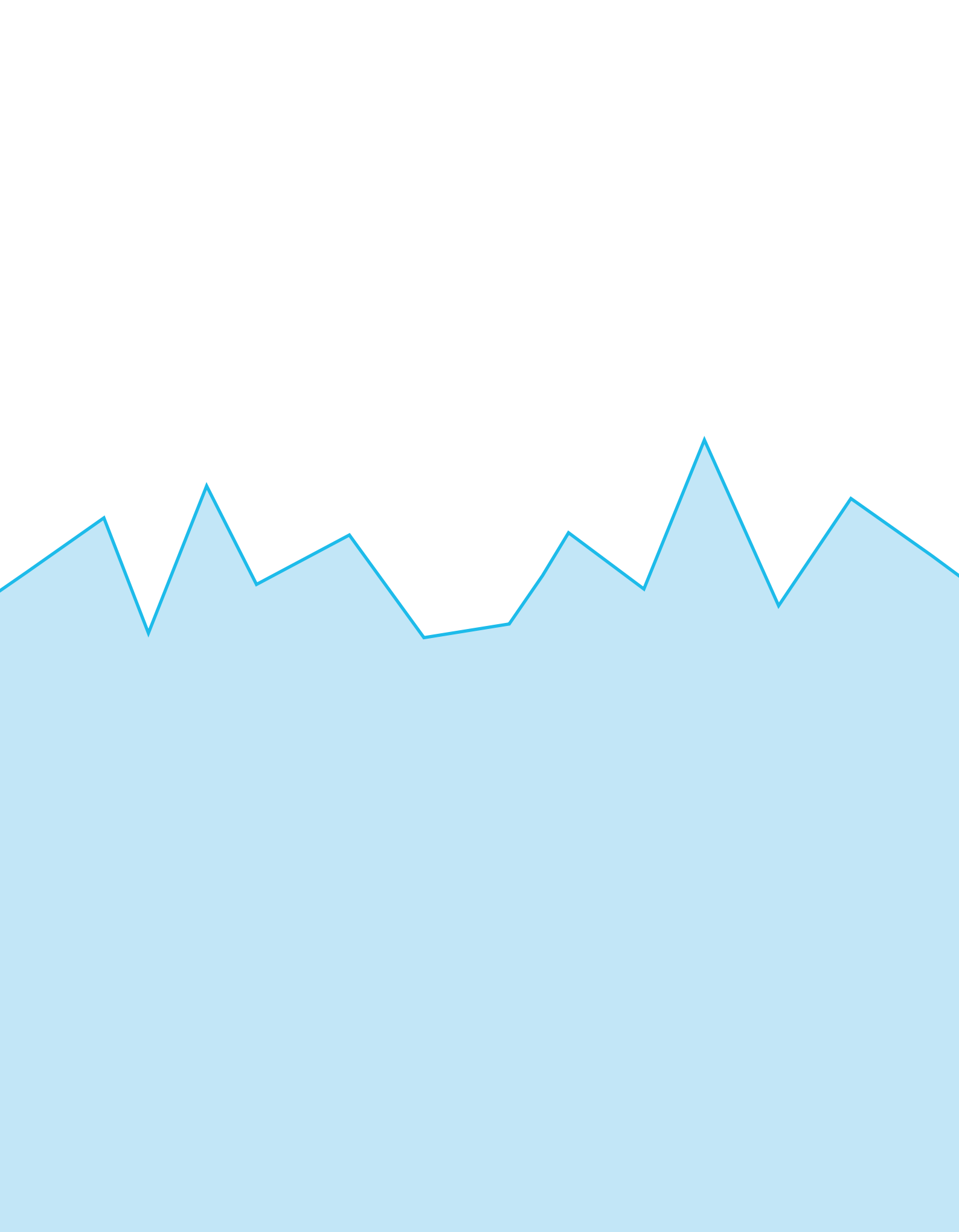
El presidente de Caixa Catalunya justificó las intervenciones públicas sobre algunas entidades bancarias en Europa, particularmente los avales de las emisiones en

los mercados internacionales. Narcís Serra aplaudió las iniciativas de coordinación internacional para restaurar la confianza, abogando por la cesión de los países desarrollados en favor de los países emergentes en los organismos internacionales. En este sentido, el ahorro de los países emergentes deberá jugar un papel determinante.

De entre la larga lista de autoridades económicas y directivos que han intervenido en foros económico-financieros en ESADE durante los últimos meses, también deben quedar reseñados:

- El comisario de Economía y Hacienda europeo, Joaquín Almunia, que expuso su visión sobre los retos económicos en Europa.
- El presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), Juan Ramón Quintás, que impartió una ponencia sobre el liderazgo directivo en el marco de un entorno económico globalizado que se orienta hacia un nuevo paradigma que superará el actual dominado por las telecomunicaciones.
- El presidente del BBVA, Francisco González, impartió una conferencia en el marco del Programa “Corporate Social Responsibility. Strategic Integration and Competitiveness”, de ESADE Business School y Stanford Graduate School of Business.
- El presidente de Renta4, Juan Carlos Ureta, presentó la ponencia “Crisis financiera global: líneas de salida”, en que defendió un modelo financiero mundial más transparente, con una regulación adecuada y cámaras de compensación centralizadas.
- La presidenta de Banesto, Ana P. Botín, departió sobre la estrategia de innovación y la cultura emprendedora, con ocasión de la inauguración del Canal ESADE Alumni TV.





DOCUMENTOS

*La reforma de la política
agrícola de la Unión Europea:
el “chequeo médico” de la PAC*

Prof. Agustí Ulled
Departamento de Economía, ESADE

La reforma de la política agrícola de la Unión Europea: el “chequeo médico” de la PAC



La agricultura y la silvicultura cubren la inmensa mayoría del territorio europeo y suponen una contribución muy valiosa para la economía sostenible de las zonas rurales. Casi el 60% de la población de la actual Unión Europea vive en zonas rurales que ocupan el 90% del territorio. Basta este dato para comprender que la agricultura y el desarrollo rural son ámbitos políticos y económicos de vital importancia.

Prof. Agustí Ulled
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

La Política Agrícola Común es fundamental para la competitividad de la agricultura y de todo el sector agroalimentario de la UE, que representa 19 millones de puestos de trabajo. La PAC, desde su creación en 1958, mantiene sus objetivos y principios al garantizar las rentas de los agricultores, la seguridad y los suministros a los ciudadanos a precios razonables y desempeña un papel esencial a la hora de afrontar los nuevos retos medioambientales, como el cambio climático, la gestión hidrológica, la bioenergía y la biodiversidad.

La política agrícola de la UE cambia constantemente. Al principio, la PAC fue fundamental para el abastecimiento de los mercados. Hoy, el objetivo es conseguir que los productores de alimentos puedan desenvolverse por sus propios medios en los mercados europeos y mundiales.

Frente a un contexto mundial cambiante, pronto se aprobará una nueva reforma, el llamado “chequeo” de la política agrícola. No significa que la política esté enferma. Es una ocasión para avanzar en el siglo XXI y ver en qué medida es necesario introducir ajustes, en función de la experiencia desde las principales reformas de 2003, y comprobar si la política está preparada para nuevos retos y oportunidades. Se trata de un nuevo esfuerzo para seguir racionalizando y modernizando esta política.

LA POLÍTICA AGRÍCOLA COMÚN DE LA UNIÓN EUROPEA: ANTECEDENTES

La Política Agrícola Común es fundamental para la competitividad de la agricultura y de todo el sector agroalimentario de la UE, que representa 19 millones de puestos de trabajo. Así lo comprendieron los fundadores de la Comunidad Económica Europea, cuando incluyeron en el redactado del Tratado de Roma (título II del capítulo 2) la voluntad de llevar adelante una Política Agrícola Común (PAC).

El objetivo principal de la PAC fue el de fomentar la mejora de la productividad agrícola, de manera que los consumidores dispusiesen de un aprovisionamiento estable de alimentos a precios asequibles, a la vez que garantizar que los países fundadores de la entonces Comunidad Económica Europea contarán con un sistema agrícola viable.

A finales de los años 50, después de que los países miembros fundadores de la CEE superasen una década de escasez de alimentos, la PAC comenzó subvencionando la producción de productos alimenticios básicos para garantizar la autosuficiencia y la seguridad alimenticias. En los años 80, una vez conseguida la autosuficiencia, la ayuda a la producción acabó dando

OBJETIVOS DE LA PAC

- Incrementar la productividad agraria
- Garantizar un nivel de vida adecuado a la población rural
- Estabilizar los mercados agrarios
- Garantizar la seguridad y el aprovisionamiento a los ciudadanos
- Asegurar al consumidor suministros a precios razonables

PRINCIPIOS DE LA PAC

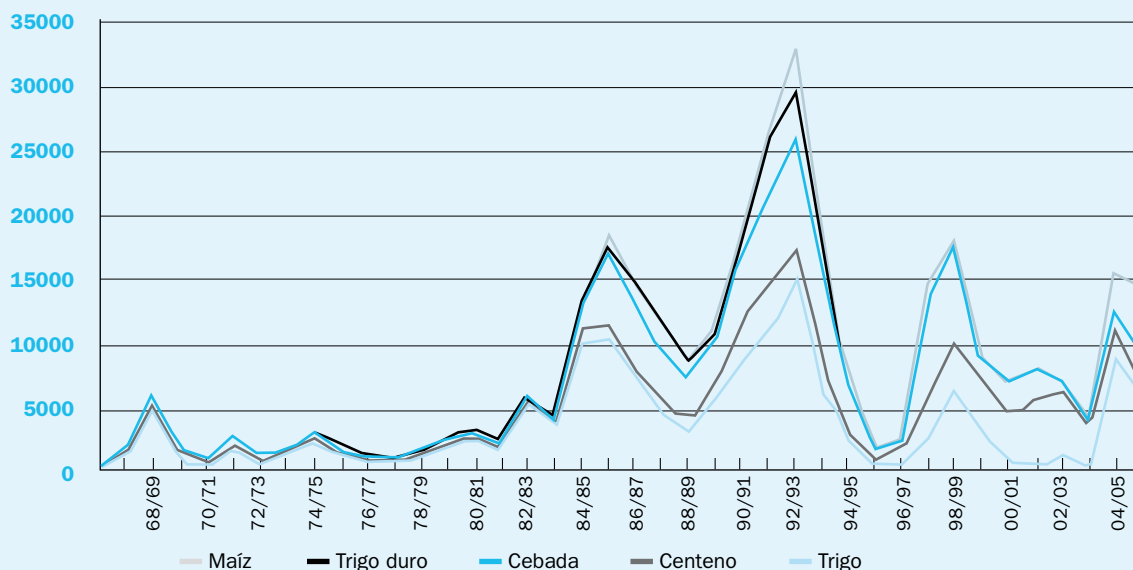
- Preferencia comunitaria
- Solidaridad financiera
- Unidad de mercado

lugar a importantes excedentes en los principales productos agrícolas; son las conocidas montañas de carne de vacuno y mantequilla o los lagos de leche.

Durante las décadas de los 80 y 90, la UE introdujo medidas políticas con el intento de limitar la producción de productos

EVOLUCIÓN DEL ALMACENAMIENTO PÚBLICO DE CEREALES

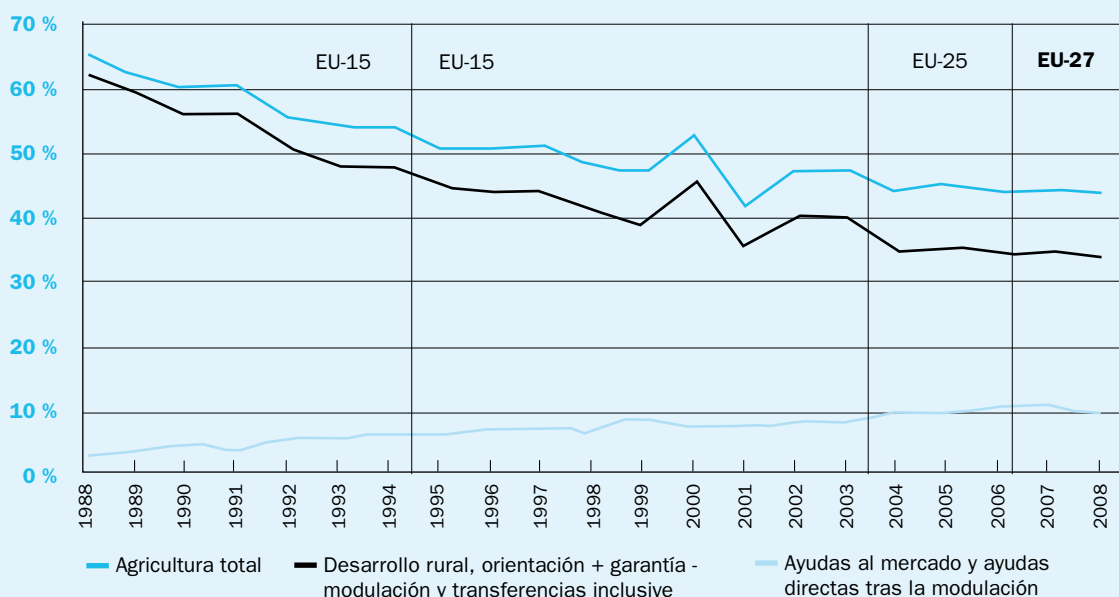
Existencias de intervención – en miles de toneladas



FUENTE: Comisión Europea.

LA AGRICULTURA EN PORCENTAJE DEL PRESUPUESTO TOTAL DE LA UE

Compromisos



FUENTE: Comisión Europea.

excedentarios (cuotas lecheras, limitaciones de cultivo agrícola y ganadero, retirada de tierras, multas por rebasar las limitaciones, etc.). Las medidas para hacer frente a estos excedentes supusieron un coste presupuestario muy elevado, provocando distorsiones en algunos mercados mundiales, y no siempre redundaron en interés de los agricultores.

Durante estas dos décadas el presupuesto de la UE tenía un carácter casi monolítico, dado que los gastos de la PAC representaron más de 2/3 del presupuesto total de funcionamiento de las Comunidades europeas.

La reforma de la PAC de los años 90 sirvió para reducir la diferencia de precios existente entre la UE y el resto del mundo. En esta década la mejora del nivel de vida de los ciudadanos de la UE hace que éstos influyan en dirigir el sistema hacia una agricultura preocupada por la sostenibilidad, por la calidad de los productos y por su relación con el medio ambiente.

A partir de 1999, con la Agenda 2000, empieza el cambio de orientación de la PAC, fomentando la competitividad de la agricultura europea y añadiendo un nuevo elemento: una política

de desarrollo rural que apoyaba el desarrollo de iniciativas en el ámbito rural y ayudaba al mismo tiempo a los agricultores a reestructurar sus explotaciones, diversificar la producción y mejorar la comercialización de sus productos.

A partir de 1999, con la Agenda 2000, empieza el cambio de orientación de la PAC, fomentando la competitividad de la agricultura europea y añadiendo un nuevo elemento: una política de desarrollo rural

En el año 2003 se produce una nueva reforma de la PAC que resultará trascendental al introducir un cambio de orientación en las ayudas a los agricultores. La PAC se orienta al mercado y los agricultores dejan de percibir ayudas simplemente por producir alimentos. Hasta ese momento cuanto más se producía más subvenciones se recibían; a partir de esta reforma los agricultores reciben las ayudas independientemente de lo que produzcan.

