DOS AÑOS DE CRISIS

Gumersindo Ruiz Bravo de Mansilla

Catedrático de Política Económica
Universidad de Málaga

SUMARIO

I. Introducción.
II. El pasado reciente.
III. El futuro próximo.

I. INTRODUCCIÓN

El propósito de este artículo es mostrar que los excesos que están en el origen de la crisis actual son de una magnitud tal que, como se viene demostrando, tienen consecuencias no fácilmente erradicables mediante medidas de política económica convencionales. La situación en que nos encontramos se intenta valorar a partir de la consideración de estos excesos y de los efectos, deseados o no, de las medidas adoptadas. Los efectos a que nos referimos tienen las siguientes características:

- Distorsionan las expectativas e introduce volatilidad en los comportamientos de los agentes económicos, haciendo muy difícil establecer predicciones. La realidad evoluciona de forma claramente negativa, pero con gran volatilidad. Esto se ve en los tiempos o períodos en que ocurren los fenómenos; algunos rápidos como el deterioro del sector de la construcción, otros más lentos como el mercado de valores que continuó en positivo a lo largo de 2007, cuando ya se percibía la gravedad de la situación. Posteriormente, la bolsa sube con fuerza desde marzo de 2009. Y también en las oscilaciones de algunas variables como ha sido el caso del precio de los alimentos, materias primas y petróleo.

- Lo anterior es, a su vez, una dificultad para determinar qué políticas son válidas, y cuál es su alcance y efectos probables, pues inciden sobre una economía imprevisible, y tras un período en que las políticas fiscal y monetaria no se han utilizado activamente contra el ciclo económico.

II. EL PASADO RECIENTE

Vamos a destacar las siguientes ideas como guía de los acontecimientos:

1.- En los años anteriores a 2007, las posibilidades de financiación y los instrumentos disponibles dieron lugar a una capacidad de producir considerable, pero también provocaron un endeudamiento excesivo, un desfase entre la forma de financiación a corto y la inversión a largo, y un desprecio hacia el riesgo aceptando remuneraciones bajas en las posiciones acreedoras. En el lado real de la economía se dio un exceso de oferta en algunos sectores. En fin, la expansión empresarial se hizo en cierta medida mediante operaciones de adquisición de empresas, más que de inversión e innovación, aprovechando la capacidad de realizar adquisiciones con apalancamiento, como vemos en el gráfico nº 1. Esto hace hoy el problema aún mayor, ya que la empresa no cuenta con una de las fuentes de financiación que le ha dado estos años capacidad de crecimiento.

2.- Para las entidades financieras se presenta un problema de gran alcance. Al depreciarse sus activos, ya sea por inversiones inadecuadas como es el caso de la banca de inversión, o por deterioro de inversiones crediticias (como las hipotecas) se plantea la necesidad de reforzar el capital. Además, la capacidad de endeudarse se limita significativamente no sólo por la situación restrictiva y la desconfianza de los mercados, sino por la propia limitación que impone la mencionada pérdida de valor de los activos y la capitalización. Esto se tradu-

ce en la falta de liquidez y restricción crediticia. En el esquema nº 1 se refleja esta circunstancia. En la industria, la destrucción de empresas supone una reasignación de capital hacia otras; sin embargo, en la banca al eliminarse el crédito se produce una reducción o encogimiento general de balances, destrucción de empleo, hay una pérdida general de confianza, y se genera una cadena de impagos.

3.- La consecuencia más inmediata es un mal funcionamiento del mercado interbancario, lo que impide que los flujos circulen adecuadamente entre las entidades. Las reticencias a prestarse entre ellas llevaron a un encarecimiento del euribor (tipo medio ponderado de las operaciones que se cruzan entre entidades financieras). Pese a los esfuerzos del BCE reduciendo tipos y proporcionando liquidez a las entidades, persiste un diferencial entre el euribor y el tipo del BCE. Situamos el comienzo de la crisis en el verano de 2007 porque en esta fecha ya son evidentes las consecuencias del excesivo endeudamiento. En el gráfico nº 2 se destaca el riesgo que se percibía entre entidades y el aumento del diferencial entre plazos largos y cortos, así como entre el tipo al que se prestaban las entidades y el euribor; aunque esto se ampliaría de forma considerable en septiembre de 2008 con la caída de Lehman Brothers, ya en 2007 se daban los primeras señales.

