

Area de Estudios Económicos

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

2011
JULIO
48

Un análisis crítico del orden económico actual

Hacia dónde vamos y propuestas de futuro

BRUNO ESTRADA LÓPEZ

DIRECTOR DE ESTUDIOS DE LA FUNDACION 1º DE MAYO

JUAN LABORDA HERRERO

PROFESOR UNIVERSIDAD CARLOS III

ESTRATEGA JEFE LORENZO-DÁVILA EAFI

GRUPO DE ESTUDIOS ECONOMICOS DE LA FUNDACION 1º DE MAYO



Fundación 1º de Mayo | Centro Sindical de Estudios
C/ Arenal, 11. 28013 Madrid. Tel.: 913640601. Fax: 913640838
www.1mayo.ccoo.es | 1mayo@1mayo.ccoo.es

Estudios de la Fundación. ISSN: 1989-4732

1.- INTRODUCCIÓN

La actual crisis económica global es de naturaleza sistémica, y presenta una serie de rasgos comunes a otros episodios de crisis similares que se han dado en la historia. Por encima de todos ellos, destaca el perverso papel que jugó el sistema financiero, que se convirtió en sí mismo en un fin último de la economía, y no en un medio para mejorar el sistema productivo. A modo de ejemplo, los flujos financieros en los períodos previos a la actual crisis económica eran en volumen, medidos en unidades monetarias, 20 veces superiores al tamaño de los flujos comerciales, produciéndose un sobreendeudamiento-apalancamiento de la economía en su conjunto.

El mayor peso del sistema financiero en la economía, se suele producir en períodos donde los principios neoliberales y el “laissez-faire, laissez-passar” constituyen la ideología dominante, de manera que se deja que el sistema financiero, y especialmente el comportamiento de los mercados financieros y del sistema bancario, se autorregule por normas de buen comportamiento. Teniendo en cuenta que el comportamiento de los mercados se guía por el miedo y la avaricia, y no por la racionalidad de los inversores, estas fases suelen acabar en inflaciones de activos y endeudamientos privados descomunales, de manera que cuando se desploma el precio de los activos colaterales que soportan el endeudamiento, se produce una brutal caída de la riqueza, un descenso de la renta, un aumento del desempleo, un aumento de las quiebras de entidades privadas y públicas, incluidos Estados, posteriores períodos deflacionistas, o hiperinflacionistas, y depreciaciones de divisas.

Como detallaremos, el origen de la actual crisis económica se encuentra en el sobreendeudamiento privado, y en ninguna de las soluciones propuestas ha habido una quita o reducción de deuda de los hipotecados o endeudados, ni siquiera se ha planteado que la condición necesaria para salir de la crisis pasa por una reducción del tamaño del sistema bancario global. Más aún, los rescates bancarios se han hecho a medida de los intereses de quienes han provocado esta crisis, el lobby bancario y financiero.

La actual crisis financiera está acelerando la traslación del eje económico a través del Pacífico, desde EEUU a China, pero a la vez podemos estar entrando en una tercera fase entre la política y la economía en un mundo globalizado.

En Bretton Woods se diseñó el gobierno de la globalización desde parámetros europeos, del control de la política sobre la economía, pero la globalización se interrumpió tras la 2ª Guerra Mundial (GM) al romperse en mundo en dos bloques económicos.

A partir de la caída del Muro tuvimos una segunda fase en la cual la globalización se aceleró pero, debido a la hegemonía estadounidense del mundo, cuyo pensamiento económico estaba dominado por los elementos neoconservadores, se planteó que la política no debía interferir en la actividad económica, y asistimos a una globalización sin gobierno.

Tras la actual crisis financiera podemos estar pasando a una tercera fase de gobierno de la globalización en la que va a ser determinante el papel de China y otros países emergentes. En estas sociedades el control de la política por la economía es mucho mayor al que estamos acostumbrados según los parámetros actuales de los países occidentales, no los que había hace cincuenta años. La relación entre el gobierno y la actividad económica en muchos de esos países se parece mucho a la mayor parte de los países europeos tras la 2ª GM: control de cambio sobre la moneda, fuerte regulación de la actividad económica, fuerte presencia de empresas públicas.

