

Pinchazo de la burbuja de crédito: una crisis financiera internacional y demasiadas expectativas no cumplidas

Autores: *Eva Ballesté Morillas*
Universidad Pontificia Comillas

Rodrigo Martín García
Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED)

Resumen

En el presente artículo se repasa el conjunto de causas estructurales de la primera gran crisis financiera internacional del siglo XXI, así como sus detonantes, comparativamente con respecto a crisis financieras anteriores.

Del mismo modo, se propone la revisión de los aspectos que impulsaron a la pérdida de confianza en el sistema, planteando algunas bases de reflexión para que los cambios en el sistema financiero internacional provoquen una recuperación sostenible en el tiempo, como base de una creación de valor basada en fundamentales y en expectativas razonables para empresas, activos y agentes financieros.

Palabras clave: crisis financiera, explosión del crédito, fraude, sostenibilidad, expectativas, productividad, valor razonable, confianza.

Abstract

This paper is a review of the structural causes and triggers of the first major international financial crisis of the XXI century, and shows a comparison respect to previous financial crises.

It is proposed a review of the issues that led to the loss of confidence in the system, raising some basic ideas for the changes in the international financial system causing a sustainable recovery in time, as a basis for value creation based on fundamentals and reasonable expectations for companies, assets and financial agents.

Key words: financial crisis, credit crunch, fraud, sustainability, expectations, productivity, fair value, confidence.

Recibido: 22.10.2009

Aceptado: 02.11.2009

I. Introducción

Desde el cierre de los mercados de capitales del verano de 2007 se vienen observando factores sin precedentes en el sistema financiero internacional. No por ello se puede pensar que no se pueda encajar el comportamiento de la economía en el patrón de evolución de ciclos económicos y financieros anteriores.

En términos generales, la economía tiene un comportamiento cíclico. A largo plazo, puede afirmarse que mantiene una tendencia creciente, aunque oscila alternativamente sobre y bajo dicha línea de tendencia creciente, en función del momento del ciclo en que se encuentre. Este comportamiento no es matemático, sino que es posible identificar ciclos de distinta duración. Así, se pueden distinguir (González (1997)) las ondas largas o ciclos de Kondratieff, con una duración aproximada entre 40 y 60 años, los ciclos de Kuznets (20 años), Juglar (10 años) y los ciclos de inventario o de Kitchin (40 meses), entre otros.

En el presente artículo se trata de explicar el porqué de la crisis actual (que preveemos se extenderá hasta finales de 2011) analizando qué ocurrió en otras crisis financieras ya pasadas.

La crisis financiera actual se podría resumir en dos fases. En la primera fase se idealiza un crecimiento basado en elevadas expectativas de crecimiento positivo y apoyado por un alto nivel de endeudamiento de los agentes participantes en él. En la segunda fase, tras el cierre del mercado de crédito (burbuja de crédito) se empieza a cuestionar el propio modelo y la pérdida de la confianza lleva a la caída de las expectativas y la destrucción de valor.

La solución a la recuperación se plantea encaminada hacia un modelo de crecimiento sostenible menos apalancado y con crecimiento unido a la productividad.

No obstante, la recuperación es a medio plazo y de aplicación progresiva. De no ser así, se abandonaría a su suerte y ventura a cuantos agentes confiaron en un modelo de crecimiento basado en el crédito (cuyas consecuencias se pagan en el largo plazo).

II. Definición de Sistema Financiero, la selección adversa y el riesgo moral

El sistema financiero es un conjunto de instituciones, mercados e instrumentos que sirven para canalizar el ahorro de las unidades económicas excedentarias (ahorradores), hacia los agentes deficitarios (inversores), trasladando recursos hacia los proyectos con mejor combinación rentabilidad-riesgo.

Muchos autores una crisis financiera es una perturbación que imposibilita que los mercados financieros puedan cumplir su función.

Mateos (2001) utiliza el ejemplo del prestamista que, a menudo, conoce peor los riesgos de un proyecto que el prestatario que le pide dinero para financiarlo, de modo que no es capaz de discernir cuáles son las alternativas de inversión con mejor combinación rentabilidad-riesgo.

Minsky (1974) se refiere a los problemas de selección adversa y riesgo moral; produciéndose ambos problemas en las crisis (se asigna a los activos/proyectos/empresas un precio inferior a su valor, por el miedo a no poder discriminar bien su riesgo), como en los momentos de sobre-inversión o burbuja especulativa (en que se les asigna un precio superior a su valor, debido a falsas expectativas relativas a su valor futuro, su capacidad de generación de beneficios o una infravaloración de su riesgo real).