4.- La magnitud de la crisis viene en parte motivada por la fijación de los bancos centrales con la inflación. Al no ser significativo el incremento de precios al consumo, los bancos centrales permiten una liquidez desmesurada en un entorno de bajos tipos de interés, lo que propicia los fenómenos de endeudamiento mencionados (gráficos nº 3). Esto origina la llamada "inflación de activos" o incremento de precios en viviendas, bonos, mercados de valores, que no son considerados significativos por los bancos centrales, ya que no tienen impacto evidente sobre los precios al consumo que es su variable de referencia. Es particularmente llamativo el mercado de deuda, pues lo anormal no es lo que ocurre a partir de 2007, sino la situación anterior de aceptación de diferenciales tan bajos, que mostraban la falta de consideración del riesgo, al que nos referíamos antes (gráfico nº 4).

5.- Entre otras medidas los gobiernos intervienen en los balances de las entidades financieras, mejorando sus activos (y también entrando en el capital), todo ello para favorecer la liquidez y la concesión de créditos (y evitar, en su caso, la quiebra de entidades). En España, el llamado Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) estaba llamado a funcionar tal como se presenta en el esquema de haber seguido el principio expuesto en el Preámbulo del Real Decreto, donde se menciona que son prioritarios los activos respaldados por préstamos nuevos (concedidos a partir de octubre de 2008), (Esquema nº 2). Sin embargo, no es así y la compra de activos por parte del Estado favorece la liquidez de las entidades, pero no tiene exigencias de generar crédito. Pese a todo, no debe criticarse la intervención pública en el sector financiero pues el proceso de venta de activos al aplicar valo-

raciones depreciadas de mercado, para obtener liquidez, podría conducir a una caída en los precios de consecuencias inimaginables. El Estado actúa aquí poniendo un suelo y creando condiciones que permitan volver a la normalidad. Posteriormente, en julio de 2009, cuando se hace patente el efecto de la morosidad sobre los balances de las entidades financieras, así como el deterioro de las valoraciones de activos inmobiliarios, se crea el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria que, por una parte, sirve para ayudar de a entidades que acepten reestructurarse mediante fusiones, y por otra para intervenir en el pasivo de las entidades, reforzando su capitalización. Esto último es más polémico, porque implica entrar en el capital y por tanto confiere derechos sobre la dirección y gestión de las entidades.

III. EL FUTURO PRÓXIMO

En cuanto al futuro, partiendo de la situación descrita puede sugerirse al menos las siguientes cuestiones para el debate:

- Esta es la historia, hasta los momentos actuales, de un apalancamiento o endeudamiento de unas dimensiones descomunales, propiciado por instrumentos financieros ya existentes, pero que han crecido en volumen, y en un período muy corto de tiempo, por las facilidades que proporcionaban la tecnología de la información y de las comunicaciones.

- Este fenómeno ha propiciado una expansión económica global también considerable, con crecimiento del producto y del empleo, y sin inflación en los precios del consumo, aunque sí de los activos financieros, inmobiliarios y materias primas. Ha venido acompañado de un fuerte crecimiento de la liquidez en un entorno de tipos de interés bajos. Los efectos positivos mencionados dificultaron que las autoridades monetarias y los gobiernos tomaran medidas que en su momento habrían sido impopulares. De la misma manera, la incapacidad para ver la dimensión del fenómeno financiero y sobreproducción en algunos sectores, hizo que la reacción ante la crisis fuera lenta y débil.

- La reducción del endeudamiento que hemos descrito supone una contracción económica intensa; la reducción del crecimiento y el empleo es inevitable. Las llamadas al aumento del consumo se contradicen con la necesidad de eliminar deuda y, por tanto, ahorrar, lo que pone a las economías en una difícil situación sobre todo a aquellas que como España se han apoyado en el crédito y el consumo interno. El papel del sector público será crucial para reducir en lo posible los efectos de esta contradicción, pues es quien tiene capacidad de endeudamiento.

