

*Alberto Nadal Belda**

LA CRISIS FINANCIERA DE ESTADOS UNIDOS

La crisis financiera que estamos viviendo probablemente sea el acontecimiento económico más importante de los últimos cuarenta años. Por su magnitud, intensidad y efectos sobre la economía real va a crear un antes y un después en la forma de entender la globalización financiera y su supervisión. El 15 de noviembre se ha convocado en Washington a los países del G20. El objetivo es iniciar un proceso de reforma del sistema financiero internacional que permita seguir manteniendo los principios de libertad económica y, al mismo tiempo, los haga compatibles con una regulación financiera internacional que prevenga los riesgos sistémicos y sea eficaz.

Palabras clave: crisis *subprime*, sistema bancario, préstamo hipotecario, Estados Unidos.

Clasificación JEL: G18, G21, G38, O16.

1. Introducción

Un breve repaso de la historia económica de Estados Unidos muestra cómo las crisis financieras fueron un mal endémico de la economía americana durante su primer siglo de historia. Entre la Independencia y la Primera Guerra Mundial, se producían frecuentes episodios de pánico bancario y quiebra de entidades financieras cuya inmediata consecuencia era una importante caída de actividad durante varios años posteriores a la crisis. Así, la historia económica norteamericana recoge pánicos bancarios en 1819, 1837, 1857, 1873, 1893 y en 1907. La velocidad de expansión de la economía americana del siglo XIX, que creaba grandes oportunidades para la especulación, junto con la ausencia de instituciones adecuadas, que regularan el mercado financiero y actuaran como prestamista

de última instancia, favorecían la aparición periódica de este tipo de crisis. Se puede afirmar que las recesiones del siglo XIX registradas en Estados Unidos tienen su origen, en un altísimo porcentaje, en la explosión de burbujas especulativas. Sin embargo, a partir de la creación de la Reserva Federal en 1913 y, sobre todo, de la mejora en los sistemas de regulación y supervisión que se producen en el primer tercio del siglo XX como consecuencia de la Gran Depresión, las crisis financieras prácticamente desaparecen durante la mayor parte del siglo XX. En los años ochenta y noventa tuvo lugar la crisis y reestructuración del sector de las cajas de ahorro y el pánico bursátil de 1987 pero estos acontecimientos no tuvieron una repercusión inmediata sobre la economía real, que no entraría en recesión hasta 1990. Es, a principios de este siglo, cuando nos volvemos a encontrar con situaciones de sobrevaloración de activos financieros cuyo ajuste tiene una consecuencia, en mayor o menor grado, sobre la economía real. En 2001 se ▷

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Consejero Jefe de la Oficina Comercial de España en Washington.

produce el primer aviso serio. El estallido de la burbuja financiera asociada a las empresas que operaban en Internet trajo consigo una ralentización de la actividad durante dos años. Pero en ninguno de estos episodios anteriores es comparable, ni en intensidad ni en duración, a la crisis financiera de repercusión internacional que se produce a partir de 2007 y cuyo origen se encuentra en los fallidos del mercado hipotecario en Estados Unidos.

2. Orígenes de la crisis

La causa inmediata de la crisis hay que buscarla en el verano de 2007 en EEUU. Es entonces cuando se pone de manifiesto que el nivel de fallidos del sector hipotecario *subprime* estaba muy por encima de las medias de estadísticas históricas. Como consecuencia de ello, un gran número de cédulas hipotecarias titulizadas sobre estos préstamos perdieron su cotización y, de forma repentina, se volvió ilíquido un mercado que hasta entonces procuraba financiación a una parte importante del sector inmobiliario de los Estados Unidos. A partir de ahí, y dado el entramado de productos estructurados alrededor de estos activos titulizados, se genera una creciente desconfianza en el mercado financiero que terminará provocando la mayor intervención coordinada por parte de los gobiernos en la historia económica reciente.

Pero las verdaderas causas de la actual crisis financiera hay que buscarlas en una multiplicidad de factores complejos que se refuerzan entre ellos.

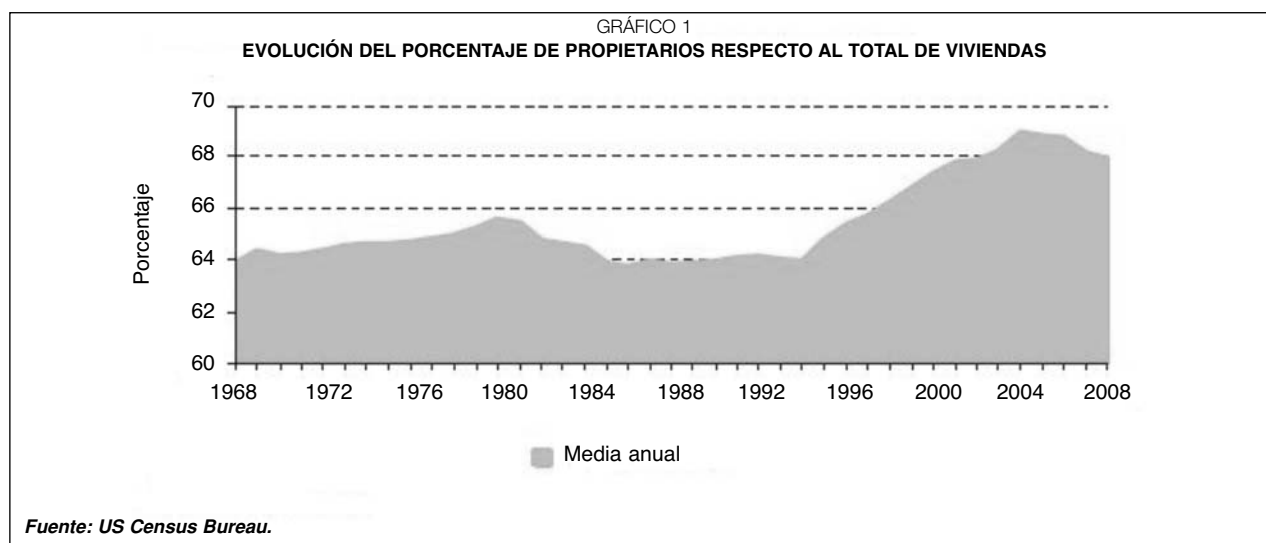
En primer lugar, las autoridades financieras cometieron una serie de errores de política macroeconómica y de regulación, que propiciaron comportamientos inadecuados tanto en el mercado inmobiliario como en el mercado financiero. Desde la década de los noventa, los bancos centrales se fueron centrando cada vez más en el control directo de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria y, en el caso de la Reserva Federal, en la suavización del ciclo económico. A la hora de medir los resultados de la política mone-