La presencia, por primera vez, de un representante del gobierno chino, en la máxima dirección del FMI es un claro ejemplo de ello.

El papel de China, y de otros países emergentes como Brasil, la India y Rusia en la definición de las nuevas políticas de gestión global de la economía serán muy importantes para acabar con el predominio de los fallidos análisis y recetas de la tecnocracia global para afrontar la crisis, contaminada por un exceso de ideología neoliberal. El claro ejemplo de que esos tecnócratas no interpretan correctamente lo que los mercados quieren es que sus políticas de ajuste en la UE son sistemáticamente castigadas por los mismos mercados que ellos pretenden interpretar.

La enorme deuda privada, en gran medida del propio sistema financiero, en la mayor parte de los países desarrollados es lo que lastra su capacidad de recuperación económica, de generación de empleo y de garantía de su estado del bienestar.

Por eso la solución menos costosa en términos sociales para los países desarrollados altamente endeudados, para evitar que el conflicto social dinamite sus perspectivas de recuperación, es la constitución de un “Club de Pekín”, similar al Club de Paris

instaurado en 1956 para llegar a acuerdos de quita y demora en la deuda que los entonces países subdesarrollados tenían con los entonces países desarrollados. Este “Club de Pekín” debería acordar una reducción global de la deuda, que es fundamentalmente privada, ya que es impagable a escala mundial, y consecuentemente una reducción del sector financiero privado mundial, el desarrollo de eficaces instituciones financieras públicas y democráticas de ámbito global y una nueva política monetaria a escala mundial en la que debe considerarse una nueva moneda de reserva diferente al dólar.

El artículo se divide de la siguiente manera. En la sección 2 presentamos nuestras perspectivas económicas globales a medio y largo plazo, donde analizamos la naturaleza sistémica de la actual crisis económica, criticamos abiertamente las recetas económicas impuestas por la ortodoxia, mostramos nuestra preocupación por la insostenibilidad de la política monetaria y fiscal de Estados Unidos, apostamos por la creación de una nueva moneda reserva mundial, y detallamos por qué aumentan las probabilidades de una recesión global. En la sección 3 se detallará como la desregulación del sistema financiero desde los años 80, con el dominio de los principios neoconservadores, junto con las bajadas de impuestos, facilita la actual crisis económica, y limitan la eficacia de la política monetaria, obligando a una expansión del tamaño de los bancos centrales, cuyos efectos finales sobre la economía pueden ser devastadores. En la Sección 4 se proponen algunos principios básicos que deberían regir los rescates bancarios a nivel global, y se presenta un análisis crítico de los rescates bancarios realizados en la crisis económica actual. En la Sección 5 se desarrolla el calendario de ataques especulativos que prevemos, desde Grecia hasta Estados Unidos, y que presentamos y publicamos a principios de 2010. En la Sección 6 comentamos la situación de la economía española, y concretamente de nuestro sistema financiero. En la Sección 7 detallamos nuestras propuestas, al margen del establishment político, económico, y académico, y como alternativa a la crisis de visión del pensamiento económico dominante. Finalmente, en la sección 8 se recogen las conclusiones más importantes.

2.- PERSPECTIVAS ECONÓMICAS GLOBALES MEDIO-LARGO PLAZO.

Detallaremos, en primer lugar, los argumentos sobre nuestras perspectivas económicas de desaceleración-recesión económica a nivel global, a medio y largo plazo.

A VUELTAS CON NUESTRA EXPLICACIÓN DE LA CRISIS ECONÓMICA.

Nuestro diagnóstico de la crisis económica es ya conocido, pero convendría tenerlo en cuenta para entender la dinámica económica global.

La actual crisis económica global es de naturaleza sistémica, y presenta una serie de rasgos comunes a otros episodios de crisis similares que se han dado en la historia. Por encima de todos ellos, destaca el perverso papel que jugó el sistema financiero, que se convirtió en sí mismo en un fin último de la economía, y no en un medio para mejorar el sistema productivo. A modo de ejemplo, los flujos financieros en los períodos previos a la actual crisis económica eran en volumen, medidos en unidades monetarias, 20 veces superiores al tamaño de los flujos comerciales, produciéndose un sobreendeudamiento-apalancamiento de la economía en su conjunto.