A partir de esa fecha, la PAC se centra en la calidad de los productos alimenticios y en el papel de la agricultura en la

conservación y la gestión de nuestros recursos naturales. Los agricultores deben adecuarse al mercado y ser competitivos, producir para los mercados y los consumidores y no dejarse influir en sus opciones por la posibilidad de la ayuda a un producto determinado. Las subvenciones a los productos se han ido sustituyendo progresivamente por los pagos directos a las explotaciones en función de las necesidades del mercado.

La UE ocupa un lugar fundamental en el comercio agrícola mundial

La PAC complementa la renta de los agricultores con objeto de garantizarles un nivel de vida razonable, pero las ayudas están supeditadas al cumplimiento de objetivos más generales, como las normas de seguridad alimenticia, sanidad animal y vegetal, bienestar animal y conservación del paisaje rural tradicional, la vida silvestre y las aves. Es la llamada *condicionalidad*. Constituye además una red de seguridad financiera para los agricultores afectados por catástrofes naturales o enfermedades animales.

Un análisis de las perspectivas de la agricultura en el horizonte 2020 señala que la eliminación completa de las ayudas a la agricultura europea afectaría profundamente la localización y la estructura de la producción agrícola. Numerosas explotaciones agrícolas desaparecerían, lo que conllevaría consecuencias socioeconómicas y medioambientales dramáticas en numerosas zonas rurales.

CONTEXTO ACTUAL DEL SECTOR AGRÍCOLA MUNDIAL

El mercado mundial de productos agroalimentarios ascendió a 350 mil millones de dólares en 2007, lo que representa el 9% del comercio mundial de mercancías. La evolución de este mercado es muy importante si tenemos en cuenta que entre 2000 y 2007 el comercio agrícola se incrementó en 100%.

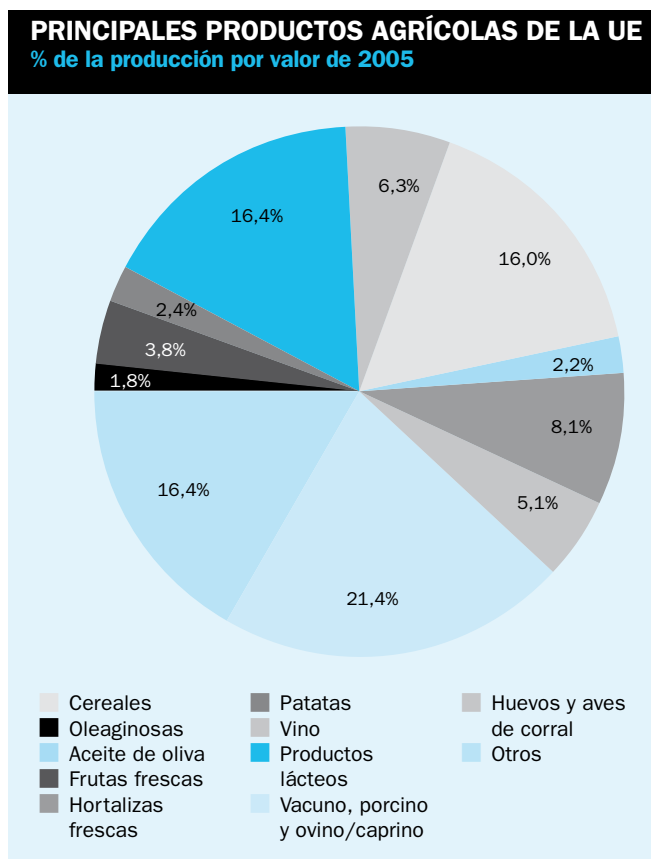
La UE ocupa un lugar fundamental en el comercio agrícola mundial. La gran capacidad de producción del sector agrícola de la UE y la diversidad y calidad de sus productos la ha convertido, desde 2003, en el mayor exportador de productos agroalimentarios (21%) y en el mayor importador de alimentos del mundo (23% del mercado mundial en 2007), así como en el primer mercado de exportación de los países en desarrollo.

En los gráficos de la página siguiente puede apreciarse la importancia relativa del comercio extracomunitario de productos agrícolas.

Tras treinta años de descenso en términos reales de los precios mundiales de los productos alimentarios, estamos asistiendo en los últimos años a una fuerte evolución de los precios de los productos agrícolas. Esta vertiginosa subida afectó a la vez a varios productos básicos. En menos de un año y medio, los precios de los cereales, la carne y de los productos lácteos aumentaron notablemente en Europa. La amplitud y la brusquedad del aumento de precios han generado fuertes desequilibrios económicos en todo el mundo. Principalmente afectados han sido los países en desarrollo y las poblaciones más vulnerables económicamente.

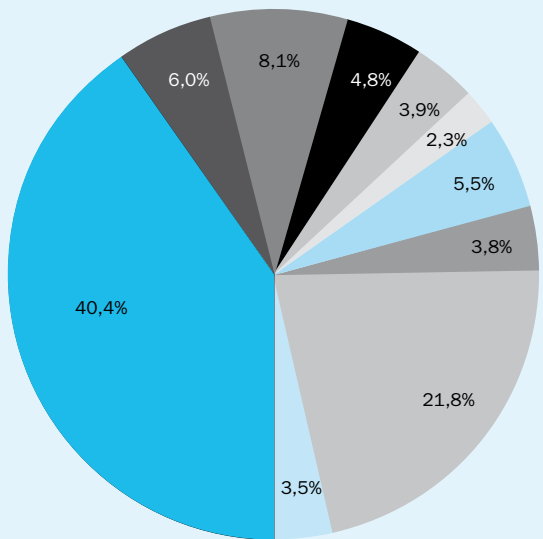
Tras treinta años de descenso en términos reales de los precios mundiales de los productos alimentarios, estamos asistiendo en los últimos años a una fuerte evolución de los precios de los productos agrícolas

Aunque recientemente los precios de los cereales y productos lácteos han seguido una tendencia descendente, este movi-



FUENTE: Comisión Europea.

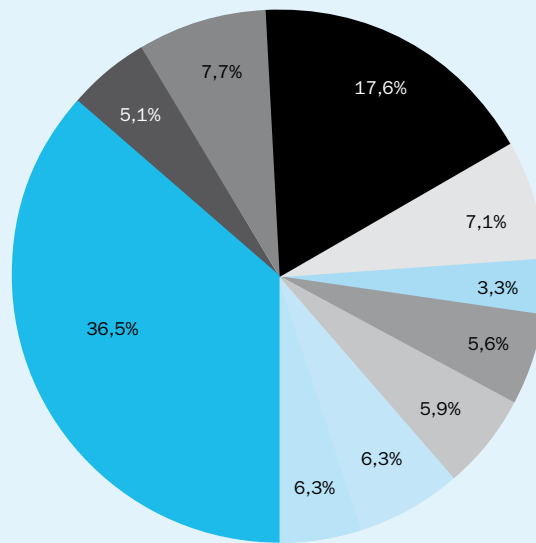
PRINCIPALES EXPORTACIONES AGRÍCOLAS DE LA UE
Cuota porcentual por valor de 2005



- Carne y despojos
- Productos lácteos
- Frutas y hortalizas frescas
- Preparados a base de frutas y hortalizas
- Flores y productos vegetales
- Grasas y aceites
- Bebidas, bebidas espirituosas y vinagre
- Azúcar y confitería
- Cereales, productos de molinería y féculas
- Otros

FUENTE: Comisión Europea.

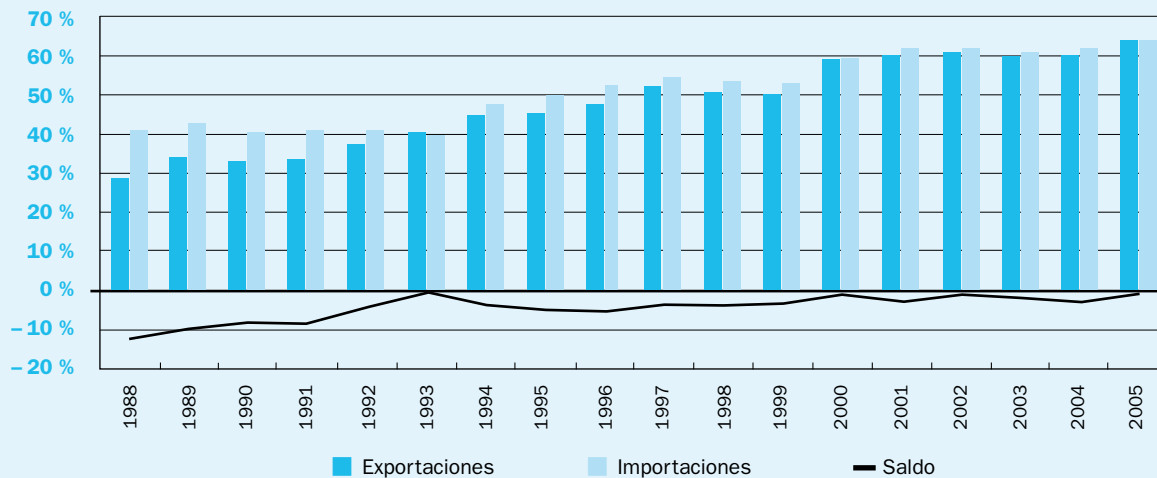
PRINCIPALES IMPORTACIONES AGRÍCOLAS DE LA UE
Cuota porcentual por valor de 2005



- Carne y despojos
- Oleaginosos
- Frutos comestibles
- Café, té y especias
- Cereales, productos de molinería y fécula
- Preparados a base de frutas y hortalizas
- Grasas y aceites
- Bebidas, bebidas espirituosas y vinagre
- Cacao y preparados de cacao
- Otros

FUENTE: Comisión Europea

COMERCIO EXTRA UE PRODUCTOS AGRÍCOLAS, 1988-2005
En miles de millones de euros



FUENTE: Eurostat.

miento no ha sido suficiente para volver al nivel de precios de hace dos años.

Como señala la Comunicación de la Comisión europea de 20 de mayo de 2008, "Hacer frente al reto del alza de precios de los productos alimenticios. Orientaciones para la acción de la UE", diversos son los factores que están en el origen de estos movimientos de precios. Unos están ligados a circunstancias estrictamente coyunturales, otros, de carácter más profundo, son de orden estructural.

La demanda de productos alimenticios aumenta como consecuencia del crecimiento de la población mundial y de la mejora del nivel de vida en los países emergentes, como es el caso de China, India o Brasil. El resultado no es sólo un aumento cuantitativo de la demanda, sino que se produce también una modificación de los esquemas de consumo, con un notable aumento del consumo de carne (en la actualidad los ciudadanos chinos consumen 50 kg de carne, frente a sólo 20 kg hace dos décadas). Una mayor demanda de carne se traduce en un aumento de la producción de animales, lo que a su vez causa una creciente demanda de cereales destinados a la alimentación animal, lo que contribuye al crecimiento de los precios de los productos agrícolas.

El alza de los precios del petróleo y de la energía entraña igualmente un aumento de los precios de los productos agrícolas. Se estima que un alza del 10% del precio del petróleo se traduce por un alza del 1% al 2% de los precios de los productos alimenticios. Algunos analistas señalan que las subidas de los precios de la energía tienen un impacto más importante sobre los precios de los alimentos que la presión de la demanda. El aumento de los precios de los fertilizantes, los plaguicidas, el diésel o los costes de procesado y transporte afectan de forma más directa en los precios de los alimentos.

Por otro lado, la demanda de producción de biocarburantes entra en competencia con la demanda de productos alimenticios, por lo que se produce un trasvase de los cultivos destinados a la producción de alimentos hacia cultivos destinados a la producción de carburantes, tendencia que se hace especialmente visible en los precios del maíz y de la soja. No obstante, los análisis de la Comisión Europea indican que la actual producción de biocarburantes de la UE influye poco sobre los precios mundiales de los alimentos. En la UE menos del 1% de la producción de cereales es utilizada para la

producción de biocarburantes. Sin embargo, la política seguida por EE.UU. ha tenido consecuencias destacables en el mercado del maíz. Se estima que la producción de bioetanol de EE.UU. absorbe alrededor del 25% de la producción de este cereal.

El descenso en la oferta de productos agrícolas de base ha tenido importantes repercusiones en el movimiento de los precios. Un factor estructural determinante ha sido la ralentización del aumento de los rendimientos en la producción de cereales que concierne a Europa, pero que también es una consecuencia de la reducción de la inversión en los países en vías de desarrollo.

Otros factores de orden coyuntural que han afectado el nivel de oferta mundial y por lo tanto a los precios de los alimentos han sido:

- Las malas condiciones climatológicas en 2006-2007 han causado malas cosechas, por ejemplo en Australia. Estos efectos coyunturales pueden ser la señal de un cambio climático que amenaza a corto o medio plazo con incrementar la volatilidad de la producción agrícola a causa de fenómenos meteorológicos extremos y, a largo plazo, tener una incidencia negativa sobre la oferta como consecuencia de la reducción de la superficie cultivable.
- El bajo nivel de los *stocks* internacionales, fundamentalmente de cereales, ha impedido compensar las penurias y amortiguar la explosión de los precios por almacenamientos insuficientes.
- Un cierto número de países productores han impuesto restricciones a la exportación con el fin de evitar penurias en su mercado interior, lo que ha incrementado las tensiones de los mercados.
- Es también cierto que la especulación financiera ha tenido repercusiones sobre los precios agrícolas. Estas actividades han acentuado la fluctuación de los precios y la volatilidad de los mercados de futuros. Su influencia en el largo plazo es todavía difícil de valorar.

Los últimos datos señalan un cierto retroceso en los precios y seguramente seguirán una moderada evolución en el futuro más próximo. Sin embargo, son susceptibles de mantener un nivel superior al pasado, ya que la demanda continúa au-

mentando como consecuencia del crecimiento demográfico y del cambio de los esquemas de consumo en los países emergentes.

CONSECUENCIAS DE LA CRISIS ALIMENTICIA EN LA UE

Estas incidencias están afectando principalmente a los países más pobres, mientras que en la Unión Europea no sólo el aumento de los precios de los productos alimenticios ha afectado negativamente a las familias con rentas bajas, sino que también ha contribuido a aumentar la inflación.

El aumento de los precios de los productos básicos ha contribuido a la subida de la inflación global y de los alimentos. Los datos aportados por la Comisión Europea señalan que la inflación global de la UE pasó de un 1,9% en agosto de 2007 a un 3,8 % en marzo de 2008. La inflación de los alimentos pasó de un 2,7% a un 6,9%, mientras que la energía lo hacía de un 0,6% a un 10,9%.

El aumento de los precios de los productos básicos ha contribuido a la subida de la inflación global y de los alimentos

Sin embargo, la repercusión sobre los precios al consumo en la UE se ha visto limitada por tres factores:

- La apreciación del euro.
- El descenso de la parte de las materias primas en los costes de producción de alimentos en comparación con los costes de la energía y laborales (el coste del trigo en la elaboración de pan sólo representa el 5% de los costes totales de producción, mientras que los principales costes son los laborales, la energía y el capital).
- La baja proporción que ocupan los alimentos en el gasto doméstico total (un hogar medio en la UE-27 gasta alrededor del 14% de sus ingresos en alimentación).