taria, estos se medían en función exclusivamente del IPC, e incluso, en algunas ocasiones de la tasa de variación de la inflación subyacente. Los bancos centrales consideraban, sólo como información adicional pero en ningún caso como objetivo a controlar, otras variables como la expansión del crédito o de los agregados monetarios, la evolución de los precios de los activos o el déficit exterior. En un contexto de economías abiertas en el que se podía importar gran número de bienes industriales desde las economías asiáticas, el índice de precios de consumo seguramente estaba minusvalorando los excesos de liquidez en el sistema económico¹.

Así, y con el fin de combatir la recesión de 2001, la Reserva Federal llega a producir una rebaja histórica de los tipos de interés desde el 6,5 por 100 al 1 por 100. El mantenimiento, durante largos periodos, de tipos de interés reales negativos propició todo tipo de comportamientos. Y ello, en un mercado financiero de ávidos ahorradores y de instituciones financieras fácilmente apalancables.

El segundo error de política económica es de carácter regulatorio y tiene su raíz en la revocación de las barreras existentes entre la banca comercial y la banca de inversiones que, en los años treinta, estableció la *Glass-Steagall Act*. Esta regulación, procedente de la Gran Depresión, establecía un rígido marco de separación entre la banca comercial, que toma dinero prestado del público en general, y la banca de inversión, que se financia exclusivamente a través del mercado de capitales. Los bancos comerciales estaban fuertemente supervisados por parte de la Reserva Federal quien exigía coeficientes de liquidez y de solvencia, lo que limitaba sus posibilidades de apalancamiento y por tanto de crecimiento del crédito. A cambio de esta regulación, la banca comercial gozaba del respaldo público a través de la garantía de los depósitos hasta un determinado límite. La banca de ▷

¹ En 2006 el Presidente de la Reserva Federal de Dallas, Richard W. Fisher ya advirtió que la política de fijación de tipos de cambio por parte de la Reserva Federal se basa en unos datos de inflación sesgados a la baja.



inversión, por el contrario, no estaba sometida a este tipo de controles, pero tenía rigurosamente prohibido acudir al público general en busca de financiación y tenía muy limitadas sus operaciones con el sistema de banca comercial. A partir de los años noventa, esta rígida separación se va diluyendo tanto por la revocación de la legislación como por la aparición de los fondos de inversión. La banca de inversión, al carecer de controles, puede apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial y, de esta manera, beneficiarse del alto precio sombra de la regulación financiera. En un mercado con tipos de interés negativos y los precios de los activos inmobiliarios creciendo a dos dígitos, la tentación de crear instrumentos, que permitieran financiar el crédito inmobiliario para luego colocarlo entre inversores ávidos de rentabilidad, era inmensa.

En la práctica, se creó un mercado hipotecario paralelo al dominado por la banca comercial tradicional, que es el origen de la crisis de las hipotecas *subprime*. De hecho, tanto las Administraciones republicanas como demócratas, hicieron un esfuerzo consciente de relajar las condiciones para el otorgamiento y titulización de las hipotecas en el segmento *subprime*, como medio de incrementar el porcentaje de propietarios. Es decir, no sólo se consintió, sino que se alentó, la creación de este mercado hipotecario paralelo.

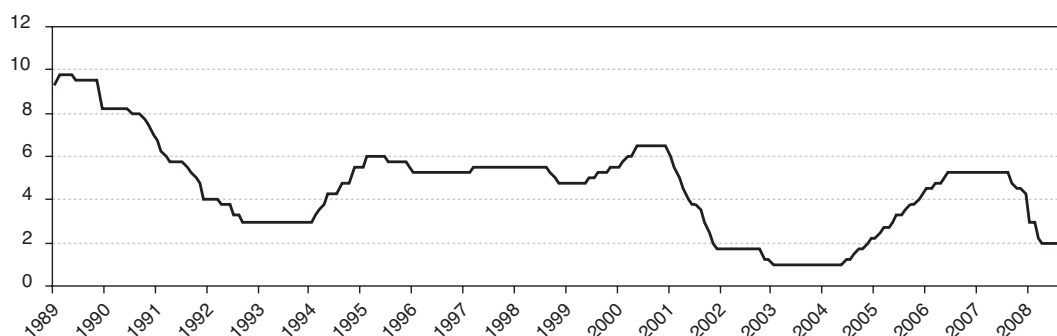
3. Desarrollo de la crisis

Ya hace décadas Hyman Minsky² en sus trabajos sobre crisis financieras, ofreció una explicación sobre su desarrollo que sigue siendo un referente³. En todo proceso de estallido de una burbuja, podemos encontrar las siguientes etapas: *desplazamiento* (algún tipo de *shock* exógeno que sacude al sistema macroeconómico, cambiando las oportunidades de beneficio de, al menos, un sector importante de la economía); *auge* (como resultado del desplazamiento, empresas y familias desplazan su riqueza hacia los sectores cuyos precios están subiendo. El proceso de auge se alimenta por la expansión de crédito); *euforia* (el mercado registra una gran actividad especulativa: un gran número de agentes compran el bien cuyo precio está subiendo no porque sean usuarios del mismo o por la rentabilidad que puedan obtener, sino para revenderlo posteriormente con ganancias de capital. El apa- ▷

² Una explicación comprensiva del modelo de Minsky puede encontrarse en Charles P. Kindleberger, *Manías, Pánicos y Cracs*. Ed. Ariel Sociedad Económica capítulo 2º.