Teniendo en cuenta que el comportamiento de los mercados se guía por el miedo y la avaricia, y no por la racionalidad de los inversores, estas fases suelen acabar en inflaciones de activos y endeudamientos privados descomunales, de manera que cuando se desploma el precio de los activos colaterales que soportan el endeudamiento, se produce una brutal caída de la riqueza, un descenso de la renta, un aumento del desempleo, un aumento de las quiebras de entidades privadas y públicas, incluidos Estados, posteriores períodos deflacionistas, o hiperinflacionistas, y depreciaciones de divisas.

Siguiendo el artículo de la Reserva Federal de Cleveland “*Beyond Price Stability: A reconsideration of Monetary Policy in a Period of Low Inflation (1998)*” la globalización presenta una serie de rasgos básicos. En primer lugar, se produce una infravaloración del factor trabajo respecto al factor capital, al incrementar de manera notoria la oferta de trabajo, lo que de por sí disminuye la fuerza de presión de los sindicatos, y promoverse desde un punto de vista económico, unos sindicatos débiles, una mayor flexibilidad del trabajo, y una congelación-reducción de salarios. En segundo lugar se produce un aumento del peso de los países emergentes, que básicamente han

aportado la producción de materias primas, y la producción de bienes finales, tanto de consumo como de capital, de manera que la exportación, y en algunos, como China, la inversión han sido los motores de su expansión económica. En tercer lugar, al disminuir los costes unitarios laborales, se producen descensos en los precios de ventas de numerosos bienes, y se genera lo que se denomina deflación buena o a la Keynes, que consiste en un aumento de la holgura monetaria consecuencia de la caída de precios: con una determinada cantidad nominal de dinero se puede comprar más bienes, por lo tanto, los saldos reales aumentan.

En ese mismo artículo se describe como debería haber sido la política monetaria, más restrictiva de lo que realmente ha sido, de manera que al implementarse políticas monetarias laxas, con descensos importantes en tipos nominales y reales los efectos de los Bancos Centrales fueron los siguientes:

- 1º.- “Eliminaron” la deflación a la Keynes, lo que castiga más a las rentas del trabajo.
- 2º.- “Promovieron” el Endeudamiento.
- 3º.- “Facilitaron” las Burbujas de Activos, y la toma de riesgos excesivos (Moral Hazard)
- 4º.- La tasa de crecimiento de los componentes “erráticos” de la inflación aumenta.

De nuestra interpretación de la crisis se deriva el papel vital que han jugado los Bancos Centrales en el proceso de apalancamiento-sobreendeudamiento, alimentado la generación de riqueza por encima de la renta (burbujas financieras), y un consumo muy por encima del ahorro interno.

A continuación vamos relacionar la Hipótesis de Inestabilidad Financiera, como marco teórico explicativo de la actual crisis económica, con la Teoría de Deflación por Deuda de Irving Fisher, que permite prever la dinámica de crecimiento (recesión), y precios (deflación) en la que ya estamos inmersos.

La *Hipótesis de Inestabilidad Financiera* de Hyman Minsky afirma que los empresarios, las familias, y sus banqueros, aceptarán asumir más riesgo en períodos de auge económico o después de un largo período de crecimiento sostenido. Los bancos reducen sus exigencias para los préstamos, y aceptan unas tasas de endeudamiento más elevadas. Bancos, familias y empresas se van a conformar con una menor proporción de

activos líquidos, produciéndose la *paradoja de la tranquilidad*: un período feliz de actividad económica terminará por hacer más frágiles los balances financieros. Esa fragilidad económica irá acompañada de comportamientos especulativos: bancos y empresas van a competir entre sí apoyándose en la palanca del endeudamiento, y las familias actuarán de manera parecida, provocando una inflación de los precios bursátiles y del sector inmobiliario. La reacción del Banco Central será o imponer restricciones de crédito, o, lo más probable, subir tipos de interés. Estas subidas harán más frágil la situación financiera de todos los sectores, pues el peso del endeudamiento se habrá incrementado. Entonces los bancos endurecerán las concesiones de créditos, agravando la fragilidad. Hay riesgo de que todo termine con un crac financiero, a menos que el Estado acepte encarar un elevado déficit financiero con el fin de sostener la demanda global.