Minsky descubrió que en tiempos de prosperidad se desarrolla una euforia especulativa mientras aumenta el volumen de crédito, hasta un punto en el que los beneficios generados no pueden pagarlo. Este, es el momento en el que la oleada de impagos produce una crisis.

La base de su análisis era la clasificación financiera de las empresas en tres tipos: *empresas cubiertas* (cuyo flujo de caja permite pagar las deudas), *empresas especulativas* (cuando el flujo de caja permite pagar los intereses de la deuda pero no el principal) y *empresas tipo ponzi* (cuyo flujo de caja no permite pagar ni la deuda ni el principal).

Como ejemplo de *empresa cubierta* podemos pensar en una empresa cuya viabilidad está asegurada porque produce un bien o servicio que funciona en el mercado y produce beneficios suficientes para sobrevivir. Está diseñada para un horizonte temporal ilimitado y no suele tener un gran apalancamiento.

Una *empresa especulativa* normalmente se constituye con vistas a un horizonte temporal determinado y suelen estar muy apalancadas.

La *empresa ponzi* es una empresa constituida en la mayoría de casos con fines de fraude. Todo lo que las sustenta está basado en hipótesis falsas o de difícil sustento y están fuertemente apalancadas.

El concepto de riesgo moral permite cuestionarse la decisión de reflotar las pérdidas de una empresa cuyo colapso arrastraría a toda la economía aún poniendo en

duda posibles prácticas empresariales sin ética. A modo de ejemplo pensemos en la quiebra de Bearn Stearns, una de las primeras víctimas de la crisis subprime.

III. Tipología de crisis financiera y el porqué de su existencia

La tipología de las crisis financieras, siguiendo al Fondo Monetario Internacional (1998) hay que distinguirlas entre: crisis cambiaria, crisis bancaria y crisis de deuda externa.

Para Reinhart y Rogoff (2008) las consecuencias de las crisis financieras más intensas se deben al hundimiento de los mercados de activos, fuertes caídas del PIB, fuerte nivel de desempleo y al aumento significativo del valor real de la Deuda del Tesoro.

Las crisis financieras se producen por desequilibrios internos y por detonantes externos. Ambos producen una vulnerabilidad que arrastra la confianza y la firmeza de la economía.

Entre los desequilibrios internos hallamos la inflación, el déficit exterior, el déficit público, en endeudamiento de los agentes públicos y privados y las elevadas tasas de desempleo. También las distorsiones del sector financiero, los tipos de cambio sobrevalorados y las debilidades estructurales (mercado de trabajo, mercado de bienes y regulación financiera) son desequilibrios internos.

Entre los factores externos se hallaría el efecto contagio, la modificación de las condiciones globales y el “flight to quality” (mover el capital de las inversiones de mayor riesgo hacia las inversiones más seguras).

IV. Los mercados financieros y sus ciclos económicos

Los mercados financieros tradicionalmente se caracterizaban por ser nacionales, altamente regulados, basados en el sector bancario, con alto grado de intermediación, por su enfoque a las relaciones y por su propensión a retener el riesgo.

En la actualidad, los mercados son globales, altamente desregulados y liberados, se enfocan a sus emisores e inversores y apuestan por distribuir el riesgo.

La economía en general y los mercados financieros están afrontando los efectos del fin de una de las mayores burbujas financieras de la historia. El impacto principal es una disminución de la producción, un aumento de la tasa de desempleo y la pérdida de riqueza, pero no se trata de una crisis financiera aislada, como se desprende del análisis de algunos episodios anteriores:

En la crisis de 1929 (“black Thursday”) encontramos que, después de un crecimiento especulativo a lo largo de los años 20, basado en las empresas automovilísticas y las comunicaciones, las acciones se desplomaron. Las autoridades intentaron estabilizar los mercados sin éxito, llegando las acciones a perder hasta un 90% de su valor.

Hacia 1932 la economía estadounidense tenía un tercio de la población en paro. En este escenario el banco central decidió introducir las medidas conocidas como “New Deal” pero hasta la segunda Guerra Mundial la economía no se recuperó totalmente cuando los gastos militares masivos acabaron con el desempleo e impulsaron el crecimiento económico.