³ Minsky consideraba, a la luz de la experiencia del capitalismo americano, que las crisis financieras serían consustanciales al sistema, y que por tanto era precisa una fuerte intervención por parte de los gobiernos en los mercados financieros para evitar su aparición o al menos limitarla. Sin embargo, las posiciones de Minsky sobre la inevitabilidad de las crisis financieras y la necesidad de intervención pública son consideradas extremas por parte de las escuelas de pensamiento más neoclásicas.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL FEDERAL FUNDS RATE DE LA RESERVA FEDERAL



Fuente: Federal Reserve Bank of New York.

rente incremento de riqueza provoca un crecimiento extraordinario de la actividad económica. En esta fase se agudizan los procesos de innovación financiera para alimentar una demanda creciente de crédito para comprar el bien objeto de la especulación.); *toma de beneficios* (en un momento dado, algunos de los inversores consideran que las ganancias son insostenibles, deciden realizar beneficios y venden. Los precios empiezan a estabilizarse y las dudas comienzan a instalarse en el mercado); *pánico* (ante la evidencia de la insostenibilidad de los precios, se producen ventas masivas en el mercado, el crédito se contrae al no poderse garantizar con los precios crecientes de los activos, se producen quiebras financieras y típicamente la economía entra en recesión hasta que se vuelven a restaurar los equilibrios iniciales).

En la crisis de 2007-2008, el desplazamiento de Minsky habría que situarlo en la conjunción de factores que hicieron enormemente atractivo el mercado inmobiliario para una parte de la población americana que tradicionalmente no había tenido acceso a una vivienda en propiedad. Entre estos factores están: los cambios en la regulación hipotecaria a mediados de los años noventa permitieron rebajar los estándares de Fannie Mae y Freddie Mac, instituciones financieras de carácter semipúblico que, en Estados Unidos, garantizan las hipotecas de la gran mayoría de familias americanas; la política de bajos tipos de interés para combatir la recesión de 2001 y los problemas de riesgo moral derivados de las ope-

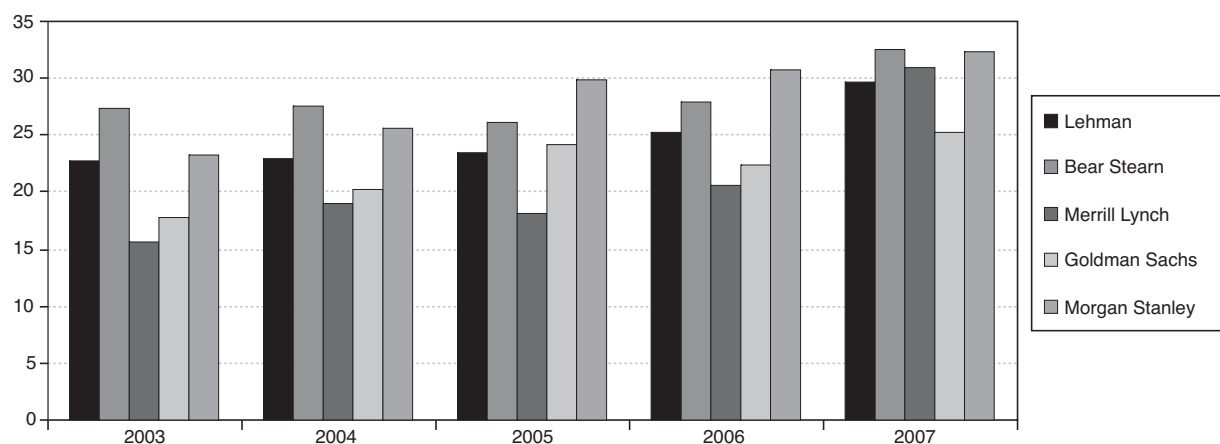
raciones de rescate de entidades financieras⁴ que incentivaron comportamientos irresponsables.

Las familias y empresas reaccionaron ante estos tipos de interés tan bajos, de la forma que habría que esperar, llevando al máximo su límite de endeudamiento con el fin de comprar activos y bienes de consumo duradero. Evidentemente, el mercado inmobiliario estaba, sin duda, en el centro de esta actividad compradora a crédito. De hecho, fue el crecimiento de los precios de la vivienda lo que permitió mantener relativamente estable el consumo de las familias norteamericanas durante la recesión de 2001, que fue relativamente breve y suave teniendo en cuenta la dimensión del estallido de la burbuja de las empresas asociadas a Internet. Es decir, en buena medida, podemos decir que las medidas de política monetaria para paliar la recesión del 2001 pusieron las semillas de la crisis financiera actual asociada al mercado hipotecario.

Pero el crecimiento de los precios de la vivienda y el crecimiento del segmento *subprime* no hubieran sido posibles sin ciertos procesos de innovación financiera, favorecidos por la desaparición de la separación entre banca comercial y banca de inversión. Ello permitió la creación de ▷

⁴ En 1998 el Banco de la Reserva Federal de Nueva York intervino en el rescate del Long-Term Capital Management. Ya entonces, destacados profesionales del sector financiero pusieron de manifiesto los riesgos que este tipo de intervenciones tenían al incentivar comportamientos irresponsables por parte de las entidades financieras, ya que sus gestores sabían que en caso de quiebra serían rescatados por el sector público.

GRÁFICO 3
RATIOS DE APALANCAMIENTO PARA LOS PRINCIPALES BANCOS



Fuente: Company Annual Reports (SEC form 10k).

un sistema de banca hipotecaria paralelo al de la banca comercial, sin los controles a los que habitualmente el crédito hipotecario está sometido.