Irving Fisher describió como este proceso de desapalancamiento podría llevar a una Deflación por Deuda: la liquidación de la deuda obliga a vender los activos en una situación de dificultad o apuros (“distress”), a una contracción de los depósitos, y a una desaceleración en la velocidad de circulación del dinero. Como consecuencia se produce un descenso en los niveles de precios, de manera que si no se implementan políticas reflacionistas, se produciría aún una mayor caída en la riqueza neta de empresas y familias, precipitando bancarrotas, una reducción en la producción, comercio, y empleo, generando más pesimismo y pérdida de confianza, lo cual llevaría a una mayor desaceleración en la velocidad de circulación, y a una mayor caída de precios. Se produce, por lo tanto, aberraciones en los tipos de interés: mientras los tipos nominales caen, los tipos reales suben, de manera que la política monetaria es ineficiente.

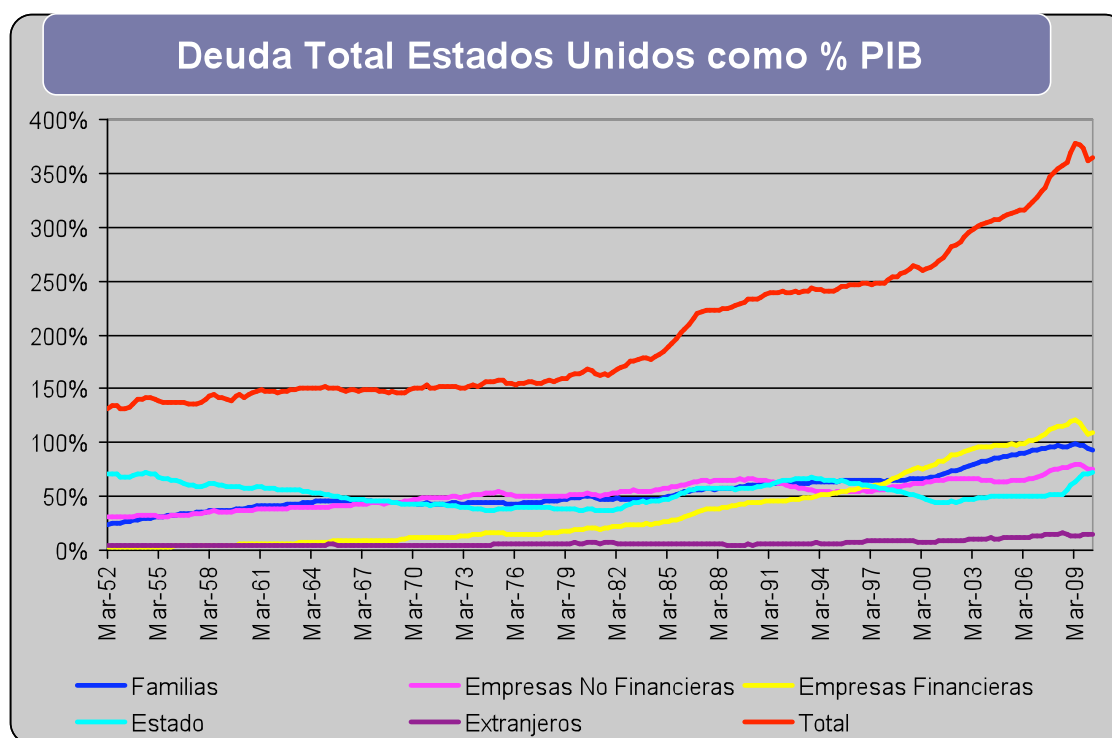
Este esquema explica perfectamente la actual crisis económica y el colapso del sistema bancario de los países desarrollados. El origen de la crisis actual se encuentra en los elevados niveles de sobreendeudamiento de la mayor parte de las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, España,...) de manera que cuando el colateral que “apoya” esos niveles de deuda colapsa, se inicia un desapalancamiento que implica demanda insuficiente, exceso de producción, necesidad de reducir deuda, destrucción de capital, y desempleo. Es muy importante entender que en esta situación las empresas reaccionan infrautilizando medios de producción,

destruyendo capital, y aumentando productividad vía desempleo, de manera que la crisis se retroalimenta.