En 1985 se caracteriza por el escándalo de las cajas de ahorro en los EEUU. Estas eran bancos locales especializados en hipotecas y en tomar depósitos de minoristas. Durante los años ochenta con la desregulación financiera desarrollaron operaciones en mayor volumen y riesgo que incluso los bancos comerciales. El gobierno de los Estados Unidos había asegurado muchos de los depósitos por lo que cuando estas quebraron, tuvo que crear la “Resolution Trust Company” para dar salida a todos los activos de las cajas, incluyendo las propiedades de quienes no pudieron pagar sus hipotecas. Esta crisis fortaleció a los grandes bancos y preparó el terreno para las fusiones y consolidaciones del sector bancario minorista de los 90.

En 1998, Myron Scholes y Robert Merton consideraban que en el largo plazo los intereses de los diferentes gobiernos convergerían y apostaron por pequeñas diferencias en los tipos sacando un hedge fund llamado LTCM (Long Term Capital Management). Cuando Rusia tuvo su impago de 1998 los inversores pasaron los bonos de los gobiernos de mercados emergentes a los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos por considerarlos más seguros. Los diferenciales subieron exponencialmente. Ello salpicó al mercado de crédito americano llevándole a la crisis y forzando la subida de los tipos de interés. LTCM se liquidó y la FED bajo los tipos de interés.

En 1933 se aprobó la Glass-Steagall Act, ley redactada por el ex secretario del Tesoro y fundador del Sistema de la Reserva Federal, en virtud de la cual, se estableció una diferenciación entre bancos minoristas (banca de depósitos) y bancos de inversión. Combinada con la Ley Antimonopolio Sherman (Sherman Antitrust Act), de 1890, quedaban muy limitadas las fusiones o adquisiciones entre bancos y la creación de macroentidades en el sistema financiero norteamericano. Los bancos comerciales tenían prohibido asociarse con compañías financieras, integrar directorios de sociedades comerciales, administrar fondos de pensiones o inversiones, tener ingresos bursátiles por encima del 18% y participar en los negocios de aseguradoras. Este marco legislativo, en vigor hasta 1999, dotó al sistema bancario americano de gran solidez y solvencia.

Hasta finales de los 90 no se introdujeron modificaciones sustanciales a este marco normativo. En 1999, se aprobó la Ley de Modernización de Servicios Financieros (Gramm-Leach-Bliley Act), lo que supuso el principal símbolo de la desregulación financiera y la posibilidad fusiones entre bancos, las firmas de titulización y las aseguradoras, produciendo enormes conglomerados financieros.

Durante el final de los años 90 el mercado de valores se configuraba en torno a las empresas tecnológicas que pronosticaban un cambio de ciclo en la economía. Los precios de los valores subieron enormemente a pesar de que eran pocas las empresas

que tenían realmente beneficios. Cuando la burbuja tecnológica estalló, el índice Nasdaq llegó a caer hasta un 78% (entre marzo de 2000 y octubre de 2002).

V. La crisis subprime

Tras el estallido de la burbuja tecnológica, entre los años 2000 y 2001 se produjo una salida de los capitales de inversión, tanto institucional como familiar, en dirección a los bienes inmuebles, que se unió al proceso altamente expansivo del crédito a nivel global.

Los atentados del 11 de septiembre de 2001 crearon un ambiente de inestabilidad internacional al que había que responder según el informe de Othmar Karas (2001) con una mejora del ambiente de inversión y de la capacidad competitiva internacional mediante la aceleración de las reformas estructurales sobre la base del proceso de Lisboa.

Así, el Banco Central Europeo reaccionó con una reducción de los tipos de interés, rápida y en coordinación con la Reserva Federal. Además se apostó por una inyección de liquidez adicional, con el objetivo de evitar una crisis financiera internacional.

Bien entrados en el 2004, la Reserva Federal de los Estados Unidos se encontró en un escenario en el que la inflación era altamente preocupante. En paralelo, el precio de la vivienda había experimentado un crecimiento espectacular en los Estados Unidos. Eran tiempos de impagos de deudas y en las que numerosas entidades comenzaron a tener problemas de liquidez para devolver el dinero a los inversores.

Lo que parecía un problema local de los Estados Unidos pronto adquirió dimensiones globales debidas entre otros factores a que muchos bancos internacionales habían hecho grandes inversiones en el sector inmobiliario.

En el boom tecnológico de 1995-2001 los últimos 18 meses se caracterizaron por inyecciones de liquidez (los "Y2k") cuya procedencia de fondos no estuvo en todos los casos justificada.