De forma simplificada, el funcionamiento de este mercado era el siguiente: agentes independientes ofrecían hipotecas a tipo variable y con fuertes periodos de carencia a clientes (no propietarios) que no cualificaban para obtener una hipoteca en la banca comercial. Estas hipotecas, denominadas *subprime*, se vendían a entidades mayoristas que las agrupaban formando paquetes muy heterogéneos y, en general, con calidad crediticia inferior al segmento estándar. La banca de inversión dividía estos paquetes en distintos tramos, cuya solvencia venía determinada por su nivel de sobregarantía y la probabilidad de impago, que se calculaba en función de la morosidad histórica de las hipotecas *subprime*. Los tramos se titulizaban en MBS (*mortgage back securities*) y CDO (*collateralized debt obligations*). Los títulos de tramos más senior, aquellos cuya probabilidad de impago era ínfima y estaban muy garantizados, se consideraban de máxima calidad crediticia. Una agencia de *rating* confirmaba esta alta calidad (incluso con una calificación AAA). Este proceso se basaba en unos modelos matemáticos que se mostraron incorrectos para evaluar el riesgo de un segmento en crecimiento explosivo y en un momento en el

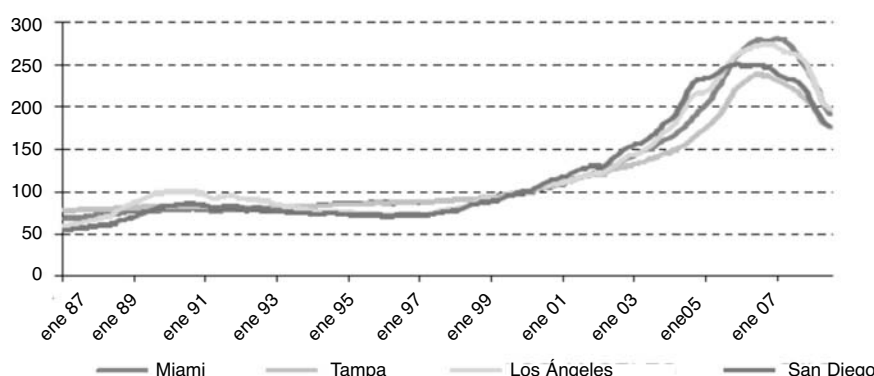
que la situación cíclica había cambiado de forma radical.

Estos títulos fueron comprados ávidamente por un mercado financiero internacional, cuyos inversores confiaban en su alta solvencia y buscaban desesperadamente rentabilidades positivas en dólar. Estos activos se distribuyeron entre fondos de inversión y entidades financieras de prácticamente todo el mundo, que confiaban en su alta solvencia y estaban ávidos de rentabilidades positivas en dólar. Entre ellos, se incluyeron las semipúblicas Freddie Mac y Fannie Mae, que operaban en el segmento *prime*.

Este sistema funcionaba correctamente mientras el precio de la vivienda en Estados Unidos siguiera creciendo, ya que, incluso aquellos compradores de vivienda en el segmento *subprime* que no pudieran hacer frente a los pagos, podían fácilmente vender sus inmuebles para hacer frente a sus deudas e incluso obtener una plusvalía.

De esta forma, entre 2003 y 2007 se produjo una espiral de creciente endeudamiento de las familias americanas, creciente apalancamiento de las entidades financieras e incremento constante de los precios de la vivienda. Incluso la banca comercial entró en este tipo de negocio, ya que, las posibilidades de apalancamiento que les ofrecía la innovación financiera, les permitía obtener cre- ▷

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE CASE-SCHILLER, PERIODO 1987-2008



Fuente: Standard & Poor's.

cientes beneficios sin estar sometida a las ataduras de la supervisión financiera.

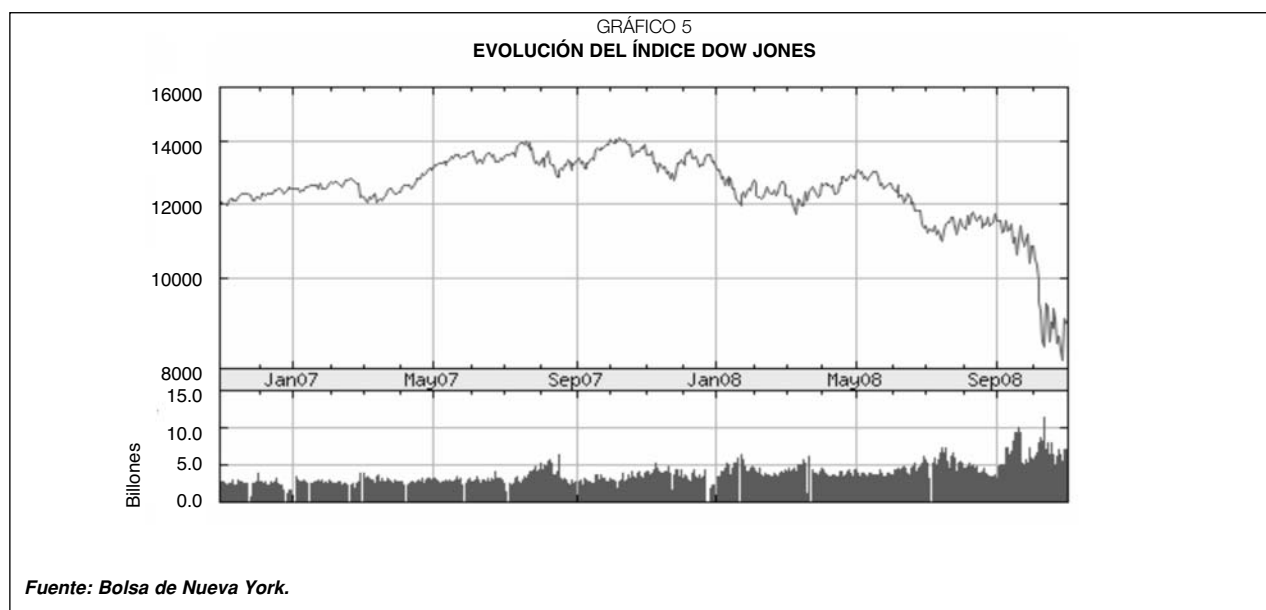
Podemos, por tanto, situar el proceso de auge en los primeros años de esta década. A partir de 2004, se pasa ya a una fase de clara euforia especulativa.