Los alimentos transformados (pan, leche o queso) registraron una mayor inflación que los alimentos sin transformar (frutas y vegetales). En los primeros la inflación pasó del 2,3% al 9,4% entre julio 2007 y marzo 2008, mientras que los segundos la inflación pasaba tan sólo del 2,6% al 4,2% en el mismo periodo. La razón estriba en que los alimentos no transformados prácticamente no han experimentado subidas de precios.



Las diferentes estructuras de mercado, los hábitos de consumo, los niveles de ingresos y el gasto doméstico en alimentos han influido notablemente en que el impacto de las subidas de precios de los alimentos se haya notado de forma diferente según los Estados miembros y las capas de la sociedad de cada Estado miembro. La Comisión Europea señala que, en la UE-15, las subidas de los precios de los alimentos se situaron entre el 5% y el 7%, mientras que en los nuevos Estados miembros fueron mucho mayores (Bulgaria el 21,8% o Estonia el 17%). Esta situación es consecuencia del diferente peso que la alimentación supone en el gasto de los hogares entre los dos grupos de países. En la UE el porcentaje de gasto va del 9% en el Reino Unido al 41,9% en Rumanía. La misma diferencia se observa entre las capas sociales con más recursos y las más vulnerables.

En lo concerniente a los agricultores, los cultivadores han sacado provecho de los precios de los cereales, mientras que los ganaderos, quienes dependen de los cereales y de los oleaginosos para la alimentación de los animales, han estado sometidos a fuertes presiones.

La UE ha tomado medidas, tanto internas como a nivel internacional, para enfrentarse a los problemas que emanan de la actual situación de los mercados agroalimentarios.



La Comunicación de la Comisión de 20 de mayo de 2008 señala tres líneas complementarias de intervención:

- Acciones destinadas a luchar a corto plazo contra los efectos del aumento de los precios de los alimentos.
- Acciones para incrementar el suministro agrícola y garantizar la seguridad alimenticia a medio y largo plazo.
- Acciones para contribuir a los esfuerzos a nivel mundial para hacer frente a los efectos del alza de precios en las poblaciones pobres.

Con el fin de atenuar los incrementos de los precios de los productos alimenticios se han tomado, **a corto plazo**, un cierto número de medidas:

- Vigilar la evolución de los precios.
- Adaptar la Política Agrícola Común (PAC).
 - El Consejo decidió en septiembre de 2007 la suspensión del régimen obligatorio de puesta en barbecho (10% de las tierras de labor), cuyo objetivo era el de limitar la producción, que permitirá el aumento de la superficie cultivable a partir de 2008.
 - El potencial de producción lechera ha sido reforzado gracias al aumento de las cuotas lecheras (2% a partir de 2008).

- Los *stocks* comunitarios de intervención, es decir los *stocks* establecidos para sostener la actividad agrícola en la UE manteniendo los precios, han sido desbloqueados.
- Las restituciones a la exportación han sido sensiblemente reducidas.
- Los derechos de importación han sido suspendidos para casi todos los cereales.

- Actuar a favor de las personas más necesitadas. El actual programa de ayuda alimenticia iniciado en 1987 ofrece anualmente más de 300 millones de euros a 13 millones de beneficiarios repartidos en 19 Estados miembros.
- Investigar el funcionamiento de la cadena de suministro alimenticia. Este trabajo contribuirá, en particular, al seguimiento del sector minorista.
- Análisis de las inversiones especulativas. La Comisión quiere vigilar estrechamente las actividades de los inversores especulativos en los mercados financieros relacionados con los productos básicos y su impacto sobre los movimientos de precios.

A medio y largo plazo, la UE también tomará medidas que puedan influir en el tema de los precios agroalimentarios:

- Continuará la orientación de la producción agrícola hacia las necesidades de los mercados que le permita una mejor adaptación a la evolución de la demanda. Hacia este objetivo se dirige la revisión en curso de la PAC, que ha tomado el nombre de “chequeo médico de la PAC”.
 - Con el fin de promover la oferta de productos agrícolas y de garantizar la seguridad alimenticia, el “chequeo médico” incluye igualmente el examen de las medidas antes citadas (suspensión del barbecho y de las cuotas lecheras), así como la eliminación de las primas actualmente acordadas hacia los cultivos energéticos.
 - La producción de estos cultivos debe ser compatible con la producción agrícola destinada a la alimentación humana y animal. En este contexto, el desarrollo de los biocarburantes de segunda generación, fabricados a partir de subproductos agrícolas y que, en consecuencia, no entran en competencia con la producción alimenticia, abre nuevas perspectivas prometedoras.

- Debe ponerse mayor énfasis en la investigación e innovación en el sector agrícola con el fin de mejorar su productividad y su eficacia energética.

Finalmente, la Comunicación de la Comisión señala la necesidad de llevar a cabo las siguientes acciones para hacer frente a los efectos de la crisis a nivel internacional:

- Seguir fomentando una política de libre cambio y trabajar para una rápida conclusión del Programa de Doha para el desarrollo.
- Estar preparado para mantener los compromisos humanitarios de la UE y reforzar la contribución de la UE a los esfuerzos desplegados a escala mundial para contrarrestar los efectos de la crisis en las poblaciones pobres. La Comisión ha movilizado, hasta ahora, más de 350 millones de euros a favor de la ayuda a corto plazo y está estudiando la manera de recoger fondos suplementarios para contribuir a las iniciativas previstas por las organizaciones internacionales.
- Apoyar las respuestas estructurales a medio y más largo plazo a través de la política de desarrollo de la UE.
- Revisión de la Estrategia Europea de Seguridad de 2003 ya que, como señala la Comisión, si las alzas de precios de los alimentos y de los productos básicos perduran, po-

dría tener repercusiones sobre la seguridad tanto mundial como de la UE.

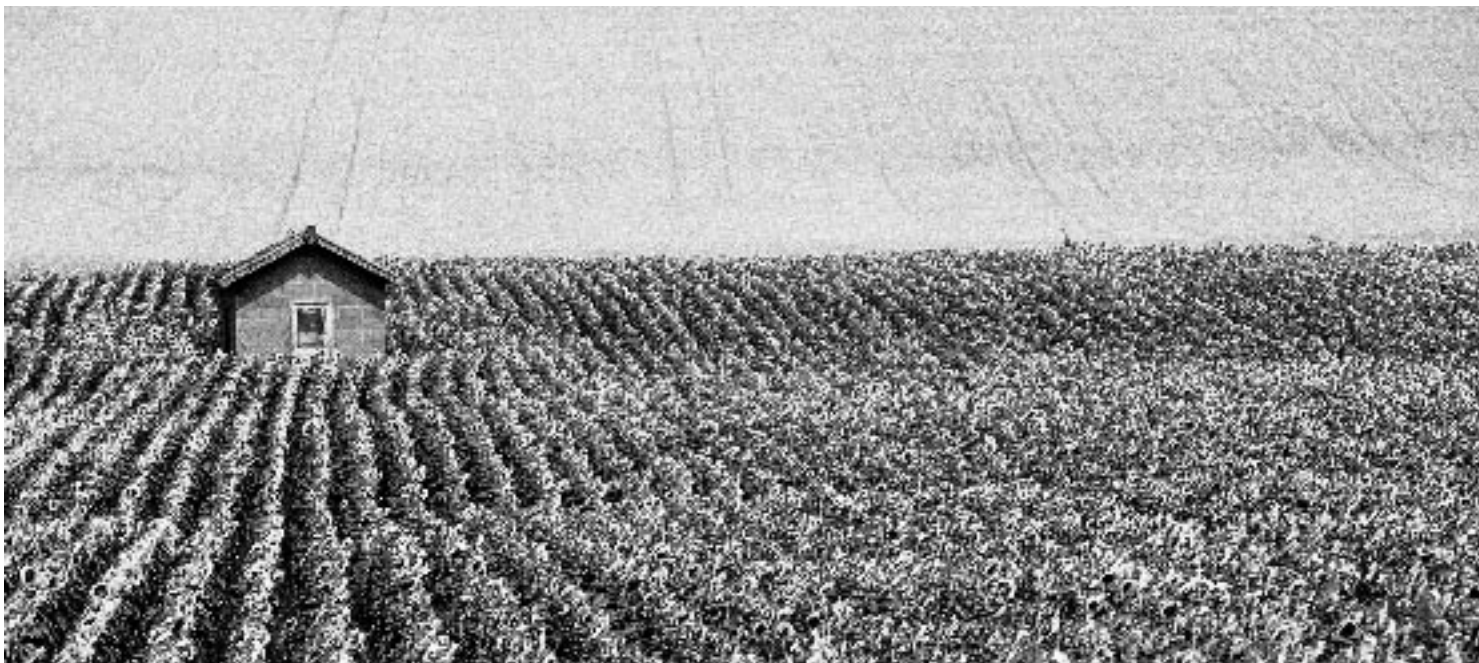
RESPUESTA DE LA COMISIÓN

EUROPEA: EL “CHEQUEO MÉDICO”

Las reformas de 2003/2004 han transformado la PAC al introducir los pagos directos disociados a través del régimen de pago único en la mayor parte de sectores del primer pilar de la PAC y al reforzar el desarrollo rural como segundo pilar de esta política.

La política europea de desarrollo rural desempeña un papel importante, junto con las medidas de ayuda a los mercados agrarios, en la cohesión territorial, económica y social. Los principios de esa política son el reconocimiento de papel plurifuncional de la agricultura, la mejora de la competitividad, la consideración de las cuestiones medioambientales, la diversificación de las actividades económicas y la conservación del patrimonio rural y el impulso del crecimiento económico, el empleo y la innovación en las zonas rurales.

Las reformas de 2003/2004 han transformado la PAC al introducir los pagos directos disociados a través del régimen de pago único en la mayor parte de sectores del primer pilar de la PAC y al reforzar el desarrollo rural como segundo pilar de esta política





Estas reformas están dando los resultados esperados al poner fin a las ayudas a la producción, que habían sido consideradas como las principales culpables de los excedentes del pasado.

Pero la necesidad de seguir avanzando es inevitable, ya que en la reforma de 2003 no fue posible alcanzar el consenso en todos los elementos de la reforma. Por este motivo se previeron cláusulas de revisión que pudieran abrir el camino a adaptaciones posteriores en función de la evolución del mercado o de otros elementos.

La Comisión Europea adoptó el 20 de noviembre de 2007 una Comunicación con el título "Preparándose para el 'chequeo' de la reforma de la PAC" con el objetivo de evaluar la aplicación de la reforma de la PAC de 2003 por un lado y, por el otro, aplicar al proceso de reforma los ajustes que se consideren necesarios para simplificar esta política, de modo que se puedan aprovechar las nuevas oportunidades del mercado y hacer frente a las nuevas dificultades. Se trata de dar respuesta a tres grandes cuestiones:

- Cómo simplificar y hacer más eficaz el sistema de ayudas directas.

- Cómo asegurar, en el actual contexto mundial, la adecuación de instrumentos de apoyo del mercado concebidos en su origen para una comunidad de seis Estados miembros.

- Cómo afrontar los actuales desafíos, tales como el cambio climático, los biocarburantes, la gestión del agua y la preservación de la biodiversidad.

Con esta Comunicación la Comisión abría una amplia consulta de seis meses de duración, antes de establecer las propuestas legislativas que deberán ser aprobadas por los ministros de Agricultura de los 27 Estados miembros en noviembre de 2008.

OBJETIVOS DEL "CHEQUEO"

En la Comunicación mencionada la Comisión analiza las propuestas que somete a la opinión de los sectores interesados y que deben dar respuesta a las cuestiones antes planteadas.

- Evaluar la aplicación del régimen de pago único y simplificarlo.

La Comisión propone abandonar el régimen de pago único (RPU) calculado sobre la base de rendimientos históricos o

regionales y sustituirlo por un sistema basado en un tipo de pago más global que, sin alterar la estructura fundamental del sistema, confiera más eficacia, eficiencia y sencillez a dicho régimen.

La experiencia demuestra que el régimen de pago único (RPU) ha contribuido a reducir los gastos administrativos y públicos innecesarios, a mejorar la aceptación de la PAC por parte de los ciudadanos y a mejorar su competitividad, pero todavía es posible lograr una mayor simplificación, sobre todo en lo tocante a la condicionalidad y a la ayuda parcialmente vinculada a la producción existente:

- Revisar el ámbito de aplicación de la condicionalidad. La reforma de la PAC de 2003 incorporó la condicionalidad en la ayuda única por explotación, lo que supone que este tipo de ayuda está supeditada a normas en materia de medio ambiente, seguridad alimenticia y bienestar de los animales, así como al mantenimiento de las explotaciones en buenas condiciones agrícolas y medioambientales.

A pesar de que este sistema ha permitido reducir los pagos a los agricultores que incumplían las normas de la UE relativas a la actividad agrícola, la experiencia ha demostrado la necesidad de simplificar este sistema, ya que los controles son hoy objeto de un procedimiento legislativo apropiado.

- El alcance de las reformas llevadas a cabo hace que las ayudas parcialmente vinculadas a la producción sean cada vez menos pertinentes. La disociación total permite a los productores mantener, e incluso mejorar, su situación gracias a la flexibilidad de la producción y, por otra parte, elimina la complejidad y los costes administrativos inherentes a la coexistencia de los dos sistemas. No obstante, se considera que algunas ayudas parcialmente acopladas pueden jugar un papel en algunas regiones en donde la producción es relativamente pequeña pero reviste una particular importancia desde el punto de vista económico y medioambiental.

Teniendo en cuenta lo anterior deberían acomodarse esos sistemas a los principios de reforma de la PAC de 2003, suprimiendo las ayudas vinculadas a la producción aún existentes e incluirlas en el régimen de pago único. Se podría mantener la excepción de las primas por vacas nodrizas y por carne de ovino y caprino.

La introducción del régimen de pago único (RPU) ha mejorado la transparencia de su distribución poniendo en evidencia situaciones difícilmente justificables, como la recepción de ayudas por propietarios de grandes explotaciones (conocidos son los casos de la reina de Inglaterra o el de duquesa de Alba).

- Mejorar la orientación al mercado y adaptarlos a la nueva realidad de la UE-27.

La Comunicación de la Comisión se plantea, en primer lugar, si los mecanismos comunitarios de intervención deben recuperar su finalidad inicial, es decir, servir como red de seguridad y utilizarlos sin recurrir a las ventas subvencionadas.

Por otra parte, la Comisión decidirá nuevas medidas una vez analizada la situación actual del mercado y determinará si esta es una consecuencia de las malas cosechas de 2006/2007 o es indicativa de tendencias a más largo plazo susceptibles de crear una presión en los mercados agrícolas y en la situación de la oferta:





• **Intervención en el sector de los cereales**

Tras la decisión del Consejo de 2007, la Comisión se está planteando la posibilidad de suprimir el mecanismo de intervención en el sector de los cereales, teniendo en cuenta los mercados en expansión de los biocarburantes y la incidencia potencial del aumento de la demanda de cereales.