Cuando la burbuja tecnológica finalizó en una contracción de 4 billones de dólares, los gobiernos del Este, impulsaron un fuerte estímulo a la inversión y la burbuja inmobiliaria ya había empezado su camino.

Durante los 90, se produjo un enorme proceso de innovación financiera. Los bancos crearon liquidez a través de fondos y derivados, contribuyendo a que los inversores y las instituciones usaran estos instrumentos a gran escala.

En el periodo 2002-2003, la huelga de crédito provocó cambios en la innovación creando productos atractivos que contribuyeron a la sub-prime: las estructuras CDO que atrajeron a los inversores de pensiones y que posibilitaban prestar a bajo coste (coste barato de la financiación).

La aplicación de una legislación inapropiada, llena de vacíos legales, permitía unas directivas del gobierno y de la banca incentivándolas a obtener préstamos sub-prime.

En los años 90, la enorme innovación en derivados dotaba de mucha liquidez al sistema: los inversores y las instituciones confiaban en estos instrumentos de liquidez y formaban parte de su operativa diaria.

En el caso de los Estados Unidos, en particular, los síntomas de la crisis arrancan por las hipotecas de tipo subprime o “hipotecas basura”, consistentes en préstamos de alto riesgo a personas, en su mayoría sin empleo, sin ingresos fijos y sin propiedades, que no gozaban de la necesaria solvencia para cumplir con sus compromisos crediticios. Su tipo de interés era más elevado que en los préstamos personales (si bien los primeros años tienen un tipo de interés promocional), y las comisiones bancarias resultaban más gravosas. Estas operaciones contaban con límites impuestos por la Reserva Federal norteamericana, aunque las entidades intermediarias podían adquirir los derechos de cobro de los créditos mediante cesiones de crédito. Así, el peso de los créditos subprime de las entidades financieras de los Estados Unidos casi llegó a doblarse en el período 2002-2007, pasando del 6,9% a cerca del 12,5% del mercado hipotecario.

La actual crisis ha estado impulsada por la innovación financiera y el desmesurado crecimiento del sector financiero frente al sector real.

Si retrocedemos en el tiempo hasta 2002, hallamos una preocupante relajación de los controles en los fondos en donde los bancos necesitan crear retornos atractivos en un escenario de gran competencia y con unos índices de referencia y comisiones muy bajos, y además con el obligado deber de producir más préstamos (el objetivo por excelencia de las entidades financieras en dicha época).

V.1. Factores desencadenantes

Los desequilibrios y excesos en el crecimiento del crédito en el grado de apalancamiento de las operaciones corporativas, los aumentos vertiginosos de precio de activos y la opacidad en algunas operaciones han sido, entre otros, los desencadenantes de la actual crisis.

Por otra parte, con un mercado orientado a generar la máxima cantidad de hipotecas posibles para posterior venta y titulización sin apenas considerar las posibilidades de repago, se deterioraron los estándares crediticios, en un marco de fuertes incrementos del valor de los inmuebles.

A los factores anteriormente señalados, hay que sumar los problemas que se derivan de la falta de conocimiento exacto del total de las pérdidas a nivel mundial heredadas de valoraciones de la operativa subprime sin control, la relajación de las prácticas bancarias, las carencias en el pago del principal, los préstamos con amortización negativa, los préstamos a clientes sin solvencia, entre otros.

Los derivados financieros han tenido un papel relevante en la crisis financiera internacional, principalmente los CDOs. Los CDOs (Collateralized Debt Obligations) son una modalidad de activos titulizados cuyo colateral es un paquete de deu-

da (bonos) estructurada en tramos de distinta calificación (senior, mezzanine y equity).

Los bancos americanos podían retirar las hipotecas de alto riesgo del activo del balance de la entidad, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones. Estas entidades desarrollaron una operativa mediante la cual formaban paquetes de hipotecas que luego vendían a terceros.

La idea de estos instrumentos era crear carteras de créditos hipotecarios diversificadas, tanto en términos de calidad crediticia, como en términos geográficos, y darlos como respaldo de una obligación financiera.

Para aumentar la cantidad de contratos sujetos a este tipo de titulización se incluyeron ingentes cantidades de contratos subprime sin analizar apenas su probabilidad de repago. De este modo, el objetivo de mitigación de riesgo vía diversificación de las carteras, se veía frustrado ante la mala calidad de la deuda.

Pero la clave no estaba en entender qué pasaba en el negocio inmobiliario pues este solo había sido parte de la expansión masiva del crédito.