En el verano de 2007 se produce el momento Minsky, es decir, el punto en el proceso de evolución de la burbuja financiera en el que se produce su estallido, al comenzar la toma de beneficios. Ya en marzo de ese año se habían producido los primeros avisos. El día 12 de ese mes, la financiera estadounidense New Century Financial Corporation, especializada en hipotecas de alto riesgo, se sitúa al borde de la quiebra después de que sus prestamistas, los grandes bancos de inversión, le suspendieran la financiación ante el miedo a los impagos de los suscriptores de hipotecas. Sus títulos perdieron un 90 por 100 de valor en unos pocos meses. A mediados del mismo mes, la Asociación de Bancos Hipotecarios de Estados Unidos revela que la morosidad en el sector hipotecario alcanza su punto más alto en siete años. Ello se debió, en parte, a la subida de tipos de interés que el nuevo presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, había impulsado unos meses antes con el fin de retirar los excesos de liquidez del sistema y que estaban impulsando procesos inflacionistas. A finales de marzo, el índice Case-Schiller, el índice de precios de la vivienda más utilizado en Estados Unidos, registra su primera

caída interanual desde 1996.

Es, sin embargo, en julio cuando los acontecimientos se precipitan y el pánico se instala en el mercado. Dos fondos hipotecarios del banco de inversión Bear Stearns se declaran en quiebra. Este suceso puso de manifiesto la iliquidez de muchos activos vinculados al segmento *subprime* que, hasta ese momento, cotizaban con regularidad en el mercado. La amplia distribución de estos títulos y el gran volumen de operaciones de derivados y estructurados asociados a los mismos hacía que no se pudiera saber con precisión, cuál era la situación de solvencia patrimonial de las entidades que participaban en el mercado financiero. Así, a finales de julio, era ya patente en el mercado la desconfianza entre entidades financieras. Esta desconfianza se trasladó al mercado interbancario que el 9 de agosto presentó unos diferenciales respecto al tipo de intervención anormalmente elevados. Un diferencial de ese tipo, que sólo puede darse en el mercado interbancario cuando éste presenta problemas muy graves de liquidez, provocó la inmediata reacción de los bancos centrales que inyectaron, de forma coordinada, miles de millones de euros y dólares para intentar normalizar la situación.

De hecho, a partir de este momento y hasta el día de hoy, el mercado interbancario dejó de funcionar normalmente: los diferenciales no retornan a sus niveles previos y, además, se amplían de ▷



forma aguda, ante nuevas informaciones negativas para el mercado financiero. Curiosamente, en estos primeros meses de la crisis financiera, los mercados bursátiles aún no registran la importancia del problema.

Hasta el mes de agosto del año pasado, las principales quiebras y suspensiones de pagos se habían circunscrito al mercado americano, pero ya en septiembre cruzan el Atlántico. El 14 de ese mes el Banco de Inglaterra anunciaba que, por primera vez en 30 años, quebraba una entidad financiera británica: Northern Rock. En la reunión del Fondo del Open Market Committee (FOMC) de ese mes, la Reserva Federal recorta los tipos de interés al 4,75 por 100. En el último trimestre de 2007 se empieza a ver con mayor claridad la dimensión del problema. Los bancos, a ambos lados del Atlántico, empiezan a reconocer sus pérdidas y los precios de la vivienda caen a un ritmo cada vez mayor. La reserva Federal vuelve a rebajar en octubre y en diciembre los tipos de interés hasta situarlos en el 4,25 por 100.

En el primer trimestre de 2008 se produce simultáneamente un agravamiento de la crisis financiera y comienza a ser patente su traslado a la economía real. La tasa de desempleo en Estados Unidos comienza a crecer de forma importante, mientras los anuncios de reducción de beneficios

y de pérdidas en las entidades financieras de todo el mundo se suceden. A finales de enero, finalmente, tiene lugar una fuerte corrección bursátil ante la evidencia de la profundidad de la crisis. De forma urgente la Reserva Federal vuelve a recortar los tipos de interés en enero, por dos veces, hasta situarlos en el 3 por 100. En marzo, los bancos centrales vuelven a coordinar esfuerzos para dotar de liquidez a un mercado que continuaba sin dar signos de reacción antes las medidas tomadas.

El 17 de marzo se produce otro de los grandes hitos de esta crisis financiera. Tras una larga negociación durante el fin de semana en la que participaron el Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal de Nueva York, Bear Stearns es comprado por JPMorgan para evitar su quiebra. La compra sólo es posible cuando la Reserva Federal garantizó la financiación de la compra de los activos más ilíquidos de 30.000 millones de dólares. Al día siguiente, la Reserva Federal recorta nuevamente los tipos de interés 3/4 de punto hasta el 2,25 por 100. La crisis de Bear Stearns abrirá la puerta a la intervención directa por parte de las autoridades financieras en el rescate de bancos, y supondrá otra elevación en los diferenciales del mercado interbancario.

En abril, la Reserva Federal vuelve a bajar tipos hasta el 2 por 100. Durante los meses siguientes, ▷

hasta septiembre, la situación pareció estabilizarse. Aunque el mercado no estaba normalizado, el diferencial entre el Libor a plazos cortos y el tipo de intervención, parecía haberse estabilizado en torno a 60 puntos básicos, muy por encima de lo que se considera una situación normal, pero, en todo caso, la situación parecía estar más controlada. Durante la primavera y el verano, se reduce el número de quiebras bancarias y éstas son de segundo orden. Por otra parte, los bancos van reconociendo la realidad de la situación financiera y algunos de ellos consiguen captar fondos para su recapitalización.