- Los bancos centrales eran conscientes de la posibilidad de un riesgo sistémico en el sistema financiero y actuaron de forma inmediata y en la cuantía necesaria para proporcionar liquidez; la cuestión ahora es encontrar el momento oportuno para salir de esta situación de tipos muy bajos y abundante liquidez, sin afectar al incipiente crecimiento de la economía real, y sin generar una inflación futura.

- Las medidas de los gobiernos llegaron con retraso, y sus efectos siguen dependiendo de la capacidad de quien las apliquen, del mecanismo de transmisión hacía la economía real y de la respuesta de ésta. Hay un componente de incertidumbre considerable por la magnitud de las intervenciones en la economía, que no tiene precedentes en las últimas décadas. Se genera una discusión acerca de las reforma necesarias en la organización de la actividad económica, en el campo de las políticas públicas y el desarrollo del conocimiento y la tecnología; en el de la empresa, realizando ajustes de organización y dimensión (es el caso de las entidades financieras, que se reestructuran mediante fusiones); y en el de los trabajadores, ganancias de productividad y eficiencia. Sobre este particular es frecuente que se den contradicciones en las propuestas, y que no se identifiquen adecuadamente las que pueden tener efectos inmediatos para evitar un deterioro irreversible de la economía real, de los que suponen cambios tecnológicos en la función de producción, que requieren tiempo para materializarse.

- No es posible volver a una situación que refleje las condiciones financieras y reales de la economía anterior a la crisis; por tanto, expresiones como "salir de la crisis", en el sentido de recuperar una forma de crecimiento previa, en un plazo, pueden resultar equívocas. Como es obvio cada país sufrirá la crisis de forma diferente. Atendiendo entre otros a los factores que hemos mencionado en esta breve nota, no cabe duda que la economía española tiene problemas graves de endeudamiento privado e inflación de activos; otros, derivados del crecimiento con baja productividad y fuerte creación de empleo en los últimos años; y fortalezas como la del sector financiero, el sector servicios, y un sector público inicialmente poco endeudado. Sin embargo, estas fortalezas iniciales se han deteriorado por la falta de capacidad del sector financiero para atender la demanda de crédito; el efecto sobre los servicios de la apreciación del euros, y el fuerte y rápido deterioro de las cuentas públicas.

- En el gráfico nº 5 se representan dos problemas de la economía española: la falta de crédito a la empresa, y el desempleo. Las dos se corresponden con la idea que desarrollamos de unos excesos (crédito barato, empleo precario) que conducen luego a una situación difícil. En el caso del crédito es fácil ver cómo crece en un período corto, entre 2002 y 2006, para caer bruscamente desde esa fecha; igual ocurre con la población activa con un crecimiento muy fuerte desde el año 2000, y el fuerte desempleo que se da desde 2007. Por último, ambas variables se correlacionan con la morosidad bancaria provocando los efectos que hemos descrito. Esta situación requiere también un debate profundo centrado en los fundamentos del crédito y la población activa.

- Hay países que sufren con más intensidad la pérdida de puestos de trabajo y recaudación fiscal al afectarles la crisis de demanda interna, como es el caso de la economía española. Y otros, orientados a la exportación, como Alemania que han des-

localizado parte de la producción, donde decrece el producto pero no sube tanto el desempleo. Tampoco padecen una pérdida tan fuerte de recaudación fiscal, ya que los impuestos sobre el consumo interno caen al caer éste, mientras que los impuestos sobre las exportaciones tienen una menor incidencia. Otro caso es el de Gran Bretaña, país al que ayuda la depreciación de la moneda.