El excesivo nivel de endeudamiento se había creado en torno al precio de los activos cuya expectativa de continua revalorización no es sostenible. Los bancos llegaron a olvidar que el riesgo de una bajada en el precio de un activo es algo inherente a su subida, por tanto, los impagos no eran el único riesgo.

El proceso de dirección de riesgos generalmente se basa en el VAR (Value at risk) metodología desarrollada por JP Morgan (1994).

El concepto de Value at Risk (VaR), o *Valor en Riesgo*, proviene de la necesidad de cuantificar, con determinado nivel de significación, el porcentaje de pérdida que una cartera enfrentará en un período determinado de tiempo (Jorion (2000), Penza y Bansal (2001), Best (1998), y Dowd (1998)).

El modelo VAR impulsó el apalancamiento -los bancos podían crear productos financieros (instrumentos derivados y carteras de deuda) que estaban definidos y por tanto eran “entendibles”. El problema vino cuando el VAR dejó de funcionar: este método asume que los mercados son eficientes (los precios de mercado reflejan total e instantáneamente la información disponible).

Otra de las debilidades del VAR se hallaba en considerar que la cobertura sería efectiva, cuando sabemos que las coberturas son efectivas solamente en mercados estables. Otra debilidad a añadir era el hecho de que los bancos eran los responsables de calificar su propio riesgo.

Tradicionalmente, el capital riesgo se ha centrado en la financiación de empresas en fase de lanzamiento o expansión, que cuentan con escasos fondos internos y que se caracterizan por un alto grado de incertidumbre sobre la evolución futura de su negocio, lo que les dificulta el acceso a fuentes alternativas de recursos.

En el caso de la industria del capital riesgo, si nos fijamos en los años previos al pinchazo de la burbuja tecnológica era una industria creciente. Tras la crisis de las tecnológicas, el capital riesgo se resintió retrocediendo a niveles de inversión anteriores a 1998.

Por otra parte si nos fijamos en la explosión de la deuda tipo *mezzanine* en 2003 se observa una evolución desde un múltiplo habitual de 4-4,5 hasta el 8 o incluso 10 x EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos).

La *deuda mezzanine* es un instrumento financiero que se sitúa entre la deuda y el capital, por lo que resulta un sistema de financiación flexible a largo plazo, cuyo riesgo se sitúa entre la deuda bancaria y el interés variable.

También resulta curioso el precio de este tipo de instrumentos lo que pone de manifiesto que los conceptos deuda/apalancamiento no son atribuibles a la sub-prime.

Al igual que las operaciones de capital riesgo, la *deuda mezzanine* asume más riesgos que la deuda bancaria pero con la diferencia de que en el capital riesgo se entra como accionista y en la *mezzanine* se entra como socio financiero.

V.2. Contagio con productos aparentemente infalibles

Los modelos de calificación de riesgo eran defectuosos porque calculaban la probabilidad de insolvencia de una cartera de hipotecas en base a su comportamiento histórico y seguían estadísticas en la que se mostraba que los colapsos inmobiliarios se ceñían exclusivamente a zonas concretas del planeta.

Estos instrumentos eran diseñados, de manera privada, entre 2 partes: el vendedor del CDS garantizaba al comprador el reembolso del valor facial de un bono en caso de insolvencia del emisor (igual que en los CDOs). El problema de esta garantía era que no había un ente central que regulara la cantidad de exposición de una institución (o la existencia de reservas apropiadas) ante un evento de insolvencia.

El incremento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal se tradujo en la elevación de las cuotas a devolver por parte del inversor. Ello produjo un aumento de la tasa de morosidad y del nivel de embargos.

El fenómeno del “credit crunch” se cultivó en un ambiente en el que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión habían invertido en las hipotecas de alto riesgo.

Los errores del pasado obligaron a las entidades prestamistas a restringir el crédito a unos niveles insospechables en una economía global.

La desconfianza y el pánico se tradujeron en la falta de liquidez del sistema, dado que se pone en duda la solvencia del mismo.

En las hipotecas *subprime*, el porcentaje de la vivienda financiada supera el 85% y el pago mensual supera el 55% de los ingresos disponibles. Este exceso de riesgo debe ser retribuido con una prima que se sitúa entre el 2% y 3%, con respecto a las consideradas “prime”.

Los CDOs son carteras de préstamos de tipología muy heterogénea. Contienen muchos tipos de deuda y en base a la teoría de diversificación de carteras (geo/sector/rating/etc) creaban estructuras proactivas. El nivel de impago se reduce en los

periodos de expansión ofreciendo dinero barato. Los CDOs no garantizan retornos, son unos seguros específicos contra el impago del emisor y crearon múltiples problemas en torno al riesgo de cambio, transferabilidad, transparencia, liquidez, cláusula MAC (Material Adverse Change), etc.