Pero esto sólo sería la calma que precede a la tormenta. Septiembre de 2008 iba a ser el peor mes para los mercados financieros internacionales desde la gran depresión. En la primera semana de septiembre, el mercado empieza a tener serias dudas sobre la solvencia de Fannie Mae y Freddie Mac. Estas dos entidades poseían o garantizaban la mitad de la deuda hipotecaria de los Estados Unidos, y los títulos que emitían eran el principal activo global denominado en dólares y eran comprados habitualmente, dada su alta solvencia, por bancos centrales, entidades financieras, fondos de inversión, fondos de pensiones y ahorradores particulares de todo el mundo. Permitir su quiebra hubiera supuesto el derrumbe de la confianza en el dólar. Por ello, las autoridades federales se vieron obligadas, primero, a hacer explícita la garantía implícita de la que gozaban las dos entidades hipotecarias y, posteriormente, el 7 de septiembre, a proceder a su intervención directa.

Una semana más tarde, Lehman Brothers y Merrill Lynch se enfrentan a fuertes problemas de liquidez. Durante un fin de semana maratoniano, se realiza una negociación similar a la que se había producido en el caso de Bear Stearns de la que resulta, el día 15, la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America y la controvertida decisión, por parte de las autoridades americanas, de dejar quebrar a Lehman Brothers, al no encontrar comprador.

El día 16 se produce una nueva intervención masiva y conjunta del Banco Central Europeo y la

Reserva Federal. El 17 la Fed toma control de AIG, la principal entidad aseguradora de Estados Unidos, muy afectada por la quiebra de Lehman. Ese mismo día, se vuelve a producir una intervención coordinada de los principales bancos centrales del mundo. El día 22 Goldman Sachs y Morgan Stanley, los dos últimos grandes bancos de inversión que permanecían independientes, se transforman en bancos comerciales y aceptan la supervisión de la Fed. El 25 quiebra Washington Mutual que es intervenida por el Tesoro, quien acuerda su venta de urgencia a JPMorgan. El día 28 los Gobiernos de Bélgica, Holanda y Luxemburgo intervienen Fortis, la mayor entidad financiera de Bélgica y el 29 se produce la compra de Bradford & Bingley en el Reino Unido por parte del Grupo Santander, la intervención del Gobierno alemán en Hypo Real Estate y la compra de Wachovia por parte de Citibank.

Durante el mes de octubre, son las bolsas mundiales las que reflejan la magnitud de la crisis con caídas sin precedentes en los principales índices bursátiles. Sirva como ejemplo que a final de mes, los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas habían caído más de un 40 por 100 respecto de sus valores a principios de año. Ante el agravamiento de la crisis, la Fed acuerda una nueva rebaja de tipos de interés hasta el 1 por 100 a finales de octubre. Esta rebaja se hace en dos tramos de 50 puntos básicos, el primero de ellos en coordinación con los principales bancos centrales del mundo.

Desde el punto de vista de la economía real, el tercer trimestre de 2008 refleja crecimientos del PIB negativos para prácticamente todas las economías de la OCDE. Además, durante el mes de octubre, la extensión de la crisis, tanto financiera como real, es evidente en los principales mercados emergentes.

4. Respuestas a la crisis

Una de las principales lecciones que se puede obtener de esta crisis es que las autoridades eco- ▷

nómicas en los momentos iniciales carecen de la información necesaria para conocer el alcance del problema. De hecho, sistemáticamente, se subestimó la magnitud de la misma, y la reacción de las autoridades, hasta muy recientemente, ha ido por detrás de los acontecimientos. Ya hemos mencionado las intervenciones directas⁵ llevadas a cabo por los diferentes Gobiernos por lo que, en este apartado, nos limitaremos a las medidas de política regulatoria, monetaria y fiscal.

Las primeras en reaccionar ante los problemas detectados en el mercado interbancario en el verano de 2007 fueron, lógicamente, las autoridades monetarias. La Reserva Federal, en colaboración con otros bancos centrales, puso en marcha numerosas medidas orientadas a controlar la crisis y a estimular el mercado financiero. En este sentido, entre el 18 de septiembre de 2007 y el 30 de abril de 2008, redujo el tipo de interés de referencia del 5,25 por 100 al 2 por 100 e incrementó notablemente las operaciones de mercado abierto, con el objeto de asegurar el acceso de los bancos a nuevos fondos. Así, por ejemplo, aumentó la cantidad de los *Term Auction Facility* (TAF) de 60 a 100 millardos mensuales, para proveer liquidez a corto plazo, y flexibilizó las condiciones de apalancamiento y riesgo necesarias para acceder al crédito. Estas facilidades se mantendrán, en principio, hasta enero de 2009. Ante el agravamiento de la crisis en el mes de septiembre de 2008, como hemos mencionado, la Fed acuerda una nueva rebaja de tipos de interés hasta el 1 por 100.

Paralelamente a estas medidas, el Congreso de los Estados Unidos desarrolló otras iniciativas destinadas fundamentalmente a mejorar la regulación financiera, mantener la renta disponible y evitar el aumento de las ejecuciones hipotecarias. Por un lado, aprobó mayores competencias supervisoras para la Fed e incrementó la regulación sobre la

banca de inversión, incrementando los límites de reservas de capital. Por otro, desde el punto de vista de la política fiscal, puso en marcha un importante número de medidas legislativas.

La primera de estas leyes fue la *Economic Stimulus Act*, aprobada por el Congreso el 7 de febrero de 2008 y que entró en vigor el 28 de abril. Esta Ley consistía fundamentalmente en el reembolso de impuestos para las familias de rentas bajas y medias, en incentivos fiscales para motivar la inversión privada y en un incremento en los límites establecidos a las hipotecas que podían ser adquiridas por entidades de carácter semipúblico como Fannie Mae o Freddie Mac. El coste total de la medida ascendía a 168 millardos de dólares para 2008 con una carga adicional de otros 124 millardos para los próximos 10 años.

La otra de las medidas fue la *Housing and Economic Recovery Act*, aprobada por el Congreso el 24 de julio y que buscaba fundamentalmente recobrar la confianza del mercado doméstico de hipotecas. Para ello, autorizaba a la Administración Federal de Vivienda (*Federal Housing Administration*) a garantizar hasta 300 millardos de dólares en nuevas hipotecas a 30 años concedidas a los antiguos prestatarios, siempre y cuando los prestamistas recogieran en sus balances al menos el 90 por 100 de su valor. Por otro lado, intentaba reforzar la confianza en Fannie Mae y Freddie Mac, inyectándoles capital y reformando la regulación sobre este tipo de instituciones.