• **Retirada de tierras**

La retirada de tierras se estableció para reducir la producción de cereales y permitir que el sector se adaptara a las condiciones del mercado mundial. Esta función está hoy en entredicho. La actual situación de la demanda y de la oferta de cereales en los mercados mundiales y las consecuencias de la misma vinculadas a los biocarburantes hacen necesario replantear las medidas en favor de la movilización de tierras. No obstante, será necesario adoptar nuevas medidas dirigidas a mantener los beneficios medioambientales que este régimen ha aportado.

• **Cuotas lecheras**

Las reformas previstas para la PAC establecen la supresión en 2015 de las cuotas lecheras que se establecieron en 1984 como reacción a los excedentes de producción. Sin embargo, hoy ya se observa que las razones que justificaban la existencia de cuotas de producción lechera han dejado de ser válidas. En la actualidad se observa, tanto en el mercado interior como en el exterior, un aumento de la producción de productos de alto valor (quesos y productos lácteos frescos) a precios elevados y, en consecuencia, un menor recurso a la intervención.

Por consiguiente el “chequeo” deberá contemplar los aumentos de cuotas necesarios para preparar un aterrizaje suave a partir de 2015 y determinar las modificaciones necesarias de otros instrumentos de la política lechera, con objeto de facilitar esta transición y proponer medidas que atenúen los efectos negativos que esta medida pueda acarrear para algunas regiones de montaña que dependen especialmente de la producción lechera.

■ **Responder a nuevos desafíos**

La Comunicación de la Comisión examina cómo debe afrontar la política agrícola los nuevos desafíos y cómo aprovechar las oportunidades que se le presentan a la agricultura europea. La Comisión señala especialmente la gestión de riesgos de producción, la lucha contra el cambio climático, una gestión más eficiente del agua, la optimización de las oportunidades que ofrecen las energías biológicas y la preservación de la biodiversidad como los principales retos y oportunidades a los que se debe hacer frente.

Teniendo presente el límite presupuestario que ha impuesto la PAC hasta 2013, la única financiación complementaria que podrá obtenerse para desarrollo rural será la procedente del aumento de la modulación obligatoria¹.

La financiación complementaria es necesaria para potenciar los esfuerzos vinculados con las prioridades de la UE en los ámbitos del cambio climático, la energía renovable, la gestión del agua y la biodiversidad. Existe total convicción entre los diferentes interlocutores de que los agricultores deben seguir percibiendo ayudas en el futuro con el fin de compensar las diferencias de coste que supone el respeto a las normas medioambientales en un mercado de competencia global:

• **Gestión de riesgos**

Las ayudas disociadas a los productores les permiten adaptarse mejor a los riesgos esperados reorientando su producción hacia mercados más rentables. La disociación también permite a los productores atenuar los riesgos inesperados.

No obstante, los cambios de los instrumentos tradicionales del mercado y la transición hacia ayudas directas a los productores han originado un debate sobre las diferentes maneras de gestionar los riesgos.

⁽¹⁾ La modulación es una vía de transferencia presupuestaria, la cual aplica una reducción porcentual a los precios agrícolas directos (pilar I), y los recursos presupuestarios así liberados se destinan a mediadas de desarrollo rural (pilar II).

Sin embargo, según los análisis de la Comisión Europea y de la opinión de los expertos se deduce que la lista de riesgos y su alcance varían y que existen tantas incertidumbres que, mientras la intervención siga siendo una red de seguridad, no sería apropiada una solución a escala europea. Además conviene incitar a los Estados miembros a utilizar instrumentos de desarrollo rural, ya que es precisamente este segundo pilar el más adecuado para ofrecer soluciones adaptadas. Sin embargo, teniendo en cuenta que no todos los Estados miembros, ni todos los sectores, se enfrentan a los mismos riesgos del mercado o climáticos, es preferible que sean los propios Estados miembros, regiones o agrupaciones de productores quienes, a través de las medidas del segundo pilar, evalúen sus propios riesgos y las soluciones que consideren más adecuadas.

Por consiguiente, con ocasión del “chequeo”, sería conveniente ampliar la utilización de una parte de los medios obtenidos gracias a la modulación a favor de las medidas de gestión de riesgos y examinar, caso por caso, la necesidad de medidas adicionales en los futuros ajustes de los mecanismos de mercado para llevar a cabo más adelante un análisis más general de la gestión de riesgos para después del 2013.

• **Cambio climático, bioenergías, gestión del agua y biodiversidad**

De los tres desafíos enunciados en el titular, el cambio climático reviste una importancia capital, ya que influye en la evolución de las otras áreas.

El clima y la energía son asuntos que revisten la máxima prioridad ya que la UE ha tomado la iniciativa de crear una

economía mundial con bajas emisiones de carbono. A pesar de los esfuerzos realizados por los agricultores europeos para atenuar los efectos del cambio climático, la agricultura de la UE está muy expuesta al cambio climático, lo que hace imprescindible mejorar las medidas de adaptación.

En marzo de 2007, los líderes de la UE respaldaron las propuestas de la Comisión de reducir las emisiones de CO2 en al menos un 20% antes de 2020 y fijar en el 20% el objetivo obligatorio que debe alcanzarse en lo tocante a la utilización de fuentes de energía renovable, incluido el 10% que deben representar los biocombustibles dentro del consumo de gasolina y gasóleo.

La agricultura y la silvicultura pueden contribuir de manera decisiva aportando las materias primas necesarias para la producción de bioenergía y ayudando a capturar carbono y a seguir reduciendo las emisiones de gases de efecto invernadero. No obstante, la vocación principal de la agricultura europea deberá seguir siendo la producción de alimentos destinados al consumo humano y animal.

En relación a la escasez de agua, es esencial que la agricultura europea adopte una gestión sostenible del agua y evitar de esta manera presiones sobre la cantidad y la calidad del agua disponible para la agricultura. Los objetivos de la UE en relación con la política hídrica se establecen en la Directiva marco sobre el agua, que empezará a aplicarse en el periodo 2010-2012.

Frenar el deterioro de la biodiversidad sigue siendo un desafío trascendental. Y aunque existe un acuerdo entre

PERSPECTIVAS FINANCIERAS 2007-2013

| CRÉDITOS DE COMPROMISO | TOTAL 2007-2013 | PORCENTAJE DEL TOTAL |
|---|---------------------|----------------------|
| 1. Crecimiento sostenible | 383.591..... | 44,4% |
| 2. Conservación y gestión de los recursos naturales | 369.837..... | 42,8% |
| 3. Ciudadanía, libertad, seguridad y justicia | 10.770..... | 1,2% |
| 4. La UE como socio mundial..... | 49.463..... | 5,7% |
| 5. Administración | 49.800..... | 5,8% |
| 6. Compensaciones | 800..... | 0,1% |
| Total créditos de compromiso | 864.261..... | 100% |

FUENTE: Comisión Europea.

los Estados miembros para poner fin a la pérdida de biodiversidad para 2010, es poco probable que se alcance este objetivo.

• **Desarrollo rural: reforzar el segundo pilar**

Los nuevos desafíos que se desprenden de las cuestiones planteadas hace necesario el refuerzo del segundo pilar, especialmente si tenemos en cuenta las limitaciones presupuestarias a las que se enfrentan los Estados miembros como consecuencia de la decisión sobre Perspectivas financieras 2007-2013, en la que se establecía un recorte de las ayudas al desarrollo rural. Este refuerzo también es necesario para responder a la necesidad de aumentar las acciones en el ámbito de la innovación y de la productividad.

Dado que el presupuesto de la PAC ya está fijado hasta 2013, el aumento de los fondos dedicados al desarrollo

rural sólo puede efectuarse a través de la cofinanciación, aumentando la modulación obligatoria. Tal decisión deberá respetar la distribución entre Estados miembros de los fondos procedentes de la modulación y tener en cuenta las normas existentes.

“CHEQUEO” DE LA PAC: EL NUEVO REGLAMENTO

Los objetivos principales expuestos en la Comunicación de la Comisión “Preparar el ‘chequeo’ de la reforma de la PAC” que se han analizado en el apartado anterior reflejan el marcado cambio de orientación de la PAC. Además, esta Comunicación afirma que para que la PAC siga siendo una política del presente y del futuro debe ser capaz de evaluar sus instrumentos, determinar su buen funcionamiento, definir las adaptaciones necesarias para cumplir sus objetivos y adaptarse a nuevos desafíos. Con arreglo a estas indicaciones, la Comisión elaboró unas propuestas normativas complementadas con una evaluación del impacto del “chequeo” de la PAC, en las que se tuvo en cuenta el resultado de una consulta realizada a un amplio conjunto de interesados.

Esta Comunicación afirma que para que la PAC siga siendo una política del presente y del futuro debe ser capaz de evaluar sus instrumentos, determinar su buen funcionamiento, definir las adaptaciones necesarias para cumplir sus objetivos y adaptarse a nuevos desafíos

Estas propuestas, sin constituir una reforma fundamental, son una contribución a las evoluciones futuras de la PAC que sean coherentes con el objetivo global de la Comisión y con los requisitos de los Tratados de promover un sector agrícola sostenible y orientado al mercado.

El pasado 20 de mayo de 2008, la Comisión Europea presentó una “Propuesta de Reglamento del Consejo por el que se establecen disposiciones comunes aplicables a los regímenes de ayuda directa a los agricultores en el marco de la Política Agrícola Común y se instauran determinados regímenes de ayuda a los agricultores”. Se trata de la respuesta de la Comisión al debate llevado a cabo en los últimos 5 meses.

El pasado día 18 de noviembre de 2008, el Consejo Europeo de Agricultura y Pesca reunido en Bruselas adoptó el texto definitivo de la reforma que deberá entrar en vigor en los plazos establecidos en el mismo.



El Consejo Europeo de Agricultura y Pesca reunido en Bruselas adoptó el texto definitivo de la reforma

Las principales decisiones adoptadas son las siguientes:

■ Régimen de pago único (RPU) y régimen de pago único por superficie

• Simplificación

Con la reforma de 2003, la PAC emprendió el camino de la simplificación transformando en pago único la mayor parte de los pagos a los agricultores y adoptando la organización común de mercados única en 2007. El nuevo texto legislativo amplía la simplificación en lo relativo a la condicionalidad y a la ayuda parcialmente vinculada a la producción existente.

- Condicionalidad:

La ayuda a los agricultores está supeditada al cumplimiento de normas en los ámbitos del medio ambiente, el bienestar animal y la calidad de los alimentos. Los agricultores que no se atienen a las normas se exponen a una reducción de las ayudas. Este sistema, denominado “condicionalidad”, se simplifica mediante la supresión de normas consideradas no pertinentes ni vinculadas a la responsabilidad de los agricultores. Se añaden nuevas exigencias para preservar los beneficios medioambientales de la retirada de tierras de la producción y mejorar la gestión del agua.

La fecha de aplicación de ciertas exigencias de la condicionalidad (bienestar animal) se ha aplazado para los Estados adheridos en 2004 hasta el 1 de enero de 2013 y para el 2016 en el caso de Rumanía y Bulgaria.

- Ayuda vinculada parcialmente a la producción.

Disociación de la ayuda:

La anterior reforma de la PAC introdujo la “disociación” de los pagos directos a los agricultores, es decir, los pagos dejaban de estar vinculados a la producción de un producto concreto. Sin embargo, algunos Estados miembros decidieron mantener algunos pagos “asociados”, o sea, vinculados a la producción.

Una serie de pequeños regímenes de ayuda se disociará (entre 2010 y 2012) y se integrará en el RPU. Esto afectará al cáñamo, los forrajes desecados, las proteaginosas, los

frutos de cáscara, el arroz, las patatas de fécula y las fibras largas de lino.

• Abandono progresivo de los pagos “históricos”

En algunos Estados miembros, los agricultores reciben ayudas cuyo importe se calcula sobre la base de la ayuda de la que se beneficiaron durante un periodo de referencia. En otros Estados, estos pagos se calculan sobre una base regional, por hectárea. Con el tiempo, el modelo “histórico” es cada vez más difícil de justificar, dado que el modelo regional proporciona una ayuda más justa a los agricultores, ya que se refiere a producciones actuales y no a las pasadas. Por este motivo, el nuevo Reglamento establece que los Estados miembros puedan adoptar un sistema de pago único sobre base regional que confiere más eficacia, eficiencia y sencillez a dicho régimen.

• Asistencia a los sectores con problemas específicos (revisión del artículo 69 del Reglamento (CE) nº 1782/2003)

Actualmente, los Estados miembros pueden conservar, por sector, un 10% de sus límites presupuestarios nacionales para pagos directos y destinar esta suma, en el sector en cuestión, a medidas medioambientales o a la mejora de la calidad y la comercialización de los productos.

Con el nuevo Reglamento este recurso se establece en el 3,5% de los límites presupuestarios nacionales.

El recurso a este nuevo artículo deberá someterse a las siguientes normas:

- No se autorizará el apoyo a ciertos tipos de agricultura importante para la protección o mejora del medio ambiente si no se respetan las exigencias a los pagos agroambientales.

- El apoyo a la mejora de la calidad exigirá el respeto de las reglas aplicables a las especialidades garantizadas tradicionalmente, a la protección de las indicaciones geográficas y denominaciones de origen, a la producción biológica, así como a las normas de comercialización y condiciones aplicables a la producción.

- El apoyo a la mejora de la comercialización de los productos agrícolas no se autorizará si no se respetan ciertos dispositivos que conciernen a las acciones de información y promoción.

- El apoyo a favor del medio ambiente, de la calidad y de la comercialización se limitará a la cobertura de los costes suplementarios o a la reducción de ingresos.

El apoyo de los Estados miembros podrá igualmente tomar la forma de una contribución financiera para el pago de la primas de seguros para la cosechas, animales o vegetales, cubriendo las pérdidas económicas causadas por fenómenos climáticos adversos y enfermedades o infecciones parasitarias o la de contribuciones para fondos mutualistas en caso de enfermedades de los animales o vegetales.

• **Modulación. Transferencia de fondos de la ayuda directa al desarrollo rural**

Como se comentó en apartados anteriores, la modulación es una vía de transferencia presupuestaria mediante la cual se aplica una reducción porcentual a los pagos agrícolas directos (pilar I) y los recursos presupuestarios así liberados se destinan a medidas de desarrollo rural (pilar II).

Con la reforma de 2003 se acordó aplicar a todos los Estados miembros de la UE-15 una modulación obligatoria que inicialmente se fijó en el 3% en 2005, el 4% en 2006 y el 5% a partir de 2007. Asimismo, se fijó un umbral de 5.000 euros por debajo del cual no se aplica ninguna reducción a los pagos directos.

El nuevo reglamento mantiene el umbral en 5.000 euros y establece un tipo de modulación progresiva tal como muestra el siguiente cuadro.

Además, una modulación progresiva del 4% se añadirá a partir del año presupuestario 2010 para los importes de más de 300.000 euros.

Los fondos obtenidos de este modo podrán ser utilizados por los Estados miembros para reforzar los programas en materia de cambio climático, energías renovables, gestión del agua y biodiversidad.

| MODULACIÓN ADICIONAL | AÑOS PRESUPUESTARIOS | | | |
|----------------------|----------------------|--------|--------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Tipo | 5+2=7% | 7+1=8% | 8+1=9% | 9+1=10% |

• **Limitación de los pagos**

Casi la mitad de los beneficiarios de los pagos directos totales reciben menos de 500 euros. En algunos Estados miembros estos pagos alcanzan un valor que es inferior al coste administrativo de su gestión.