Cuando el mercado empieza a empaquetar los flujos de caja derivados de la mezcla de activos (idea racional en base a la teoría de las carteras) el proceso se vuelve poco transparente por lo que se incrementa el riesgo de la cartera y su probabilidad de quiebra (justamente lo que estamos experimentando en la actual crisis).

V.3. Las agencias de rating y su reponsabilidad

Las agencias de 'rating' y muy especialmente Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings han sido acusadas de tener una gran responsabilidad en la actual crisis, por no avisar a tiempo de los problemas de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos y con ello han deteriorado su principal activo: la credibilidad.

Según se describía en el Diario Oficial de la Unión Europea "las agencias de calificación crediticia emiten dictámenes sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero determinado. Es decir, evalúan la probabilidad de incumplimiento del emisor, ya sea de sus obligaciones financieras en general (calificación del emisor) o del pago de una deuda o título de renta fija en particular (calificación del instrumento). Estos dictámenes — o calificaciones — se basan en la información relativa al flujo de ingresos y al balance [...]. La información refleja únicamente la situación en un momento dado, por lo que debe confirmarse periódicamente para tener en cuenta la evolución económica u otros acontecimientos."

Posteriormente y en el mismo diario, se reconocía "Aunque la emisión de calificaciones es obviamente su actividad principal, muchas agencias de calificación crediticia aprovechan su experiencia en materia de evaluación de riesgos para prestar otros servicios financieros (por ejemplo, asesoramiento en materia de inversión) a los emisores (directamente o a través de entidades relacionadas)".

Según Giménez Zuriaga (2007) "si analizamos en profundidad el modelo de negocio de las agencias calificadoras, veremos, al menos, tres debilidades: la primera de ellas es la regulación externa, derivada de instituciones como la Securities Exchange Comisión –SEC- (supervisora de los mercados financieros) o la Reserva Federal –FED- (supervisora de las entidades financieras); la segunda debilidad es la extensión de sus diagnósticos, que se limitan a cuantificar el riesgo de crédito, no pronunciándose sobre otros riesgos, tales como el riesgo de tipos de interés, de liquidez o la capacidad de venta en el mercado secundario; y la tercera debilidad es la de un posible conflicto de interés con sus clientes directos, los emisores, frente a sus clientes indirectos, los inversores".

La Comisión Europea propuso, en 2008, una serie de medidas de reforma y supervisión de las agencias de rating, estableciendo como prioridad garantizar la

independencia entre las agencias y las entidades de crédito. Asimismo, el listado de nuevas propuestas apunta a que las agencias de rating estén supervisadas bajo las autoridades nacionales que regulan los mercados financieros y después a través del Comité de Reguladores Bursátiles Europeos (CESR). Sin embargo, como reflejan el Parlamento Europeo y el Consejo, en el Reglamento 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia, “no han reflejado con la suficiente prontitud en sus calificaciones el deterioro de las condiciones del mercado y, en segundo lugar, no han ajustado a tiempo sus calificaciones crediticias a la vista de la agravación de la crisis del mercado. La mejor forma de corregir esos fallos es adoptar medidas en relación con los conflictos de intereses, la calidad de las calificaciones crediticias, la transparencia y gestión interna de las agencias de calificación, y la supervisión de sus actividades”.

Otra de las medidas estrella era la prohibición de prestación de servicios de asesoramiento, la imposibilidad de calificar instrumentos financieros ante la falta de información exacta sobre los mismos, la implantación de una estructura de revisión de la calidad de calificaciones, el deber de informar sobre la metodología utilizada hasta llegar a emitir la calificación...etc.

No obstante, no se puede culpar a las agencias de rating de todo lo que está pasando pues una inversión es responsabilidad del inversor que la acomete y su obligación es de seguimiento de la evolución de la misma, independientemente de la opinión de la agencia de calificación o, de lo contrario, también debería culparse a los bancos centrales y a los gobiernos.

El recién aprobado Reglamento insiste en el hecho de que los usuarios de las calificaciones no deben confiar ciegamente en ellas, sino que deben procurar encarecidamente realizar su propio análisis y actuar en todo momento con la debida diligencia antes de confiar en esas calificaciones.