Sin embargo, ante los acontecimientos de septiembre de 2008, las autoridades financieras de todo el mundo reaccionaron con diversas propuestas dirigidas a recuperar la confianza en un sistema financiero en estado de coma. La magnitud y el grado de intervencionismo sin precedentes de las medidas es muestra de lo grave de la situación y de la seriedad con la que, ahora sí, las autoridades económicas se enfrentan a la misma.

El 18 de septiembre de 2008, el secretario del Tesoro norteamericano, Henry Paulson, anunció un plan de intervención para permitir a las instituciones financieras deshacerse de los activos ▷

⁵ Las intervenciones directas por parte de las autoridades financieras no están exentas de polémica. Por una parte, todo proceso de salvamento financiero implica problemas de riesgo moral hacia el futuro, al evitar a los accionistas de las entidades financieras una parte de la pérdida de valor. Por otro lado, la falta de transparencia de algunas de estas intervenciones plantean grandes dudas respecto a los procedimientos empleados.

tóxicos de sus balances y devolver la confianza y la liquidez a los mercados. Este plan consistía en la creación de una agencia gubernamental, similar a la *Resolution Trust Corporation*, creada en los años ochenta durante la crisis de las cajas de ahorro, que compraría los activos dañados a la banca y luego los vendería mediante subasta en los mercados. El plan otorgaba al Tesoro plenos poderes, durante dos años, para comprar y vender las inversiones vinculadas a hipotecas impagadas que estaban en manos de los bancos. Estas medidas suponían un desembolso de 700.000 millones de dólares, y elevaban el techo de la deuda pública a 11,3 billones de dólares.

El lunes 29 de septiembre de 2008, el plan fue votado por primera vez en la Cámara de Representantes, y rechazado con 205 votos a favor y 228 en contra. Todo ello, a pesar de las presiones del propio Secretario del Tesoro, del Presidente de la reserva Federal, y del de la SEC, Christopher Cox, que comparecieron ante el Senado demandando una actuación inmediata, ante la parálisis del mercado interbancario.

El resultado negativo de la votación puso de manifiesto que el plan despertaba serias dudas en miembros de ambos partidos. Los republicanos que rechazaron la medida, se oponían a otorgar un poder tan amplio al Ejecutivo y a dar luz verde a la elevadísima emisión de deuda que implicaría el plan. Proponían, como alternativa, un cambio en la norma contable y una rebaja de los impuestos a las empresas. Los demócratas, por su parte, reclamaban mayor apoyo a los propietarios de las viviendas y un mayor control de las remuneraciones de los directivos de las empresas financieras. El bloqueo agravó la congelación del mercado interbancario y repercutió muy negativamente en las principales plazas bursátiles.

Ante el rechazo de la Cámara de Representantes y como paso intermedio, el 1 de octubre, se decidió presentar el plan a la aprobación del Senado, realizando algunas modificaciones en su contenido, entre las que destacaron el incremento de los seguros de depósito desde los 100.000 a los

250.000 dólares y la inclusión de un paquete de exenciones fiscales que ascendía a 150.000 millones de dólares. En la Cámara Alta, el plan fue aprobado con 74 votos a favor y 25 en contra.

El viernes 3 de octubre, el plan fue presentado de nuevo en la Cámara, donde fue aprobado con 273 votos a favor y 171 en contra. La ley, en su forma final, otorgaba gran flexibilidad al Tesoro, que podía comprar deuda o acciones directamente a una entidad, si lo creía necesario. La ley contemplaba un mecanismo para la compra de activos de subasta inversa y permitía a la Reserva Federal pagar intereses a los bancos por los depósitos que debían mantener en el banco central en cumplimiento de la normativa financiera.

A pesar de la aprobación del plan de rescate financiero, los analistas y los propios mercados bursátiles mostraron su escepticismo ante su verdadera eficacia. La principal crítica, apoyada por ilustres académicos como Zingales o Rajan, consistía en considerar que el Plan Paulson no actuaba sobre la raíz del problema, es decir, sobre la descapitalización de las entidades financieras. Por el contrario, la compra de activos sólo conducía a una recapitalización de forma indirecta, incierta y lenta. Sin una pronta recapitalización, el desapalancamiento bancario continuaría y el crédito otorgado a la economía real seguiría disminuyendo.

Paralelamente, los países europeos también llevaron a cabo sus propias acciones de rescate. Gran Bretaña anunció el 8 de octubre el plan que se ha convertido en referente para todos los demás. La medida, suponía la nacionalización parcial de los más importantes bancos del país mediante la compra de acciones por valor de 50.000 millones de libras. Además, el Gobierno británico, proponía una inyección directa de capital a los bancos por valor de 200.000 millones de libras en créditos a corto plazo para asegurar su liquidez y ofrecía una garantía de 250.000 millones de libras para garantizar el interbancario. El Plan Brown sí estaba más próximo a las demandas de actuación respaldadas por el mundo académico y el propio sector financiero. ▷

El 12 de octubre, la Zona Euro, en contra de sus posiciones iniciales, acordaba un plan de rescate coordinado para dinamizar el sistema financiero. La estrategia se inspiraba sustancialmente en la medida británica, complementada por las medidas tomadas por otros Estados miembros, y suponía un aumento considerable de la intervención pública en el mercado financiero.

Ante el éxito de las medidas aprobadas en Europa, el Tesoro norteamericano decidió aproximar su plan de rescate financiero a la iniciativa británica, aprovechando la flexibilidad que le otorgaba el marco acordado. Para ello, la Administración dedicaría un total de 250.000 millones de dólares a la recapitalización bancaria. Por un lado, inyectaría capital en los bancos comprando acciones o activos y, por otro, garantizaría durante un tiempo el préstamo interbancario. Nueve grandes bancos del país aceptaron la entrada del Gobierno en su accionariado⁶.