- No cabe duda que el mundo será diferente tras la crisis. Algunas economías como China, India y Brasil salen de ella manteniendo su capacidad de crecimiento, pues se han visto menos afectadas por las condiciones financieras y sus gobiernos no han permitido en ningún momento que faltara el crédito a las empresas. Es nos lleva a considerar no sólo la situación en que se encontraban las economías, sino cómo han respondido a la crisis. Llama la atención cómo el gobierno chino ha financiado a las empresas, frente a las dificultades de financiación que tienen en países como España. Contrastan los intentos tímidos del ICO en España, intentando con todas sus limitaciones cubrir el hueco crediticio que han dejado las entidades financieras, con el crédito en China, y la fuerte corriente de préstamos a las empresas por los bancos controlados estatalmente desde el inicio de la crisis, y hasta verano de 2008. Esta cuestión es también clara si comparamos las dificultades crediticias de las empresas alemanas y las mayores facilidades que se les ha dado en Estados Unidos. En general, en el ámbito de la Unión Europea el BCE ha generado liquidez, pero no ha conseguido que fluya el crédito para atender las necesidades de las empresas. El propio Banco de España ha preferido poner énfasis en cuestiones de reformas de los mercados laborales y el gasto público, que en abordar los problemas del mercado de crédito, que parecen más propios de sus competencias.

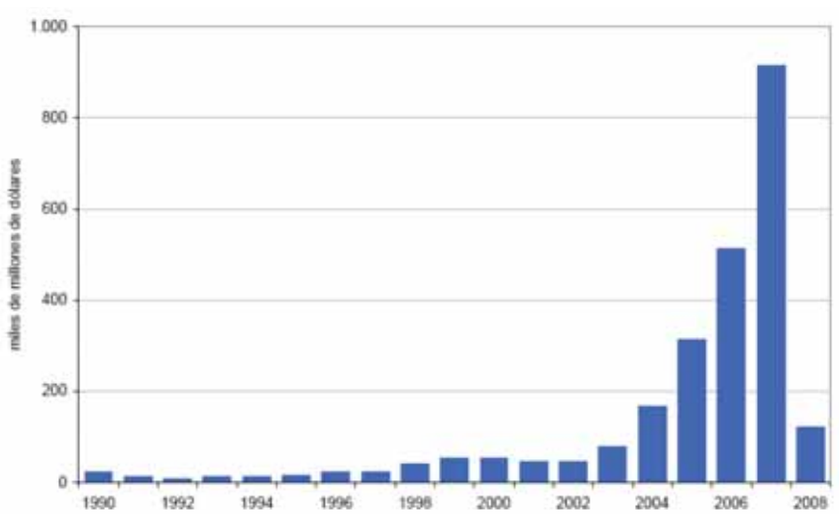
- En agosto de 2008 el mercado de títulos con un colateral o soporte de activos hipotecarios era, en Estados Unidos, de unos 11 millones de millones de dólares, de los cuales 2,7 estaban en los balances de las entidades financieras. Aquí se ve la importancia que tenido la titulización sólo en este mercado, y la dificultad de que, si desaparece, pueda financiarse a futuro la economía para mantener las tasas de crecimiento y empleo que se exigen. Este fenómeno ha dado lugar a cambios en la financiación, de manera que las emisiones directas de deuda de las empresas no financieras ha pasado en Estados Unidos de 550 mil millones de dólares de 2008, a un millón de millones en los primeros seis meses de 2009, reflejando nuevas posibilidades de financiación no bancaria. La adquisición de deuda por parte del propio banco central norteamericano, se añade al apoyo y garantías del Tesoro, facilitando fuentes de financiación.

- Hemos visto que la dimensión internacional de los problemas y de las soluciones no anula la capacidad de los gobiernos para enfrentar sus problemas con medidas propias. Hay ya una relación distinta entre los deudores y los acreedores, tanto en las empresas como entre los países. El endeudamiento y la incapacidad para hacer frente a las deudas puede llevar a concentra-

ciones no deseables y reducción de la competencia cuando los acreedores se quedan con bancos, viviendas, empresas, y conglomerados. Antes, los fondos que invertían directamente en empresas eran los propietarios; ahora, los acreedores de esos fondos (que se endeudaban para comprar) se quedan con las empresas. Los que adquieren deuda se convierten en primeros acreedores de las empresas, y en suspensiones de pagos y quiebras, la propiedad pasa de los accionistas a esos acreedores. En cuanto a las relaciones entre países, la recuperación asimétrica de la economía internacional no va a suponer la corrección necesaria de los desequilibrios de balanzas de pagos, consumo y ahorro que originaron la crisis. Tampoco va a permitir que se recupere la capacidad de generar empleo.