Otra cuestión es el enorme número de titulaciones para calificar. El sistema ha demostrado que tiene debilidades: miles de titulaciones, el riesgo de concentración, la escala de riesgos que calificaron las agencias de rating, etc lo ponen de manifiesto.

Las operaciones fuera de balance de los bancos y las empresas en algunos países tan solo requieren una participación del 3% de sus propietarios. Esto demuestra que la operativa fuera de balance y otras tantas innovaciones apoyadas con una regulación laxa y poco efectiva han contribuido a la actual crisis.

El proceso normativo de la UE es complejo, aunque se reconoce la necesidad de establecer un marco normativo común con respecto a la mejora de la calidad de las calificaciones crediticias, en particular la calidad de las calificaciones crediticias que utilicen las entidades financieras y las personas sujetas a disposiciones comunitarias armonizadas.

En definitiva, una de las principales debilidades de la actual regulación es la falta de anticipación a los acontecimientos: se regula después de la aparición de los problemas.

VI. Principales observaciones de la crisis actual

Actualmente, el ciclo económico se encamina a una mayor regulación, que está siendo aceptada por los mercados.

La titulización, como mecanismo para permitir la expansión del crédito hipotecario y de consumo, no debe finalizar, sino fomentarse adecuadamente mediante mejores mecanismos de evaluación de riesgos.

Entre las principales observaciones de la crisis actual se destacan:

- La crisis financiera ha afectado a la economía real principalmente a través de la confianza de los agentes.
- El fuerte deterioro económico y una inflación a la baja hace necesario emprender medidas de política monetaria de forma rápida y decisiva.
- La política monetaria ha comenzado a relajarse recientemente, pero con cierta lentitud.
- La política monetaria ha perdido cierta efectividad al no funcionar con normalidad los mercados crediticios.
- Son necesarias medidas complementarias de estímulo de la demanda, como la política fiscal expansiva (gran efecto sobre el crecimiento, pero dará lugar a un aumento de la inflación) (Ej. Un aumento del gasto público por un importe equivalente a un 1% del PIB da lugar a un aumento significativo de PIB y el consumo).
- Es prioritario reducir el déficit exterior e impulsar la productividad.
- Las expectativas deben ser razonables.
- Las expectativas no deben utilizarse para encubrir operaciones de fraude.
- Es necesario un modelo de crecimiento sostenible basado en la productividad.

VII. Conclusiones

La inestabilidad financiera internacional es un fenómeno recurrente en el tiempo y en todos los sistemas financieros y, a pesar de que cada crisis es diferente a la anterior, en la era de las finanzas globales cada vez tiene un mayor coste en términos de pérdida de valor y de PIB.

La respuesta a la inestabilidad financiera global no debe buscarse en la fragmentación de los mercados ni en el retorno al proteccionismo comercial y financiero.

Hasta 1999, la mayoría de las crisis se explicaban como un proceso “natural” de: innovación, expansión del crédito, inflación, desaceleración, crisis de liquidez, regulación. Las últimas crisis se caracterizan, además, por desequilibrios y excesos en el crecimiento del crédito, la innovación financiera, el aumento vertiginoso en el precio de los activos, la opacidad en algunas operaciones, la falta de una regulación efectiva, creación de falsas expectativas en el mercado, sobrevaloración acusada, creación de productos financieros/empresas frágiles financieramente y muy apalan-

casas destinadas a la especulación, falta de productividad en la economía y falta de ética profesional.

La crisis actual introduce un elemento añadido a las anteriores y es la falta de confianza en el corto/medio plazo a que la situación económica global mejore. Esto se debe al fuerte cambio cultural global acontecido en las últimas décadas. Nuestro propósito no es adoctrinar sobre valores pero indudablemente el sentimiento de los ciudadanos y el cambio en su escala de valores afecta directamente a la economía de un país.

La pérdida de confianza acerca de la evolución económica dificulta la inversión y la financiación. Si se crean nuevos productos financieros, pero nadie está dispuesto a contratarlos porque existe un miedo persistente en el que pasará, o existen dudas de si volveremos a ver lo ya vivido, la economía no podrá recuperarse.

Es necesario un enfoque global para gestionar el sistema financiero mundial y un esfuerzo conjunto de los poderes públicos y de los órganos económico-financieros multilaterales.

Las instituciones monetarias y financieras internacionales deben trabajar conjuntamente para orientar los mercados globales hacia el objetivo de la estabilidad monetaria y financiera.