Con el fin de simplificar y reducir los gastos de gestión de los pagos directos, se establece que los Estados miembros no efectuarán pagos inferiores a 100 euros por explotación, o por una superficie mínima de 1 hectárea, o ambos. Los Estados miembros podrán establecer umbrales según un escalado. En el caso de España el umbral se establece en 300 euros y/o 2 hectáreas.

■ **Organización común de mercados**

• **Mecanismos de intervención en el mercado**

Las medidas relativas al abastecimiento de los mercados no deberían frenar la capacidad de respuesta de los agricultores ante las señales del mercado.

Las medidas en el sector lácteo se mantendrán de manera simplificada, las cantidades máximas serán de 30.000 toneladas para la mantequilla y 109.000 toneladas para la leche en polvo descremada.

En lo concerniente al trigo blando, la intervención se efectuará del 1 de noviembre al 30 de mayo a un precio de intervención de 101,31 euros por tonelada para una cantidad máxima de 3 millones de toneladas.

Se mantiene el mecanismo de intervención, con umbral cero, como instrumento de gestión de mercados para el trigo duro, el arroz, la cebada y el sorgo.

• **Supresión de la retirada de tierras**

Se suprime la obligación de los productores de cultivos herbáceos de mantener un 10% de sus tierras en barbecho. Esta medida les permitirá maximizar su potencial de producción.

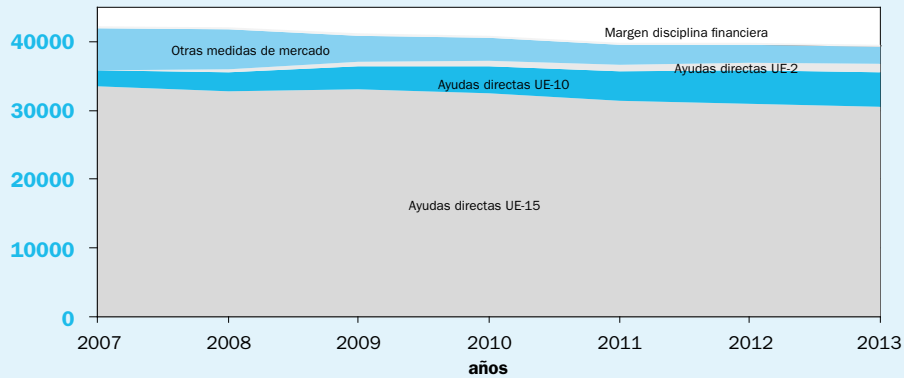
No obstante, atendiendo a las propuestas de condicionalidad y desarrollo rural, se facilitan a los Estados miembros los instrumentos apropiados para garantizar el mantenimiento de las ventajas medioambientales que reporta actualmente la retirada de tierras.

• **Supresión gradual de las cuotas de producción lechera**

Las cuotas de producción lechera desaparecerán completamente en abril de 2015. De ello se desprende que un aumen-

MARCO FINANCIERO

En millones de euros, precios 2004



FUENTE: Comisión Europea.

to gradual de las cuotas es la mejor solución para preparar el terreno para un aterrizaje suave del sector de aquí a la expiración de las cuotas. Para garantizar un “aterrizaje suave”, se han aprobado cinco aumentos de las cuotas anuales del 1% entre las campañas 2009/10 y 2013/14.

Se espera que la eliminación gradual de las cuotas lácteas produzca un aumento de la producción, un descenso de los precios y un aumento de la competitividad del sector.

NUEVOS PROBLEMAS Y POLÍTICA DE DESARROLLO RURAL

En los comentarios a la Comunicación de la Comisión del pasado mes de noviembre se hacía referencia a la importancia de adecuar la PAC para afrontar los retos de futuro. El “chequeo” se presenta con una ambición superior a una simple puesta al día de las reformas emprendidas con anterioridad.

Europa debe mantener con vida a sus pueblos, a su población rural. La UE tiene el deber de poner en marcha una política de desarrollo rural sostenible. Es por este motivo que la Comisión ha considerado el desarrollo rural como el instrumento prioritario de esta acción.

Sin embargo, conociendo el límite presupuestario impuesto a la PAC hasta 2013, la única financiación complementaria posible para el desarrollo rural será la procedente del aumento de la modulación obligatoria. Esta financiación es necesaria para potenciar los esfuerzos vinculados con las prioridades de la UE en materia de cambio climático, energías renovables, gestión del agua y biodiversidad.

El clima y la energía son asuntos que revisten la máxima prioridad, ya que la UE ha tomado el compromiso de colaborar en crear una economía mundial baja en emisiones de carbono. La agricultura y la silvicultura pueden contribuir de manera decisiva aportando las materias primas necesarias para la producción de bionergía y ayudando a capturar carbono y a seguir reduciendo las emisiones de gases de efecto invernadero; al mismo tiempo, de ellas depende la biodiversidad ecológica de Europa.

En relación con la política hídrica, los objetivos de la UE se establecen en la Directiva marco sobre agua que empezará a aplicarse en el periodo de 2010 a 2012. La gestión del agua forma parte de la estrategia de adaptación para abordar los temas del cambio climático.

La Comisión anima a los Estados miembros a utilizar plenamente la financiación complementaria disponible para el periodo 2010-2013.

La propuesta de Reglamento de la Comisión y su reciente aprobación por el Consejo Europeo de Agricultura y Pesca ha sido ampliamente debatida por todas las instituciones y asociaciones agrícolas europeas. En España ha generado amplias controversias y profundas críticas como puede verse en el resumen de posicionamiento que se presenta a continuación. Sin embargo, la posición de los Estados miembros ha sido unánime a favor del conjunto de las propuestas.

POSICIONAMIENTO DE ORGANIZACIONES E INSTITUCIONES DEL SECTOR AGRARIO

El pasado día 13 de octubre tuvo lugar en Barcelona una Jornada organizada por la Fundació del Món Rural de Catalunya con el fin de reflexionar sobre las causas que han motivado la revisión de la misma y debatir la idoneidad de las propuestas establecidas por la Comisión y que se han presentado en los apartados anteriores.

En la documentación presentada en la Jornada se recogen algunos de los posicionamientos hechos públicos por instituciones y organizaciones agrarias.

■ Ministerio de Medio Ambiente, Medio Rural y Marino.

Su posición ha sido favorable a la revisión ya que adapta la PAC a las circunstancias actuales de la alimentación en el ámbito internacional, la hace más fácil de aplicar y simplifica y mejora su funcionamiento.

■ Departamento de Agricultura, Alimentación y Acción Rural de la Generalitat de Catalunya.

Durante la Jornada intervino el director general de Planificación y Relaciones Agrarias del D.A.R., que expuso amplios reparos a la propuesta de la Comisión:

- Simplificación: mantener la conexión de las ayudas en su nivel actual con el fin de proteger la actividad en determinadas zonas desfavorecidas y en determinados sectores sensibles; asimismo, se mostró favorable a no modificar el modelo histórico como base de cálculo para las ayudas.
- Modulación: contrario a su incremento y a la transferencia de fondos al segundo pilar.
- Contrario a la propuesta de la Comisión en relación con la eliminación de las cuotas lácteas. Propuso su mantenimiento más allá de 2015.
- Reconoció la necesidad de mejorar la eficiencia en el uso y gestión del agua y el papel del sector en la lucha contra el cambio climático y mantenimiento de la biodiversidad, pero señaló que estos retos afectan al conjunto de la sociedad y, en consecuencia, no le corresponde exclusivamente al sector agrario financiar estas acciones.



■ COPA – COGECA (Comitè de les Organitzacions Professionals

Agràries – Comitè General del Cooperativisme Agrari de la UE).

Fundamentalmente critican dos aspectos:

- Contrarios al traslado de los recursos destinados a apoyar el papel productivo de los agricultores al fomento del desarrollo rural. La prioridad ha de ser que los agricultores puedan optimizar su potencial, cumpliendo a la vez con los requisitos en materia de seguridad alimenticia, protección del medio ambiente y bienestar animal.

■ Unió de Pagesos de Catalunya.

Son contrarios a la reforma. Especialmente son críticos a:

- Desmantelar los mecanismos de gestión del mercado.
- Al desacoplamiento total. Desincentiva la producción agraria, genera especulación con la tierra y provoca un retroceso de la economía en las zonas rurales.
- A la eliminación de las cuotas lácteas.

■ JARC (Joves Agricultors i Ramaders de Catalunya).

En contra de la modulación y del traspaso de fondos hacia el segundo pilar. Considera que no se debe hacer pagar a los agricultores el cambio climático o la pérdida de la biodiversidad. Exige que la modulación revierta en el sector.

■ **ASAJA (Asociación Agraria de Jóvenes Agricultores).**

Crítica la propuesta en su integridad, y particularmente:

- Señala que las medidas propuestas supondrán una reducción de 262 millones de euros en el presupuesto agrario del período 2010-2013.
- La propuesta de modulación ignora la necesaria competitividad del sector.
- El desmantelamiento de los mecanismos de regulación del mercado.
- La propuesta de adaptación del sector lácteo porque no prevé mecanismos de compensación para los ganaderos que invirtieron en la ampliación de la cuota.

■ **COAG (Coordinadora de Organizaciones de Agricultores y Ganaderos).**

- Partidaria de que las ayudas se vinculen a la producción.
- No se han de abandonar los mecanismos reguladores del mercado.
- En contra de las modulaciones si afectan a los titulares que viven de la actividad agraria.
- Los 4 desafíos (cambio climático, energías renovables, gestión del agua y biodiversidad) afectan al conjunto de la sociedad.
- Se han de dotar de un presupuesto adicional, no derivado del presupuesto agrario.
- Contrario a los aumentos indiscriminados de las cuotas lácteas.

■ **UPA (Unión de Pequeños Agricultores y Ganaderos).**

Califica esta reforma como un paso más en el desmantelamiento de la PAC. Fundamenta esta crítica en que:

- La revisión no ayuda a asegurar una estabilidad del sistema alimenticio en la actual coyuntura económica.
- Considera que las medidas previstas provocan que la agricultura española pierda parte de su variedad de cultivos y producciones. Está en contra de:

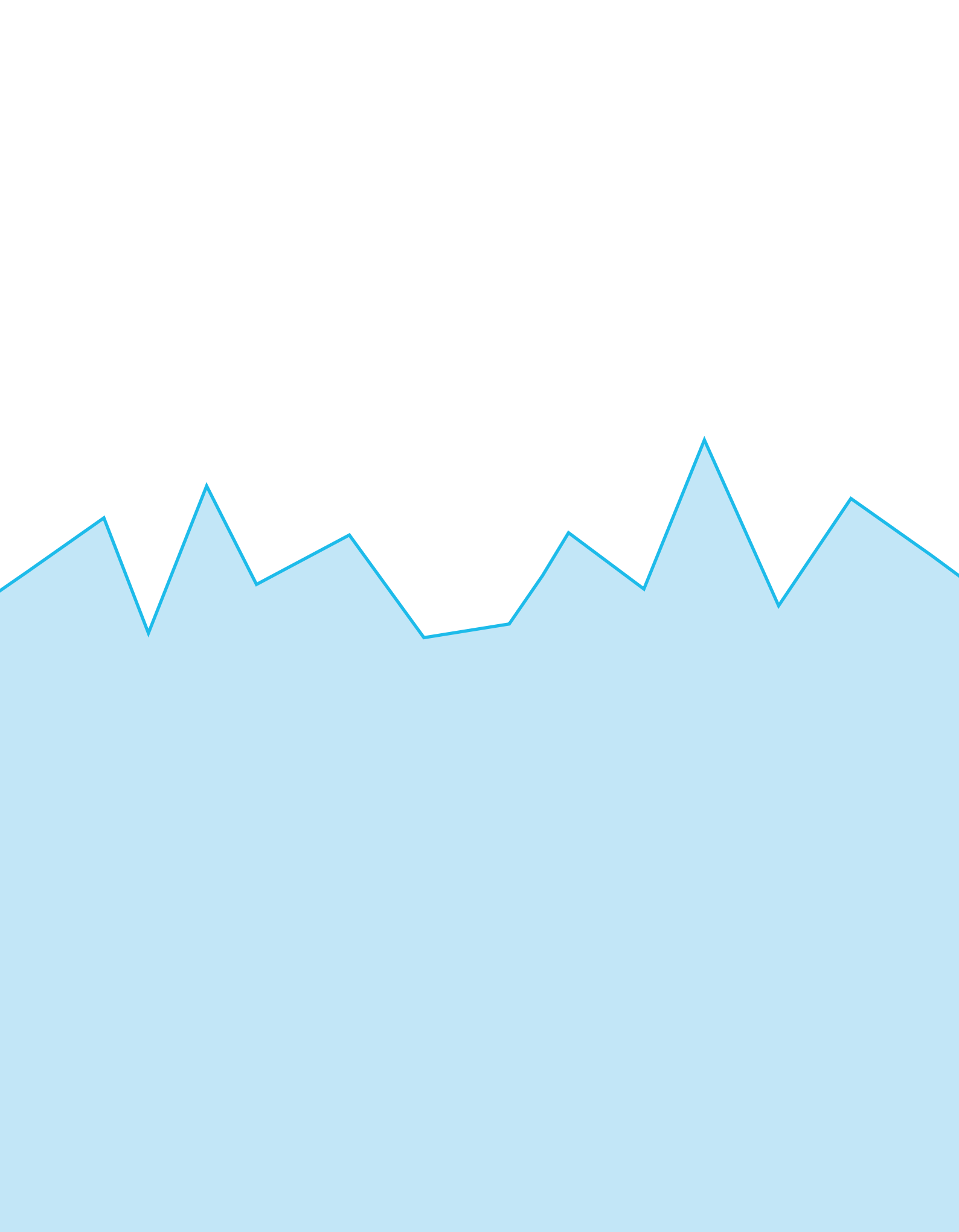
- La supresión de cuotas.
- Eliminación de la retirada de tierras.
- Pérdida de las ayudas específicas.
- Eliminación de los mecanismos de gestión de mercados.

■ **CCAE (Confederació de Cooperatives Agràries d'Espanya).**

Contra la desregularización de los sectores y la eliminación de los mecanismos de intervención de mercados, ya que considera que ello podría acentuar la volatilidad de los precios y poner en peligro los suministros.

- El pago desacoplado debería ser flexible para todos los sectores a criterio de cada Estado miembro.
- Contrarios a un pago único horizontal para cualquier superficie.
- Crítica el aumento de la modulación para financiar la lucha contra el cambio climático y el desarrollo rural.





LECTURAS

Comprender la inmigración

Guillermo de la Dehesa

*La gran apuesta. Globalización
y multinacionales españolas
en América Latina*

Ramón Casilda Béjar (ed.)

Guillermo de la Dehesa

Comprender la inmigración

Alianza Editorial, 2008, 412 págs.

Después de habernos explicado en libros anteriores cómo los movimientos de bienes y servicios y los movimientos de capitales conforman la presente globalización, Guillermo de la Dehesa nos explica en este libro los movimientos del factor trabajo, la emigración, en un mundo globalizado.