En el gráfico 1, se recoge la Deuda/PIB de los diferentes sectores de la economía de Estados Unidos, desde 1952. A partir de los años 80 se produce un aumento espectacular del endeudamiento de los sectores privados, lo cual confirma una idea introducida por Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff en un artículo de 2008 *"This Time is Different: A Panoramic View of Eighth Centuries of Financial Crisis"*: cuando aumenta la libre movilidad de capitales se incrementan las crisis bancarias.

En el Cuadro 1 se detalla para España la participación del stock de deuda en el PIB para los diferentes sectores económicos. Se observa el espectacular incremento del endeudamiento del sector privado, que pasó de niveles de Deuda/PIB próximos al 160% en 2002 a niveles alrededor del 335% en 2009. De nuevo se produce una retroalimentación riqueza - endeudamiento, de manera que cuando estalla el colateral, los sectores endeudados deben ajustarse (disminuir consumo e inversión).

Gráfico 1.- Deuda/PIB diferentes sectores economía Estados Unidos.



Fuente: Flow of Funds Federal Reserve

Cuadro 1. Participación del stock de deuda en el PIB

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	219,0	231,3	255,3	286,3	323,3	351,1	363,5	396,1
Ad. pública	59,6	55,4	54,3	51,1	45,3	41,0	46,5	61,8
Ad. Central	47,5	43,6	42,8	39,8	34,7	30,8	35,6	48,5
CCAA	6,6	6,5	6,4	6,5	6,0	5,8	6,4	8,3
CCLL	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	3,3
Sseguridad Social	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
Otros sectores residentes	159,3	176,0	201,1	235,2	277,9	310,2	317,0	334,4
Instituciones financieras	19,8	28,1	41,2	58,7	78,5	96,3	97,9	108,5
Sociedades no financieras	87,4	90,2	95,4	104,6	120,1	130,6	135,3	139,6
Hogares e Isflh	52,1	57,6	64,4	71,9	79,3	83,3	83,9	86,2

Fuente: Banco de España

Bajo este análisis la economía global no ha experimentado ningún “black swan” o cisne negro, sino que simplemente están revirtiendo a la media diversas variables macro:

- **Reversión a la media en la tasa de ahorro.** El sobreendeudamiento, retroalimentado por una riqueza ficticia, favoreció un crecimiento del consumo por encima de la renta disponible, y propició procesos de sobreinversión en capital. El desapalancamiento significa un consumo privado más bajo, menor inversión privada, y por lo tanto tasa de ahorro más alta. Ello se traduce en desaceleraciones y recisiones económicas
- **Reversión a la media en el crecimiento de la riqueza.** Ha habido una tremenda destrucción de riqueza. Lo que ha pasado demuestra que la riqueza nacional debe, y empíricamente ocurre, crecer en el largo plazo a la tasa de expansión del PIB.
- **Reversión a la media en la velocidad de circulación del dinero.** La ortodoxia mantiene que la expansión de los balances bancarios generará crecimiento e inflación. ¡No es suficiente! Lo que está pasando es que la velocidad de circulación se está hundiendo, revirtiendo a la media histórica (desapalancamiento más efecto retirada de los procesos de innovación financiera), y al no haber demanda efectiva los aumentos de los agregados monetarios llevan implícitos un descenso del multiplicador monetario, y ausencia total de presiones inflacionistas.

LAS RECETAS ECONÓMICAS IMPUESTAS POR LA ORTODOXIA

La “ortodoxia económica” dominante, que fue incapaz de prever la actual crisis económica y financiera, básicamente porque invalidaría los principios esenciales sobre los que se sustenta la Teoría Neoclásica, bajo la cual se han educado, está forzando su receta para salir de la crisis:

- Política fiscal restrictiva, salvo Estados Unidos.

- Política monetaria expansiva (“Quantitative Easing”).
- Deflación de salarios

Bajo el *principio de demanda efectiva*, la aplicación conjunta de tales recetas provocará una nueva recesión.

- Se está “inflando” de nuevo los mercados financieros, pero la Riqueza/PIB revierte a la media, es decir, nos esperan en los siguientes meses nuevos procesos de aversión al riesgo.
- Estamos en trampa de la liquidez.
- Si la riqueza vuelve a caer con fuerza, y estamos en trampa de liquidez, la política de deflación de salarios más las políticas de restricción fiscal, acabarán por provocar una fuerte contracción económica global, cuando probablemente España aún ni habrá registrado tasas de expansión razonables.