- En la economía del futuro se mantendrá sin duda el principio básico de funcionamiento de la economía de mercado y el papel de las instituciones que le dan forma, pero tendrá lugar una profunda reflexión sobre la forma de crecimiento y el funcionamiento de los mercados. Una de las responsabilidades de instituciones y gobiernos es conseguir que mercados como el financiero, inmobiliario, de alimentos y materias primas, funcionen y ajusten sus precios y cantidades adecuadamente. Precisamente uno de los motivos por los que la respuesta a la crisis ha sido débil, es la reticencia a intervenir en mercados que se suponía deberían encontrar por sí mismos el retorno a la normalidad; lo que ahora se plantea es si un mercado tiene efectivamente características de mercado y funciona como tal, o requiere una intervención para que funcione; y si es así, bajo qué nuevos criterios y finalidad. En definitiva, qué esperamos de los nuevos mercados que se configuren tras la crisis.

GRÁFICO Nº 1
PRÉSTAMOS QUE FINANCIAN OPERACIONES DE ADQUISICIONES DE EMPRESAS EN EUROPA Y EEUU



Datos de 2008 hasta 20 de octubre
Fuente: Banco de Inglaterra

ESQUEMA Nº 1

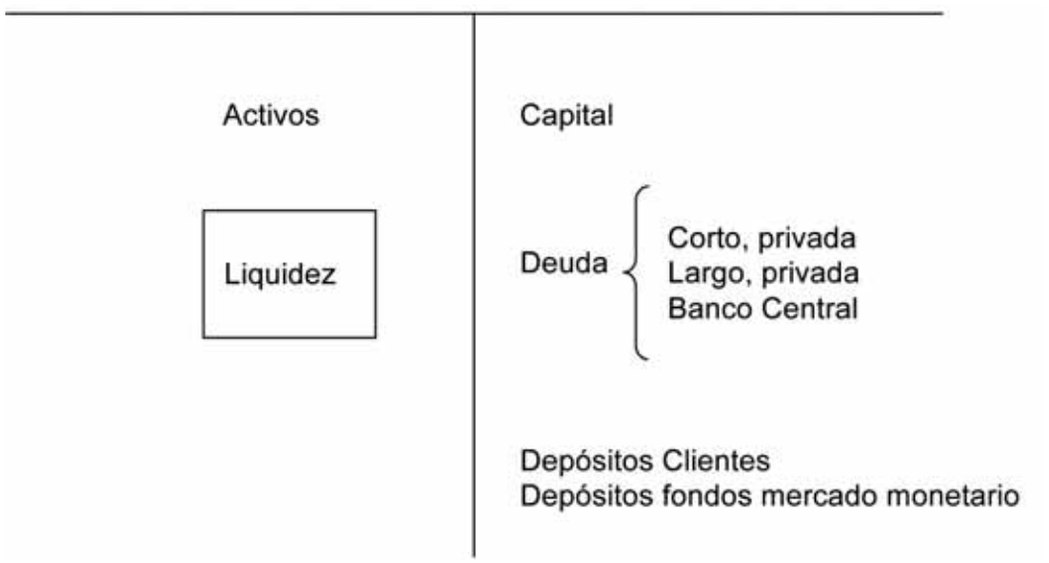
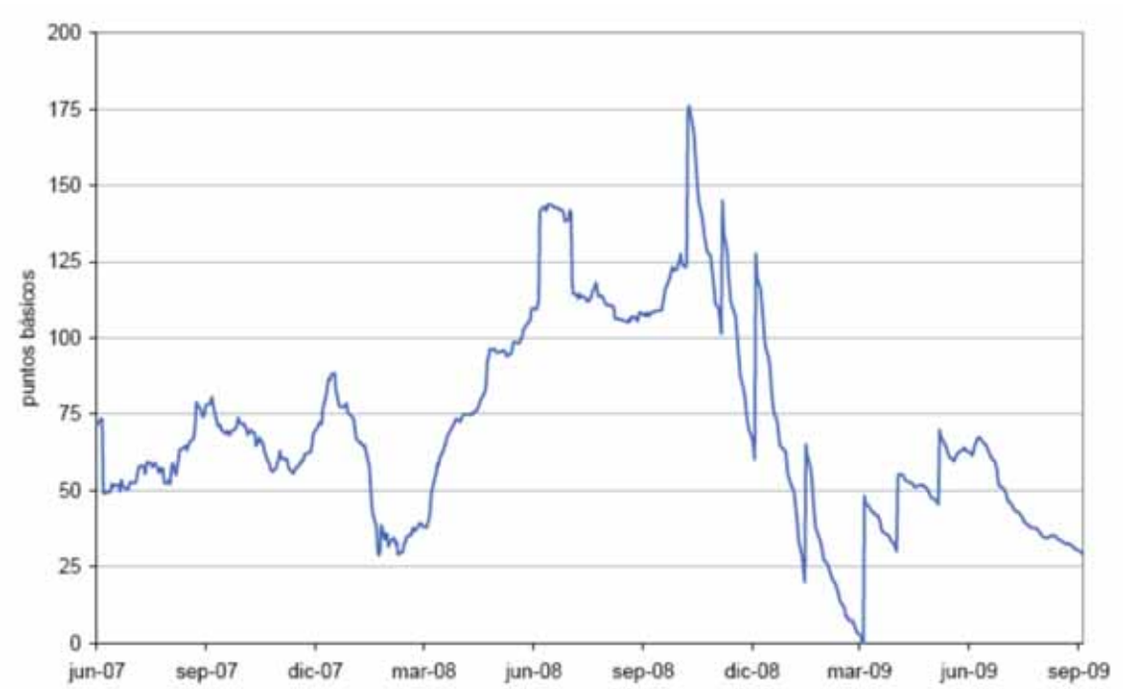
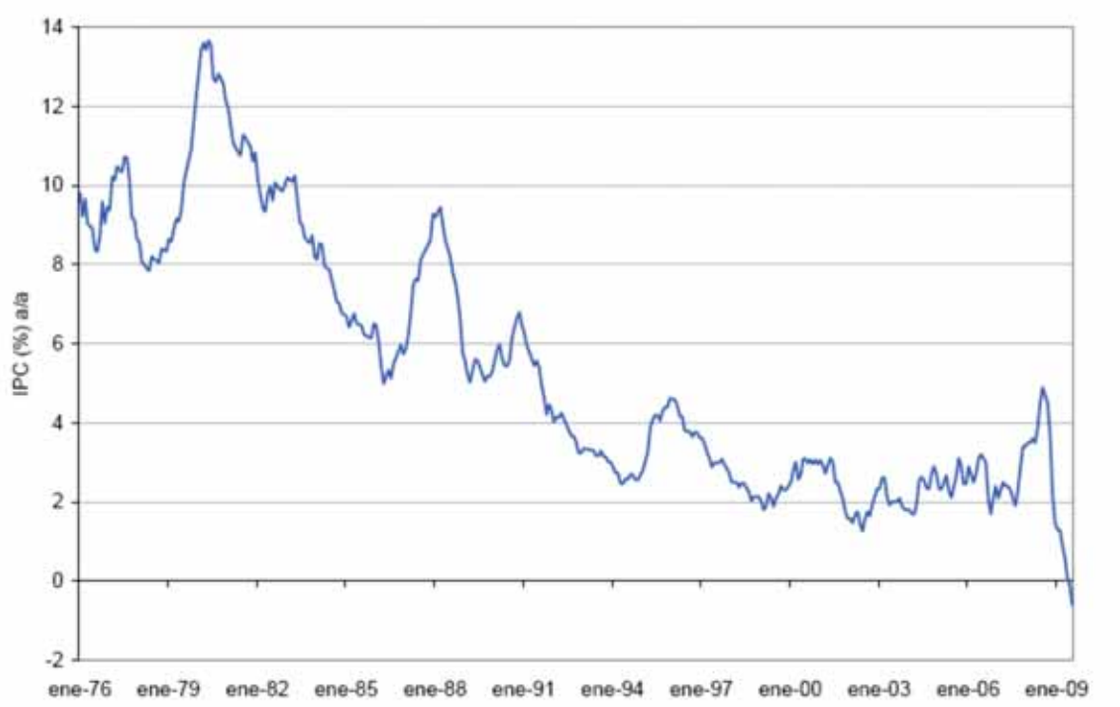