Como en libros anteriores, el autor hace gala de su profunda comprensión de los fenómenos económicos, lo que le permite explicarlos con gran exactitud y claridad. Igualmente hace un amplio despliegue de sus conocimientos de la literatura clásica (del Teorema de Heckscher-Ohlin en adelante) y de la más actual sobre el tema, insistiendo en los estudios empíricos que tratan de verificar o rechazar las hipótesis y teorías que se formulan sobre los fenómenos de la emigración.

En realidad Guillermo de la Dehesa escribe para dos tipos de lectores diferentes: para un público culto, normalmente profesionales interesados en los fenómenos económicos actuales, y para el mundo académico, que tanto valora los conocimientos de la literatura relevante al tema, sobre todo los estudios econométricos, sin los cuales la “ciencia humilde” parece más humilde todavía. Así resultan libros con un estilo dual, con páginas que discurren suavemente con una lógica compacta y una secuencia continua, que incitan a seguir leyendo, y otras páginas con un estilo propio de los “surveys de teoría económica”, que echan para atrás a quienes no tienen tanta curiosidad científica.

El autor escribe para dos tipos de lectores: para un público culto, interesado en los fenómenos económicos actuales, y para el mundo académico

En el caso de *Comprender la inmigración* el estilo dual representa un noble esfuerzo intelectual, cuyo valor real, sin embargo, está limitado por características irracionales del comportamiento humano bajo presión. No cabe duda de que las idas y venidas de los emigrantes tienen un sustrato de racionalidad, que se puede analizar con unos conceptos y una lógica económica, e incluso captarlo en astutos modelos econométricos. Pero sus actos tienen otras dimensiones que la lógica económica no alcanza a comprender, a pesar de Gary Becker y la Escuela de Chicago.

Leyendo las citas y los comentarios que Guillermo de la Dehesa hace a algunos de estos escritos, uno no se puede sustraer a la sensación de que algunos autores exageran en su pretensión de explicar con modelos económicos y estadísticos todos los aspectos del fenómeno migratorio, como si todos los actos y comportamientos de los emigrantes se pudieran explicar con modelos formales. Lo digo, porque creo que el autor hace suya la pretensión de explicar varios hechos y circunstancias de la inmigración con un recurso exclusivo al razonamiento económico: ¿por qué emigran unos ciudadanos y otros no? ¿Por qué algunos emigrantes regresan a su país de origen y otros no? ¿En qué se emplean las remesas que los emigrantes envían a sus parientes? Las respuestas a estas preguntas básicas se pudieran encontrar mejor en estudios de campo y por medio de observaciones directas. Es decir, un método más sociológico o psicosocial.

De hecho se notan las limitaciones del método econométrico en que modelos parecidos obtienen resultados diferentes, aun con las mismas variables, según los datos procesados procedan de observaciones o medidas realizadas en unos países o



en otros, tanto en cuanto a los países de destino como a los de origen. Por ejemplo, un mismo modelo econométrico dará probablemente resultados diferentes si se emplean datos de la inmigración de El Salvador a Estados Unidos que si se emplean datos de emigrantes de Senegal a la Unión Europea. Ahí el primer fenómeno a explicar es el porqué de la diferencia de los datos básicos. Los modelos son válidos a lo más para un determinado conjunto de datos, pero no para otros, por lo que de esa investigación no se pueden sacar conclusiones generales. Esto pasa mucho en todo tipo de investigación, pero en el campo de la emigración es muy notable.

Las idas y venidas de los emigrantes tienen un sustrato de racionalidad que se puede analizar con unos conceptos y lógica económica, pero sus actos tienen también otras dimensiones que dicha lógica no alcanza a comprender

Pero dejando de lado estas disquisiciones metodológicas que no empañan el brillo de esta nueva obra de Guillermo de la Dehesa, vengamos al contenido.

Una característica esencial e importante de este libro es que el autor pone de relieve magistralmente los beneficios que la emigración ha aportado a los países que la han recibido en los siglos XIX y XX y también en el nuestro. Los beneficios se han materializado tanto en países con grandes extensiones de tierra que necesitaban ser pobladas, como Canadá, Estados Unidos, Argentina, Australia y Sudáfrica, como en países densamente poblados, como Alemania, Holanda, Suiza, Francia y el Reino Unido después de la Segunda Guerra Mundial, y como España en el siglo XXI. La emigración es una de los fenómenos más positivos de la globalización, y uno de los que más futuro tiene para traer más justicia, sostenibilidad económica y estabilidad en el mundo. Sus palabras son claras:

“La evidencia empírica disponible demuestra que tanto en la primera ola migratoria como en esta segunda los flujos migratorios han ayudado a reducir la desigualdad en el mundo, a mejorar las rentas de los países de origen y a mejorar la mayoría de las rentas de los países de destino... La emigración ha probado ser, sin duda, el flujo más eficiente para mejorar la distribución de la renta en el mundo, incluso superior a la globalización de los capitales y del comercio internacional” (p.107).

En un capítulo esencial para el mensaje del libro (capítulo 6, “Efectos de la emigración en los países de destino”), el autor procede a examinar los efectos de la emigración en los países de destino, que suelen ser de donde se sacan argumentos para atacar a la emigración. Los principales efectos serían: el impacto sobre los mercados laborales, sobre los presupuestos públicos, sobre si la inmigración puede ser una solución para reducir el envejecimiento de las poblaciones

de los países desarrollados, y sus consecuencias fiscales negativas a largo plazo.

Una característica esencial del libro es que pone de relieve magistralmente los beneficios que la emigración ha aportado a los países que la han recibido en los siglos XIX y XX y también en el nuestro

Los diversos trabajos que cita el autor muestran que el impacto de la inmigración sobre el mercado de trabajo ha sido muy diferenciado según las calificaciones laborales de los inmigrantes y según la fragmentación de los mercados de trabajo en los países de destino. En general se ha observado una pequeña incidencia negativa sobre los salarios de trabajadores no cualificados, sobre todo en mercados laborales flexibles, y una positiva sobre los salarios del trabajo más cualificado. Habrá que estudiar cada caso para poder decir algo más concreto.

El impacto sobre los presupuestos públicos es más bien pequeño y no ofrecen ningún argumento contra la emigración.

“El impacto neto final de la inmigración sobre la balanza fiscal es muy pequeño en relación al total; luego la inmigración no debiera ser considerada ni como una fuente de mayor presión fiscal, ni tampoco como una solución a los problemas fiscales” (p.150).

Los inmigrantes, que son en su mayoría jóvenes en edad de trabajar y rendir, pueden compensar en alguna manera el progresivo e ineluctable envejecimiento de la población europea y norteamericana. Para mantener constantes la tasas de dependencia de 2000, es decir, la proporción de personas trabajando por persona jubilada, que está en torno al 3,5%, la cantidad de inmigrantes netos anuales tendría que ser enorme: 11,8 millones anuales en Estados Unidos, 13,5 millones en la Unión Europea y 10,7 millones en Japón.

“Los niveles de inmigración necesarios para contrarrestar al envejecimiento son tan elevados que están muy por encima de la capacidad social y política de estos países para absorberlos” (p. 152).

Esto no obstante, Guillermo de la Dehesa parece apoyar la conclusión de autores que afirman:

“Los inmigrantes son deseados para mantener la sostenibilidad de los sistemas de pensiones de reparto y de la seguridad social” (p. 171).



Habrà que ver en qué circunstancias esta afirmación puede tener un valor universal.

Las remesas de dinero que los inmigrantes envían a sus familias son tratadas, como no podía ser menos, como un fenómeno estrictamente económico. El autor resalta la importancia de las remesas en los países de origen:

“Lo más importante es que estas remesas a los países en desarrollo suponen más del doble de la ayuda oficial al desarrollo total y dos tercios de la inversión extranjera directa a los países en desarrollo” (p.287).

En este capítulo (capítulo 11) se muestra un gran despliegue de estudios empíricos que dan consistencia científica a las observaciones que cualquiera puede hacer en un país de mucha emigración: las remesas se gastan sobre todo en bienes de consumo durables (casa, muebles, automóviles) y menos durables o fungibles (diversiones, vestidos y alimentos). Las remesas han contribuido poco a aumentar el ahorro y la inversión, teniendo,



por lo tanto, poco efecto en el crecimiento económico y el desarrollo social y humano. Las remesas, sin embargo, solucionan el problema económico de familias pobres, que reciben ese maná de la Western Union (la principal tramitadora de remesas en América Latina). Los ciudadanos pobres se dividen entre los que reciben remesas y los que no las reciben. Estos envidian a los otros y fomentan entre sus hijos la propensión a emigrar para conseguir remesas para la familia. Conseguir remesas para la familia es un motivo potente para la emigración.

Los dos capítulos finales están dedicados a la inmigración en España. Nuestra experiencia ha sido hasta ahora netamente positiva: ha aumentado el número de miembros de la población económicamente activa, ha aumentado la demanda de bienes y servicios, ha mantenido los salarios de algunas categorías de empleo dentro de un crecimiento adaptado a su productividad. En fin, se puede decir que sin los emigrantes la población no habría alcanzado los 46 millones de habitantes que somos, ni el crecimiento sostenido durante el siglo XXI.

El autor señala los tres retos que tienen las políticas de emigración: controlar y ordenar los flujos de entrada, facilitar la adaptación e integración de los inmigrantes a la sociedad y el trato a la inmigración irregular.

Sin los emigrantes, la población española no habría alcanzado los 46 millones de habitantes que somos, ni el crecimiento sostenido durante el siglo XXI

En conjunto, es un libro muy completo, que cubre todos los aspectos relevantes del problema y señala soluciones que se han propuesto, con las que el autor no siempre se identifica. Ahora el reto mayor es el de administrar el fenómeno de la inmigración y sus consecuencias en tiempo de recesión. *Comprender la inmigración* puede ser una contribución valiosa a encontrar respuestas.

Ramón Casilda Béjar (ed.)

La gran apuesta. Globalización y multinacionales españolas en América Latina. Análisis de los protagonistas

Ediciones Granica, 2008, 461 págs.

Dos temas de gran interés nos presenta este libro: la aportación de España al desarrollo actual de Latinoamérica (LA), en cuanto somos el segundo país del mundo y el primero de Europa en el volumen de inversión extranjera directa (IED) y, en segundo lugar, el proceso de transformación de algunas de nuestras grandes empresas en multinacionales, mediante su expansión en distintos países de LA.

Para ello el editor Ramón Casilda, experto conocedor de LA, como atestiguan sus muchas publicaciones, ha sido capaz de reunir y coordinar en las 3 partes de esta publicación el testimonio de los altos ejecutivos de las 11 principales empresas multinacionales españolas, las valoraciones de cualificados representantes de organismos internacionales especializados en los problemas de LA y los análisis de economistas de diversas instituciones españolas y profesores de universidad sobre la génesis y praxis de nuestras multinacionales en LA.

La importancia de esta publicación viene realizada por la presentación que hace de ella el presidente del Gobierno, José Luis Rodríguez Zapatero. A continuación el editor explica el concepto de globalización y expone el desarrollo histórico de la presencia de nuestras empresas en LA y sigue una introducción escrita por el economista Guillermo de la Dehesa, en la que resalta la doble temática de la multinacionalidad de las empresas españolas y su actuación en LA.

Ya en la parte primera, dedicada a los protagonistas de nuestra presencia en los mercados latinoamericanos, el presidente de la CEOE, Gerardo Díaz Ferrán, después de advertir cómo a finales del siglo XX el volumen acumulado de inversión española en el exterior superó al de la inversión extranjera en España, analiza la problemática actual de la IED en LA, concretando algunos de los riesgos que tiene que afrontar. En este tema de los riesgos, al que sorprendentemente apenas aluden los empresarios en sus aportaciones, insisten también otros autores como Garrigues Walker, Alonso Ureba, J.A. Llorente, el representante del BID Luis Alberto Moreno, Enrique V. Iglesias, secretario general de la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB), y los profesores Ruesga, S. Bichara y Lamothe.

España es el segundo país del mundo, y el primero de Europa, en cuanto al volumen de inversión extranjera directa en Latinoamérica

En las colaboraciones de los ejecutivos, explican los procesos a través de los cuales han realizado su expansión BBVA, Santander, Mapfre, Endesa, Repsol y Telefónica. Como muestra de la importancia que ha tenido para algunas empresas su apertura a los mercados exteriores es significativo que actualmente una parte considerable de los ingresos de Telefónica (62%) y de Mapfre (36,4%) proceden del exterior.



Los ejecutivos de las demás multinacionales, que han participado en esta publicación, se fijan en otros aspectos, como el influjo que han tenido sus empresas en el desarrollo económico de Latinoamérica (Gas Natural), en los cambios en economía y política que han experimentado los países receptores en las últimas décadas y que los han convertido en focos de atracción de IED (Iberdrola) y en las peculiaridades con que una empresa más pequeña (Fenosa) exportó sus modos de gestión a países también de menor tamaño en los que, además, se preocupó de fomentar obras sociales.

Algunos ejecutivos (BBVA) reconocen que la experiencia latinoamericana les ha servido de trampolín para la expansión en otras regiones. Por otra parte, por las afinidades de lengua y cultura, España, además de facilitar la actividad de empresas de LA en Europa, como ha ocurrido con las mexicanas Cemex y Pemex, ha sido escogida por algunas multinacionales de países europeos como centro de operaciones para su expansión en Latinoamérica (BI).

Endesa, antes de los últimos cambios en la estructura de su propiedad, llegó a ser la mayor empresa eléctrica privada de LA, gracias al cambio que se produjo en la política eléctrica de esos países al estimular la atracción de empresas extranjeras.

En la colaboración del consejero y vicepresidente ejecutivo para LA del Santander sobresale una actitud optimista, que hizo que este banco no cediera ante las adversas circunstancias sociopolíticas por las que pasaron estos países en el periodo 2000-2003 y, en su opinión, en los últimos cuatro años se están dando circunstancias que permiten confiar en que se puede, e incluso ya se está ganando, la batalla contra la pobreza. La misma decisión de no abandonar la región por la crisis permitió que Telefónica liderara la revolución económica y social de las TIC en LA, con lo cual ha sido una importante palanca para el desarrollo de estos pueblos.

La experiencia latinoamericana ha servido de trampolín a algunas empresas españolas para la expansión en otras regiones

A las 185 páginas de la primera parte de esta obra, que quizás suscite especial interés por tratarse del testimonio de los agentes empresariales que han llevado a cabo la “gran apuesta”, sigue una parte notablemente más breve (78 páginas) en la que máximos representantes de organismos internacio-

nales, interesados por el futuro de LA, exponen sus puntos de vista sobre los problemas del desarrollo de esta región en general y la aportación que están haciendo a su solución las multinacionales españolas.

Con la excepción del texto del secretario general de la SEGIB, el Sr. Iglesias, que reproduce el discurso que sobre *Democracia y cohesión social en LA y Europa* pronunció en el Diálogo de Política Internacional, convocado por el gobierno alemán el 21 de enero del 2005, en las tres restantes aportaciones del presidente del BID, L.A. Moreno, de la CAF (Corporación Andina de Fomento), E. García y en la de J.L. Machinea y A. Calderón, respectivamente, secretario ejecutivo y oficial de Asuntos Económicos de la CEPAL, se reconoce abiertamente la importancia de la inversión española en el desarrollo actual de LA. Los dos primeros advierten el cambio de orientación que se dio cuando la creación de nuevas empresas, que tuvo lugar al principio con la IED, y que era lo que normalmente

hacían las inversiones norteamericanas, se sustituyó por la orientación hacia fusiones y compras de empresas ya existentes, que caracterizó a casi toda la inversión española con algunas excepciones en determinados países.