Paralelamente a todas estas iniciativas, la propia industria y las instituciones financieras han buscado sus propias alternativas para reajustar el mercado, principalmente a través de refinanciación de deudas y modificación de las cargas financieras. Aunque todas estas acciones apenas alcanzaron al 1 por 100 del valor de las hipotecas *subprime*. Durante 2008, la Administración Bush creó la *Hope Now Alliance*, que buscaba reducir las ejecuciones hipotecarias mediante acuerdos entre bancos y deudores.

Por su parte, los bancos continuaron buscando capital en los mercados mediante la reducción parcial de dividendos y la obtención de capital a través de fondos soberanos. Se estima que estos fon-

dos aportaron al mercado el año pasado más de 69 millardos de dólares.

5. Conclusión

La crisis financiera que estamos viviendo probablemente sea el acontecimiento económico más importante de los últimos cuarenta años. Por su magnitud, intensidad y efectos sobre la economía real va a crear un antes y un después en la forma de entender la globalización financiera y su supervisión. El FMI estima que el impacto directo de la crisis financiera sobre la cuenta de resultados de las entidades estaría en torno a un billón de dólares, a lo que habría que añadir una cantidad equivalente como consecuencia del impacto sobre el ciclo económico de la crisis.

El proceso de recapitalización y recuperación del crédito será lento. El impacto sobre la economía real será muy importante y especialmente se dejará sentir la crisis en las economías emergentes. De ahí que el 15 de noviembre se haya convocado en Washington a los países del G-20 para iniciar un proceso de reforma de la arquitectura financiera internacional que permita seguir manteniendo los principios de libertad económica, pero al mismo tiempo los haga compatibles con una regulación financiera internacional que prevenga los riesgos sistémicos y sea eficaz. Esta cumbre abrirá un proceso de redefinición de las instituciones financieras internacionales. Seguramente se reforzarán los sistemas de supervisión financiera multilaterales, se limitará la innovación financiera y se hará un esfuerzo para coordinar las políticas monetarias. Sin embargo, la enseñanza de la historia económica es que la regulación tiene límites, y que el control regulatorio siempre es temporal.

⁶ Se trata de Citigroup, JPMorgan Chase (que recibirán 25.000 millones de dólares, cada uno), Bank of America, Wells Fargo (20.000 millones), Goldman Sachs, Morgan Stanley (10.000 millones) Bank of New York Mellon y State Street (2.000).

NORMAS DE PUBLICACIÓN

1. Las contribuciones se enviarán en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico ice.sccc@mcx.es
2. Sólo se admitirá material original no publicado ni presentado en otro medio de difusión.
3. La extensión total del trabajo (incluyendo cuadros, gráficos, tablas, notas, etc.) no debe ser inferior a 15 páginas ni superior a 20. El espaciado será doble y el tamaño de letra 12.
4. En la primera página se hará constar el título del artículo que será lo más corto posible y la fecha de conclusión del mismo, nombre y dos apellidos del autor o autores, filiación institucional, dirección, teléfono y correo electrónico de cada uno de ellos, así como la forma en que desean que sus datos aparezcan.
5. En la segunda página del texto estarán el título que deberá ser breve, claro, preciso e informativo, un resumen del trabajo (con una extensión máxima de 10 líneas), de 2 a 6 palabras clave que no sean coincidentes con el título y de 1 a 5 códigos de materias del *Journal of Economic Literature* (clasificación JEL) para su organización y posterior recuperación en la base de datos del *Boletín Económico de ICE*.
6. En las siguientes páginas se incluirán el texto, la información gráfica y la bibliografía con la siguiente estructura:

- Los apartados y subapartados se numerarán en arábigos respondiendo a una sucesión continuada utilizando un punto para separar los niveles de división, con la siguientes estructura:

1. Título del apartado

1.1. Título del apartado

1.1.1. Título del apartado

2. Título del apartado

- Habrá, por este orden, introducción, desarrollo, conclusiones y bibliografía y anexos si los hubiera.
- Las notas irán numeradas correlativamente y puestas entre paréntesis, incluyéndolo su contenido a pie de página y a espacio sencillo. Sólo deben contener texto adicional y nunca referencias bibliográficas.
- Los cuadros, gráficos, tablas y figuras se incluirán en el lugar que corresponda en el texto generados por la aplicación Word, no admitiéndose su inserción en formato de imagen. Todos deberán llevar un número correlativo, un título y la correspondiente fuente.
- Las referencias a siglas deberán ir acompañadas, en la primera ocasión que se citen de su significado completo.
- Las citas de libros y artículos en el texto se indicarán entre paréntesis con el apellido del autor y el año. En el caso de referencias de tres o más autores han de figurar todos cuando se citen por primera vez y después sólo el primer autor seguido de *et al.*
- La bibliografía se ordenará alfabéticamente con el siguiente formato.

— LIBRO:

Apellidos e inicial del nombre de todos los autores en mayúsculas. Año de publicación entre paréntesis: título completo, edición, lugar de publicación. Editorial.

Ej.: CARREAU, D., FLORY, T. y JUILLARD, P. (1990): *Droit Economique International*, 3ª edición, París. LGDJ.

— ARTÍCULO:

Apellidos e inicial del nombre de todos los autores en mayúsculas. Entre paréntesis año de publicación: título completo del artículo citado entrecomillado, nombre de la publicación en cursivas, fascículo y/o volumen, fecha de publicación, páginas. Lugar de publicación.

Ej.: VIÑALS, J. (1983): "El desequilibrio del sector exterior en España: una perspectiva macroeconómica", *Información Comercial Española. Revista de Economía* nº 604, diciembre, pp. 27-35, Madrid.

BICE retiene todos los derechos de reproducción de los artículos editados aunque tiene como práctica habitual autorizar su reproducción siempre que se cite la publicación y se cuente con el permiso del autor. La autorización deberá solicitarse por escrito en la redacción de BICE. Los artículos publicados estarán disponibles en www.revistasICE.com