GRÁFICO Nº 2
DIRERENCIAL EURIBOR 12 MESES - TIPO DE INTERVENCIÓN BCE
(JUNIO 2007 - AGOSTO 2009)



Fuente: Bloomberg

GRÁFICO Nº 3
PRESIÓN DEFLACIONISTA PERSISTENTE EN LA OCDE

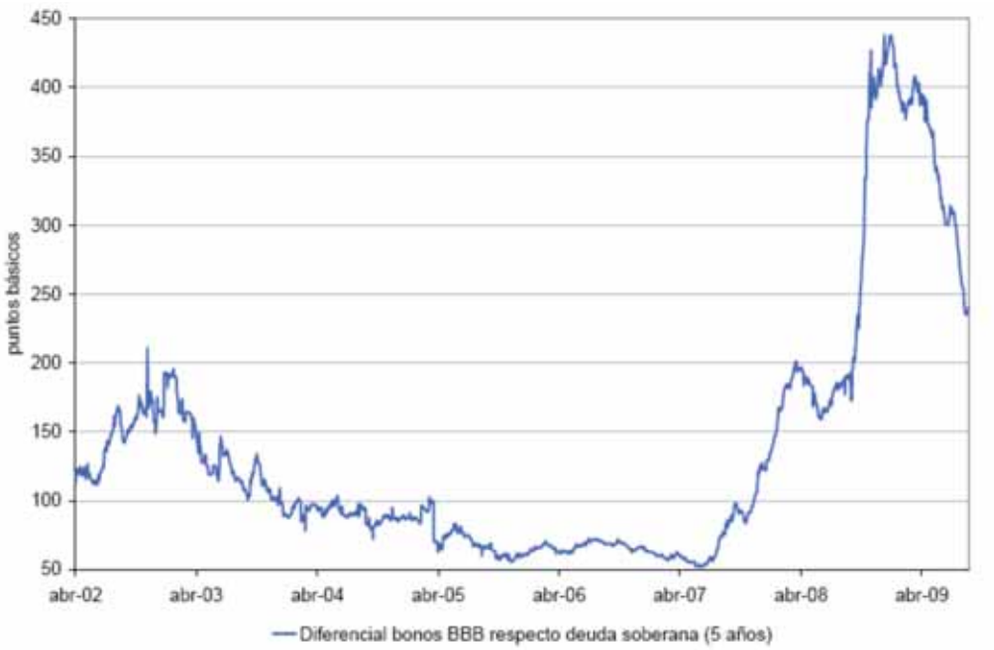


OFERTA MONETARIA (M3)