En los tres casos se coincide también en afirmar que LA fue el estímulo para la internacionalización de las empresas españolas y se llama la atención sobre el hecho de que todas las empresas que han invertido en LA pertenecían al sector servicios.

Junto a estas referencias a las inversiones españolas, estos autores exponen interesantes puntos de vista sobre la problemática de la IED en LA y las vicisitudes por las que se ha pasado por razón de los cambios políticos, económicos y sociales de esos países. El presidente de la CAF presta una particular atención a las dificultades que, de un modo general, encuentran las transferencias de I+D. El mismo presidente y el del BID añaden también algunas propuestas para que los propios países beneficiarios creen condiciones más favorables para atraer IED de los países desarrollados.

Si en la segunda parte encontramos ya análisis que enriquecen las experiencias expuestas por los agentes directos en la información recogida en la parte primera, en la tercera parte, bastante más extensa que la segunda y sólo algo más corta que la primera (132 páginas), se consigue superar, sin dejar lugar a dudas, que no es el objetivo de este libro la impresión que podría causar de texto propagandístico por tratarse de una obra prologada por el presidente del Gobierno y con una amplia participación de los ejecutivos de las empresas y de otras instituciones públicas, pues en esta última parte hay una importante aportación académica con la que el editor ha conseguido un equilibrio que hace muy útil la lectura de esta publicación a los más variados interesados por el tema desde distintos puntos de vista.

En esta parte se recogen cuatro colaboraciones de economistas, profesores universitarios y de la división de Economía Internacional del Banco de España y, entre los cuatro restantes, hay dos que pretenden asesorar a las multinacionales que inviertan en esos países sobre los temas de seguridad jurídica y la comunicación, en otra se explica la naturaleza del Latibex como peculiar instrumento de inversión y, por último, se exponen con cierto carácter general las peculiaridades de la RSC.

La opinión de los académicos compensa, en parte, el excesivo triunfalismo que puede suscitar la parte primera. Se comenta



la desigual representación que tienen nuestras multinacionales en los principales países de la región, el limitado número de empresas en cuanto sólo seis concentran el 95% de nuestra IED y, sobre todo, la concentración sectorial de las inversiones, que se valora como una debilidad, expresión de la brecha tecnológica de nuestro sistema productivo y que pone en cuestión cualquier intento de comparación con la práctica de otros países desarrollados.

En los trabajos de los profesores de la Universidad del País Vasco y de la Autónoma de Madrid se ofrece una amplia bibliografía sobre el tema de la IED. El profesor Lamothe estudia con detalle, y de un modo un tanto exhaustivo, los factores de riesgo en la IED y concreta muchos casos de riesgo/país. El profesor Ruesga analiza los principales determinantes microeconómicos de la opción por LA y los más importantes obstáculos que se derivan de ella, basándose en los resultados de una encuesta en la que se pedía información a las empresas sobre la motivación que les impulsó a la IED.

El presidente de Bolsas y Mercados Españoles (BME), Antonio Zoido, explica la finalidad con que en 1999 se creó el Latibex, un mercado en el que se ofrecía a las empresas latinoamericanas operar en euros. El Latibex facilita a las empresas de tamaño mediano y pequeño operar sin necesidad de muchos recursos, mientras los fondos de inversión de mayor tamaño invierten directamente en los mercados internacionales. Las circunstancias sociopolíticas que afectaron a estos países hasta 2004 han limitado el éxito de este mercado, pero se reconoce que sus posibilidades son todavía muy grandes por el cambio que se ha dado y que permite encontrar una situación actual más favorable.

En la tercera parte el editor ha conseguido un equilibrio entre el triunfalismo de los empresarios en la primera parte y el rigor académico, por lo que la lectura de esta publicación será muy útil para los interesados desde distintos puntos de vista

Seguridad jurídica, transparencia y estabilidad junto a la lucha contra la pobreza es lo que proponen Garrigues Walker y Alonso Ureba no sólo para que los inversores extranjeros no se retraigan de aprovechar las oportunidades que ofrece LA, sino también para que la economía mundial no tenga que renunciar a la utilización del 70% de las materias primas, que están localizadas precisamente en esos territorios. Y con un

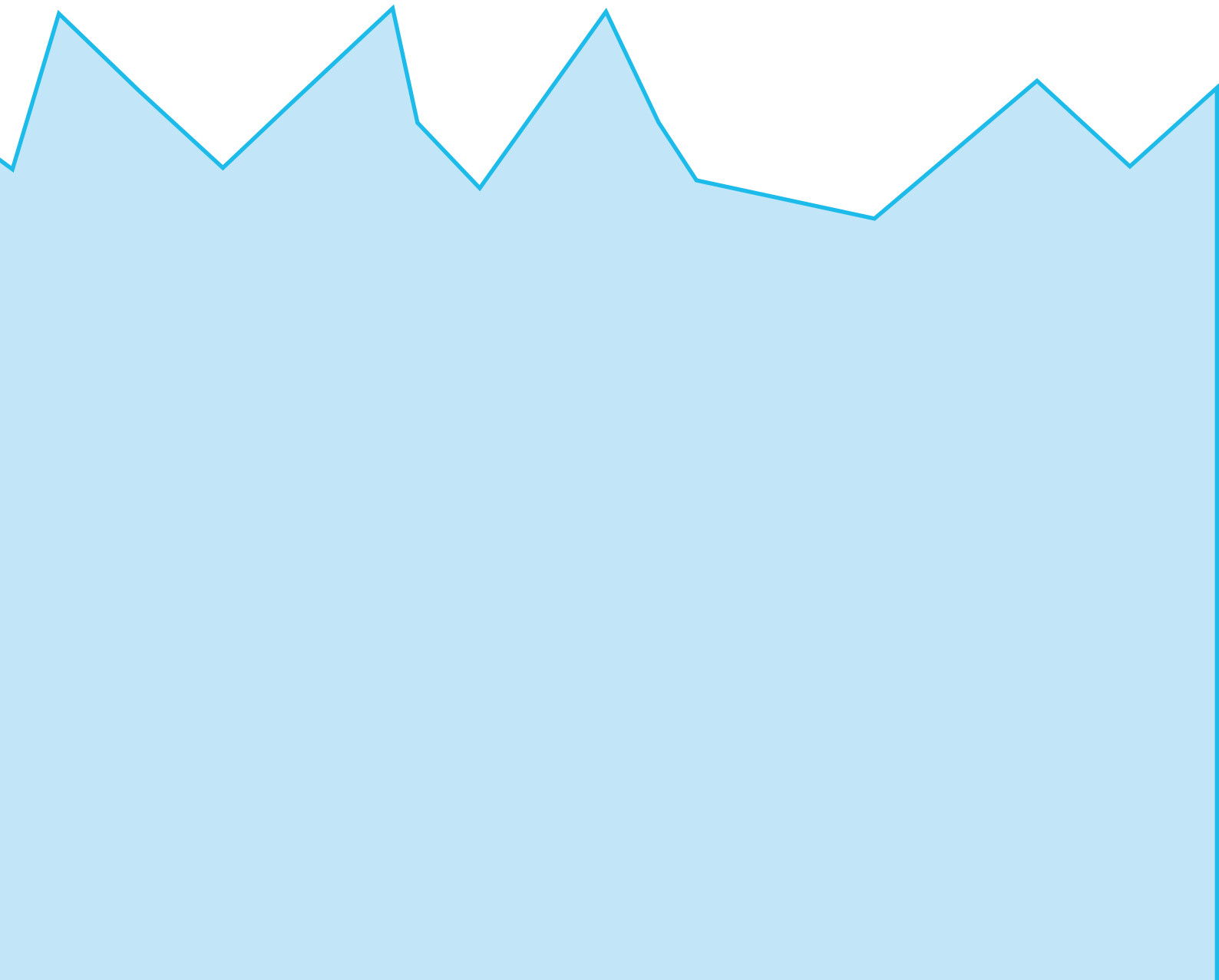
gran sentido de la realidad, para que la globalización no abra mayores brechas mediante la exclusión social, se afirma que la idea de que la libertad es previa a la igualdad se ha mostrado tan ineficaz como la de que la igualdad puede sustituir a la libertad.

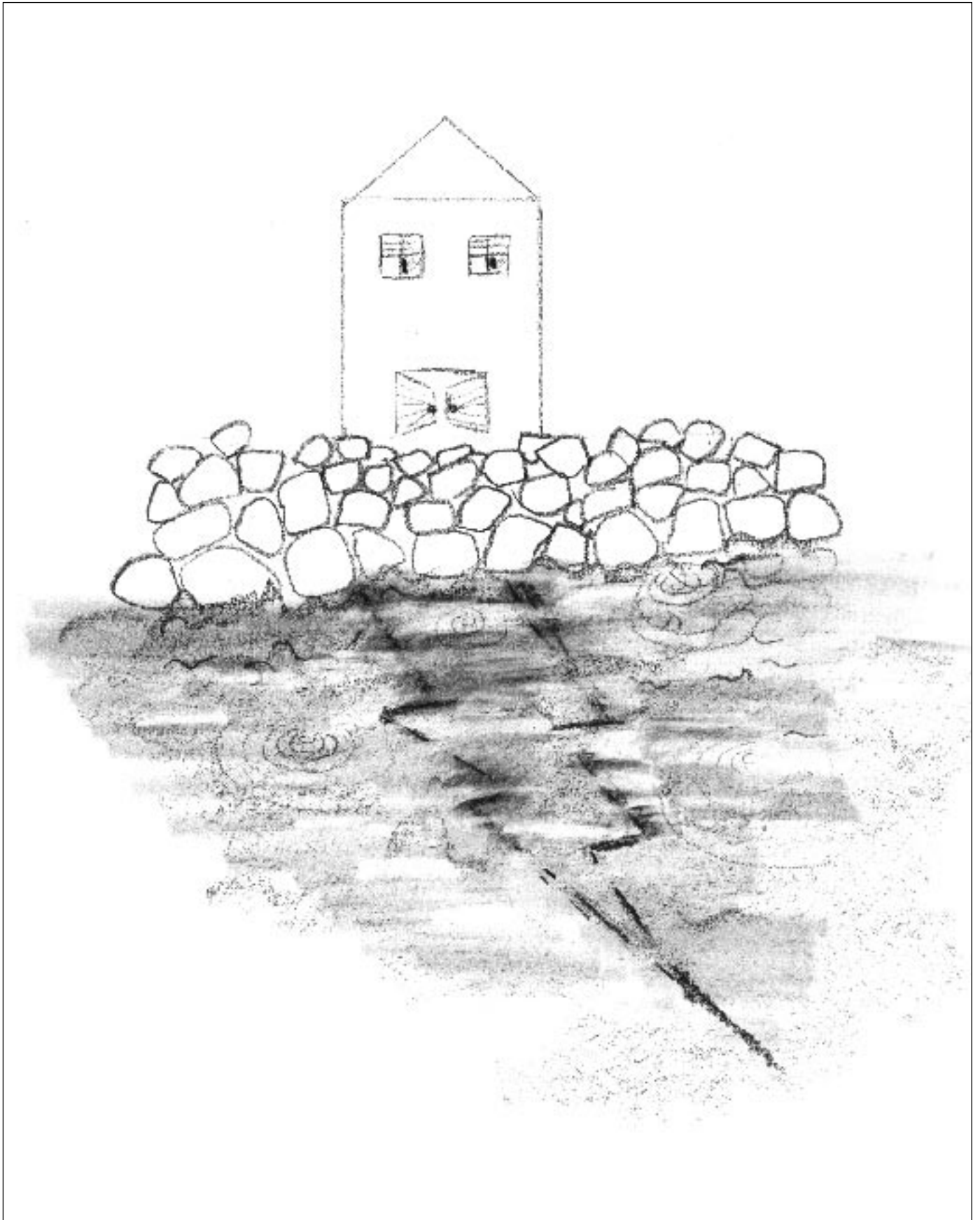
Las tres partes de este libro ofrecen un excelente material para los aspectos principales que se han de tomar en consideración en los programas especializados en formar ejecutivos para LA

Como última reflexión sobre la experiencia de las multinacionales españolas en LA, el socio fundador y consejero delegado de la primera oficina de comunicación España/LA, José Antonio Llorente, enumera los fallos en comunicación que cometieron las grandes empresas españolas, al no tener en cuenta que la identidad lingüística no implica la cultural. A partir de la experiencia de su propia empresa, de tamaño mediano, detalla los problemas que tuvieron con los periodistas y con los medios de comunicación las empresas mayores y, completando los aspectos prácticos que se echan de menos en el trabajo sobre RSC del secretario general del Club de Excelencia de Sostenibilidad y del presidente de la sección de Ciencias Empresariales y Financieras de la Real Academia correspondiente, J.A. Llorente demuestra la importancia que tendría el ejercicio de esta práctica en las empresas españolas que han invertido en LA, terminando su colaboración con consejos muy prácticos.