La actual crisis es una oportunidad para replantear el papel de las instituciones financieras internacionales, que deben dotar al sistema financiero de mayor transparencia, y encauzarlo hacia rentabilidades en coherencia con la madurez del negocio en el que se opera, y en la que se establezcan mayores necesidades de capital de mayor calidad. Para ello, el papel de los bancos centrales en la supervisión y el aumento de la coordinación internacional son fundamentales.

Bibliografía

- ALLEN, F. & GALE, D. (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford, U.K.
- ÁLVAREZ, J. A. (2008): La banca española ante la actual crisis financiera. *Estabilidad financiera*, nº 15, pags. 21-38.
- BRUNNERMEIER, M. (2008): *Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch*. Working paper.
- BRUNNERMEIER, M. K. & PEDERSEN, L. H. (2008), "Market liquidity and funding liquidity", *Review of Financial Studies*.
- BURROUGH, B, HELYAR, J. (1990): *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. Harper & Row.
- CAPRIO, G., HANSON, J., LITAN, R. (2005): *Financial Crises*, Brookings Press, World Bank.
- CARUANA, J. (2008): "Regulación e innovación en la reciente crisis financiera", *Estabilidad Financiera*, num.14, Banco de España, Madrid.

- COMISIÓN EUROPEA (2008): Un Plan Europeo de Recuperación Económica, COM (2008) 800 Final, 26-11-2008, Bruselas.
- COMISIÓN EUROPEA (2006): Comunicación de la Comisión sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, (2006/C 59/02), de 11 de marzo.
- COMISIÓN EUROPEA (2005): “Libro Blanco sobre la política de los servicios financieros (2005-2010)”, COM (2005) 629 final. Bruselas.
- DOWD, K. (1998): *Beyond Value at Risk*. John Wiley. Chichester. Wiley, Chichester, U. K.
- FERGUSON, N (2008): “The Ascent of Money”. Allen Lane.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009): *Monthly Report*. IMF.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009): *World Economic Outlook*. IMF.
- GIMÉNEZ ZURIAGA (2007): “Las agencias de calificación crediticia y la crisis financiera”. Observatorio de Coyuntura Económica Internacional. Valencia, septiembre.
- GONZÁLEZ, F. J. (1997): “Los ciclos: aspectos reales y financieros”. Documento de trabajo.
- JORION, P. (2000): “Risk management lessons from Long&Dash; Term Capital Management,” *European Financial Management*, Blackwell Publishing Ltd, vol. 6(3), pags 277-300.
- JORION, P, ZHANG, G. (2007): “Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps,” *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 84(3), pags 860-883.
- KINDELBERGER, C., ALIBER, R. (2005): *Manias, Panics and Crashes – a history of financial crisis*. Wiley & sons.
- KURDAS, C. (2009): “Does regulation prevent Fraud? The case of Manhattan Hedge Fund”. *Independent Review*.
- LOWENSTEIN, R (2002): “When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management”, Fourth Estate.
- MACDONALD, R., DOWLING, A. (1993): “The savings and loan crisis: a system dynamics perspective”. University of Albany, Nueva York.
- MATEOS, P. y ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES. (2001): *Finanzas Internacionales*. Madrid, Ediciones Académicas.
- MINSKY, M. (1974). “A framework for representing knowledge”. MIT AI Memo 306.
- MORRIS, C. (2008): *Trillion Dollar Meltdown*, Perseus Books.
- PARLAMENTO EUROPEO; CONSEJO EUROPEO (2009): Reglamento 1060/2009, sobre las agencias de calificación crediticia. Diario Oficial de la Unión Europea, de 17 de noviembre.

- PARLAMENTO EUROPEO; CONSEJO EUROPEO (2006): Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (2006/49/CE), de 14 de junio de 2006. Diario Oficial de la Unión Europea de 30 de junio.
- REINHART, C., ROGOFF, K. (2008): "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison". Harvard. U. working papers, draft 2/2008.
- RODRÍGUEZ LÓPEZ, M. A. (2002): "Crisis de credibilidad de la peseta en las bandas SME. Una aplicación del modelo de Markov con saltos de régimen". *Estudios de Economía Aplicada*, vol. 20, pags 599-626, Diciembre.
- SHILLER, R. (2005). *Irrational Exuberance* (Segunda Edición). Princeton, Princeton University Press.
- SOROS, G. (2008): *The New paradigm*, Public Affairs.
- TALEB, N (2007): *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*. Allen Lane.
- TORRERO MAÑAS, A. (2008): *Crisis de la Economía Española*. Encuentro Ediciones.