Fuente: OCDE, BCE y Reserva Federal

GRÁFICO Nº 4
DEUDA CORPORATIVA



Fuente: Bloomberg

ESQUEMA Nº 2

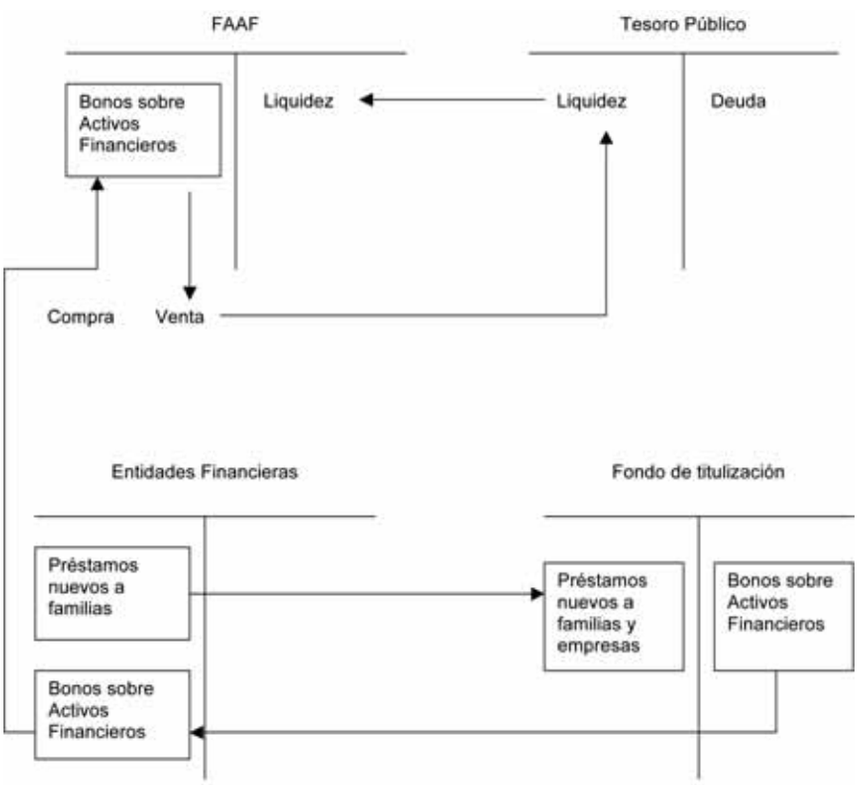
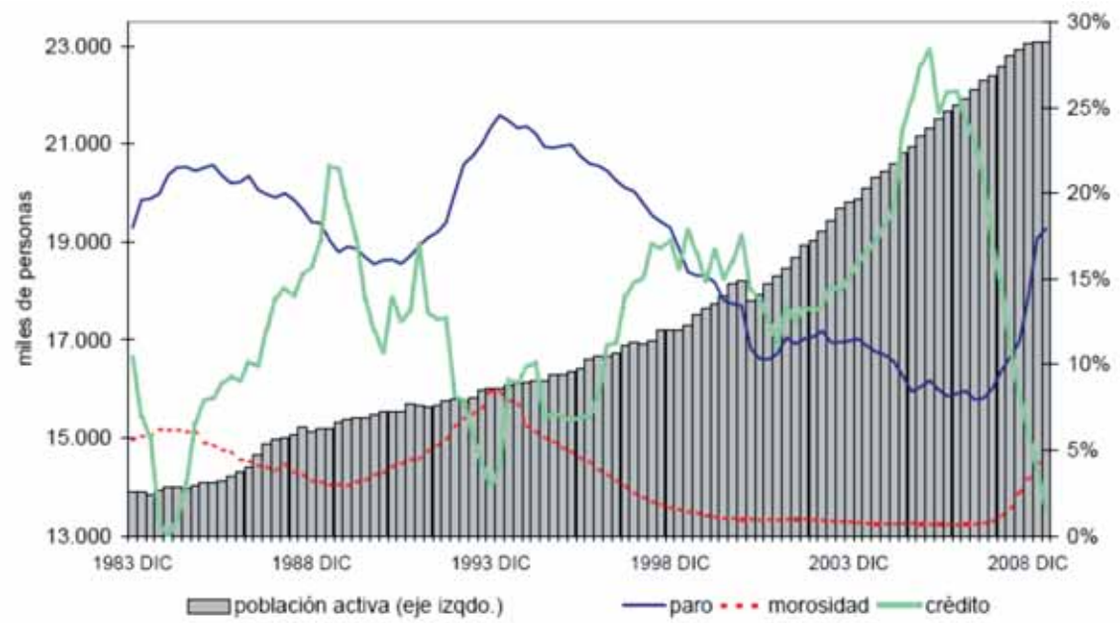


GRÁFICO Nº 5
CRÉDITOS DUDOSOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO; TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO. TASA DE PARO Y POBLACIÓN ACTIVA. (DICIEMBRE 1983 - JUNIO 2009)



Fuente: INE y Banco de España