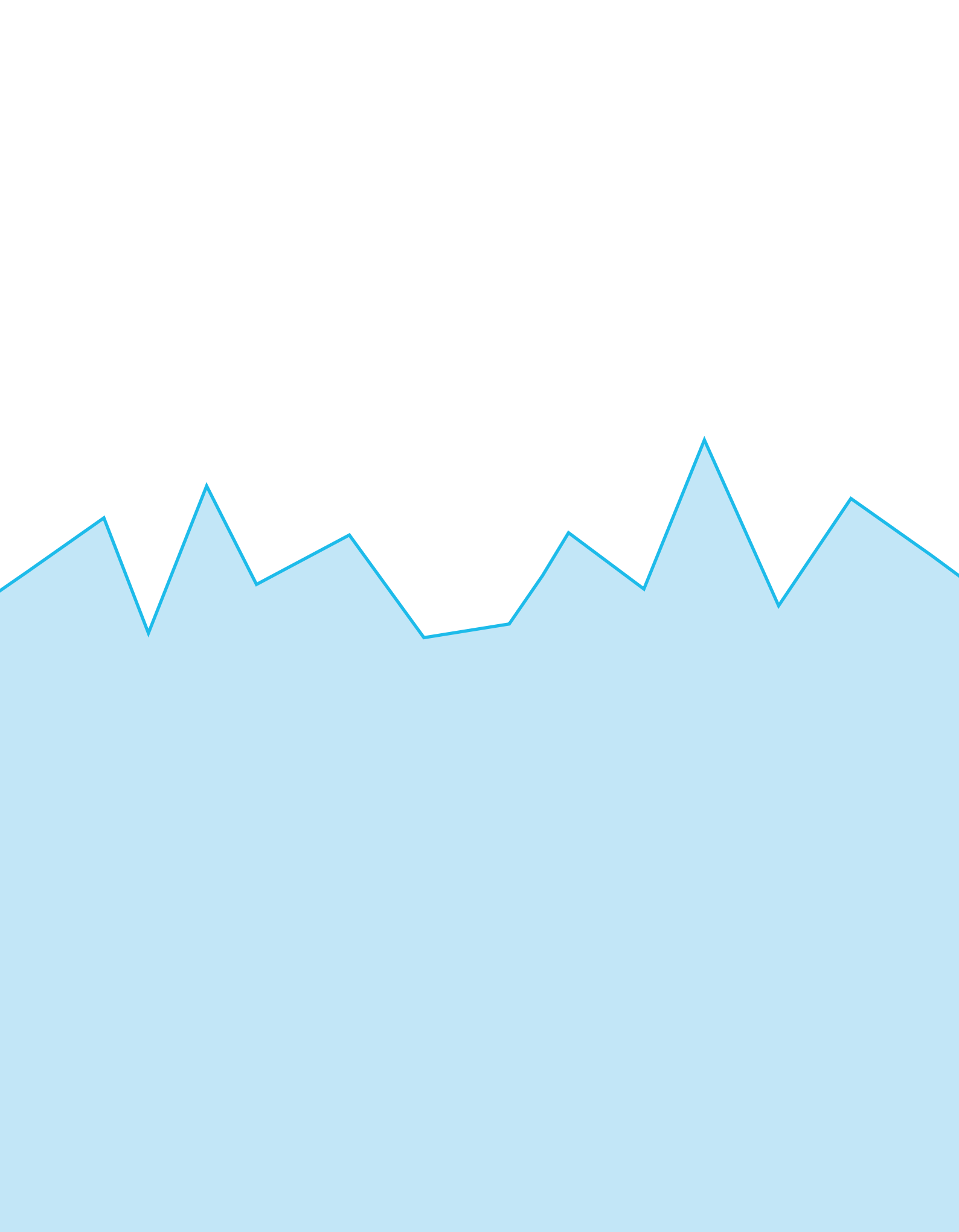
Como resumen podemos decir que se trata de una publicación de enorme interés para muy diferentes tipos de lectores. Y por lo que se refiere a los destinatarios directos de nuestra revista, nos parece muy digna de ser tenida en cuenta la referencia que expresamente hace a ESADE el presidente del BT para Europa, Oriente Medio, África y LA, Luis Álvarez Satorre, al alabar la iniciativa de escuelas de negocios con programas especializados para formar ejecutivos para LA. Las tres partes de este libro ofrecen material de primera mano para los aspectos principales que se han de tomar en consideración en este tipo de programas. Es recomendable también para empresas en fase de expansión internacional pues, aunque se localiza en LA, las experiencias referidas pueden considerarse como un estudio de la gestación y desarrollo del objetivo de la multinacionalidad empresarial.

ECOHUMOR

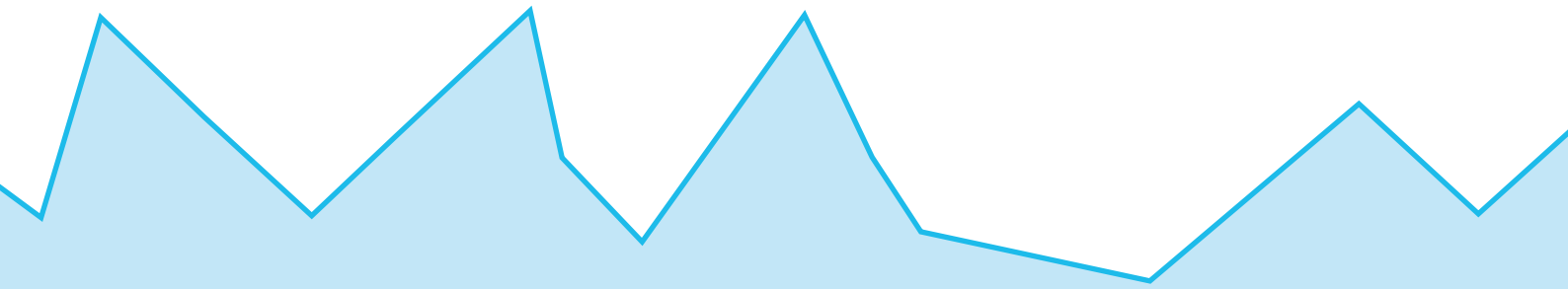




Dibujo de Maribel Botella



POST-IT



*La economía, aunque parezca
mentira, puede entenderse*

La economía, aunque parezca mentira, puede entenderse



Paul Krugman
Premio Nobel de Economía 2008

El premio del Banco de Suecia en Ciencias Económicas en memoria de Alfred Nobel del presente año ha sido otorgado a Paul Krugman. Ha sido merecedor de dicho galardón “por su análisis de los patrones comerciales y la localización de la actividad económica”, según reza literalmente la nota de prensa.

La economía ha tenido desde sus inicios, entre sus muchas preocupaciones, preguntas relativas a la aparición del comercio internacional y al auge y declive de un área económica determinada. Paul Krugman ha contribuido decisivamente con sus modelos a las respuestas de ambas cuestiones.

Al principio, se consideró que el comercio surgía entre distintas naciones porque los precios de los productos eran distintos. Luego, ¿por qué diferían? Las teorías “tradicionales” centraban su exposición en las condiciones de producción. Así, la distinción recaía, por ejemplo, en el coste de producción en términos absolutos (Smith); en el mismo coste en términos relativos (Ricardo) o en la dotación de factores iniciales y su uso intensivo en la producción (Heckscher, Ohlin y Samuelson). Por tanto, era rentable que cada país se especializara en aquello en lo que era más productivo e intercambiara sus bienes con otros países. Esta teoría explicaba el comercio interindustrial (entre bienes distintos).

No obstante, cuando los hechos cambian, es necesario modificar las teorías. ¿Cómo explicaban las anteriores teorías que un país importara y exportara coches simultáneamente? O lo que es lo mismo, ¿cómo explicar el comercio intraindustrial? No podían; y es por ello que se considera tan valiosa la aportación de Paul Krugman.

El concepto fundamental de su teoría son las economías de escala. En el caso interno, compradores de distintos países podían adquirir el mismo producto a unos costes más bajos. Además, aquellos mostraban cierta predilección por la diversidad de productos. Por tanto, esta “nueva teoría” del comercio internacional basaba su exposición no en las condiciones de producción, sino en las de consumo. Además, permitía explicar por qué el intercambio se producía no sólo en países “distintos” (como teorizaban los modelos clásicos y neoclásicos) sino también entre países que eran “iguales”.

Las economías de escala externas a la empresa se relacionan con el tamaño de toda la industria en un área geográfica específica. Los costes medios de una empresa disminuyen cuando la producción de la industria –el conjunto de empresas– en esa área es mayor. Esto explicaría la concentración de un determinado tipo de empresas en algunos territorios. Ejemplos de estas “economías de aglomeración” son la formación de clústers como el “Valle del Silicio” (Silicon Valley) o Bollywood.

Sin embargo, si Krugman ha destacado por sus análisis teóricos y la aportación de los mismos a la ciencia económica, no es menos cierta su preocupación por divulgar dichos estudios, expresada tanto en sus libros como en sus columnas periódicas en el *New York Times*. Y es que, aunque parezca mentira, con Paul Krugman incluso la economía puede llegar a entenderse.



Fernando Ballabriga
Director y catedrático
del departamento de Economía
fernando.ballabriga@esade.edu

Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota (EE.UU.) y licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Ha sido asesor económico de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea y asesor para temas de investigación del Servicio de Estudios del Banco de España. Ha colaborado también con la Dirección General de Planificación del Ministerio de Economía español y participado en el programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este de Europa. Sus áreas de especialización son el análisis macroeconómico internacional y la econometría aplicada. Su trabajo reciente se ha centrado en el estudio del marco macroeconómico de la Unión Económica y Monetaria Europea.



Josep M. Comajuncosa
Profesor titular del
departamento de Economía
josep.comajuncosa@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Master of Sciences y doctor en Economía por la Universidad de Princeton (EE.UU.). Ha sido profesor de Economía en la Universitat Pompeu Fabra entre 1991 y 1996, y profesor del departamento de Economía de ESADE desde 1996. Sus áreas de especialización son la economía internacional, la política económica, la integración monetaria y el estudio de métodos numéricos para la solución de modelos dinámicos estocásticos.



Anna Laborda
Profesora titular del
departamento de Economía
anna.laborda@esade.edu

Licenciada en Ciencias Económicas y Magister en Fundamentos del Análisis Económico por la Universitat Autònoma

de Barcelona, donde comenzó su carrera docente. Profesora titular del departamento de Economía de ESADE desde el año 1990. Directora Asociada del Programa MBA Part Time y colaboradora del departamento de Dirección de Marketing entre los años 1996 y 2001. Consultora *freelance* de instituciones privadas y públicas, tanto empresas como organizaciones sin ánimo de lucro, entre 1994 y 2001. En la actualidad, colabora asiduamente con el Instituto de Estudios Laborales de ESADE.



F. Xavier Mena
Catedrático del
departamento de Economía
fxavier.mena@esade.edu

Doctor en Economía y licenciado con grado en Ciencias Económicas y Empresariales (U. de Barcelona). Licenciado en Derecho (UNED-Madrid). Su área de docencia e investigación es Managerial Economics. Editorial Board de revistas especializadas. Ha sido Visiting Professor en Ceibs/Jiaotong University (Shanghai, R.P. China), Zhongshan University (Guangzhou, R.P. China), ESAN (Lima, Perú), entre otras. Ha trabajado para EUROSTAT y el Programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este. Ha desarrollado proyectos sobre energía, turismo, infraestructuras, sistema financiero y servicios sociales en un total de 48 países.



Calin Arcalean
Profesor adjunto del Departamento
de Economía
calin.arcalean@esade.edu

PhD in Economics por Indiana University. Es profesor adjunto del Departamento de Economía de ESADE. Sus áreas de interés son la teoría del crecimiento, las economías regionales, la competencia fiscal, el capital humano y la educación, y cuestiones de las economías en transición.



Pere Puig
*Catedrático del
departamento de Economía*
pere.puig@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas. Miembro del IDGP y del departamento de Economía de ESADE. Presidente de la Societat Catalana d'Economia (IEC). Ha sido Vocal del ICF y de la Comisión de Expertos sobre Inflación de la Generalitat de Catalunya. Ha realizado estudios sobre distribución comercial, calidad de vida, economía regional y competitividad de la empresa industrial. En la actualidad, dirige el *Informe sobre el Barómetro de las empresas de EE.UU. en España 2006*, de ESADE y la Cámara de Comercio Americana.



Josep M. Sayeras
*Profesor titular del
departamento de Economía*
josepm.sayeras@esade.edu

Doctor en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Ramon Llull. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Politècnica de Catalunya y MBA por ESADE. Profesor del departamento de Economía de ESADE desde 2000 y actualmente Director del programa MBA Part Time. Profesor asociado de la Universidad Centroamericana José Simeón Cañas de El Salvador (UCA). Visiting Scholar de la Universidad de Columbia (EE.UU.). Antes de incorporarse a ESADE, fue consultor de empresas.



Luis de Sebastián
*Profesor honorario del
departamento de Economía*
luis.desebastian@esade.edu

Economista formado en la LSE y doctor en Ciencias Políticas por IUHEI, Ginebra. Fue por algunos años economista del Banco Interamericano de Desarrollo en Washington, con el que todavía colabora ocasionalmente. Tiene experiencia de trabajo académico en El Salvador, Centroamérica. Ha publicado varios libros, artículos en revistas de divulgación económica y en la prensa. Es un espe-

cialista en comercio internacional y en las economías de América Latina, uno de los temas preferidos en sus publicaciones.



Eugenio M. Recio
*Profesor honorario del
departamento de Economía*
eugenio.recio@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas y Sociales por la Universidad de Colonia y doctor en Ciencias Empresariales por la Universitat de Barcelona. En la actualidad es profesor honorario de ESADE y ha sido profesor y director de los departamentos de Economía y de Dirección de Recursos Humanos y presidente del Claustro de Profesores de ESADE. Su investigación se centra en los problemas del sistema de la economía social de mercado de Alemania frente a la globalización y, más en general, en la adaptación de los sistemas de protección social a las exigencias de un entorno mundializado.



Agustín Ulied
*Profesor asociado del
departamento de Economía*
agustin.ulied@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat de Barcelona y diplomado en Comunidades Europeas. Ha dedicado gran parte de su trayectoria profesional a la enseñanza y divulgación del proceso de integración europea. Desde 1982 es profesor de la asignatura Economía europea: problemas y políticas. En la actualidad se responsabiliza de impulsar la creación de una escuela de negocios en Casablanca: EURO MED, School of Management, proyecto en el que participan, además de ESADE, la EFMD, Università L. Bocconi de Milán (Italia) y la Alakhawyn University de Ifrane (Marruecos).



Lidia Cabello
*Secretaria del
departamento de Economía*
lidia.cabello@esade.edu

En números anteriores

INFORME ECONÓMICO 01 MAYO 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. F. X. Mena)
- La crisis de la economía alemana (prof. E. M. Recio)
- La crisis de los noventa en Japón: recesión y deflación (prof. J. M. Comajuncosa)
- La economía mexicana y las elecciones presidenciales de 2006 (prof. L. de Sebastián)
- La Estrategia de Lisboa cinco años después (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico01.pdf>

INFORME ECONÓMICO 02 NOVIEMBRE 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y F. X. Mena)
- El fenómeno de la temporalidad en el mercado laboral español (prof. A. Laborda)
- La corrupción y las perspectivas económicas de Brasil (prof. L. de Sebastián)
- Informe FEMISE sobre la Asociación Euro-Mediterránea (prof. A. Ulied)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico02.pdf>

INFORME ECONÓMICO 03 MAYO 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- La crisis financiera argentina (2001-2002): Una visión institucional (prof. J. M. Sayeras)
- El creciente deterioro del déficit exterior, ¿cuestiona la sostenibilidad de nuestro crecimiento? (prof. P. Puig)
- Proyecto de Ley de Dependencia (prof. E. M. Recio)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico03.pdf>

INFORME ECONÓMICO 04 NOVIEMBRE 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Atlas mundial del petróleo y de la energía fósil primaria (prof. F. X. Mena)
- Una política común para la energía en la Unión Europea (prof. A. Ulied)
- Cambios en el mundo del trabajo (prof. A. Laborda)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico04.pdf>

INFORME ECONÓMICO 05 MAYO 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Renta Nacional e inmigración: ¿causa o efecto? (prof. A. Laborda)
- La Ronda de Doha, ¿un fracaso de la OMC? (prof. L. de Sebastián y prof. J. M. Sayeras)
- El Informe Económico de la Presidencia del Gobierno del año 2007 (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico05.pdf>

INFORME ECONÓMICO 06 DICIEMBRE 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. J. M. Comajuncosa)
- Marruecos: tan cerca, tan lejos (prof. A. Ulied)
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007): Rodrigo Rato, Managing Director (prof. F. X. Mena)
- El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico06.pdf>

INFORME ECONÓMICO 07 1^{ER} SEMESTRE 2008

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro (prof. F. Ballabriga y prof. F. X. Mena)
- La intervención económica de China en África (prof. L. de Sebastián)
- Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007 (prof. L. Alemany)
- La productividad y los resultados de la Agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa (prof. P. Puig)

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico07.pdf>