Existe una clara alternativa, que forzosamente pasaría, en primer lugar, por una reducción de la deuda privada mediante quitas de deuda; y, en segundo lugar, obligando a que la mayor parte del coste del ajuste del sistema financiero global recaiga sobre los acreedores, siguiendo la experiencia del rescate sueco de 1992 o la experiencia islandesa 2008.

Es muy interesante analizar las similitudes entre las causas que originaron las crisis bancarias en Islandia e Irlanda, y que hacen surgir el debate de qué solución adoptada para reestablecer un sistema financiero solvente es más eficiente social y económicamente. Por un lado Islandia se vio abocada a la nacionalización del sistema financiero por su tamaño, llevando a cabo un proceso selectivo de los pagos a acreedores, que fueron damnificados junto a los propietarios del capital mediante la aceptación de una quita estimada de la deuda del 70%, garantizando los depósitos en moneda local y protegiendo al contribuyente. Por otro lado Irlanda, ha optado por capitalizar aquellas entidades con problemas de solvencia garantizando sus deudas, y por lo tanto en pro de los acreedores, mientras asiste a un deterioro de sus activos. Las arcas públicas irlandesas, no han podido hacer frente al colosal agujero bancario y tuvieron que aceptar un rescate de la UE y el FMI. La solución de nacionalización de gran parte del sistema bancario, actuando contra los intereses de los acreedores presenta el problema de la normalización del acceso a la financiación exterior por parte de los agentes económicos residentes una vez superada la crisis. La solución heterodoxa de

Islandia frente a la solución ortodoxa de Irlanda ofrece la doble ventaja de aligerar el castigo a los contribuyentes y reducir el problema de riesgo moral que potencia el *bail out*, limitando la probabilidad de comportamientos oportunistas futuros de los agentes económicos, que al sentirse asegurados contra la realización de un resultado negativo asumen las decisiones de mayor riesgo.

INSOSTENIBILIDAD POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA DE ESTADOS UNIDOS

1. Introducción

Las dos fechas que han mantenido la atención de los mercados durante los últimos meses respecto a la economía norteamericana están íntimamente relacionadas con las agresivas políticas monetarias y fiscales expansivas aplicadas desde la Reserva Federal y el Tesoro norteamericano desde diciembre de 2008. La primera de ellas ha sido el pasado 30 de junio en el que se producía la finalización de la QE2, sin quedar muy claro los próximos pasos a seguir por parte de la Fed.

Y la segunda se producirá de aquí al próximo 2 de agosto en el que de no alcanzar un acuerdo el Congreso de los EE.UU para ampliar su techo de endeudamiento, cifrado en 14,294 trillones de dólares (equivalente al 100% del PIB norteamericano), obligaría al Tesoro norteamericano a declarar una moratoria de pagos de algunos de sus vencimientos de deuda.

Ambas situaciones se encuadran en una situación macroeconómica de ralentización de la economía norteamericana, que mantiene su tasa de desempleo por encima del 9% (9,1%), y con una debilidad creciente de los principales indicadores adelantados así como del mercado de vivienda, después de dos años y medio de políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas con un efecto final que corre el peligro de ser transitorio, si bien no sabemos como habría sido de no contar con dichos estímulos, al tiempo que ha generado elementos de seria preocupación como a continuación describimos.

2. QE2-3. La política de la Fed.

El principal problema de la política monetaria expansiva aplicada por la Fed desde diciembre de 2008, dentro de lo que se ha venido a denominar “quantitative easing 1” y “quantitative easing 2”, es que no existe evidencia empírica de que hayan aportado más de un 1% al PIB, mientras que lo que si han provocado es una fuerte distorsión de los

precios de los activos con riesgo, especialmente acciones y materias primas, al ser mantenidos sobrevalorados desde las inyecciones de la Fed mediante procesos de “carry trade” y no reflejar estos las primas de riesgo asociadas a la incertidumbre que acompaña a la evolución económica de los principales focos (si los clasificamos por monedas) económicos del mundo.

Tampoco reflejan los precios la prima de riesgo asociada al equilibrio inestable en el que se mantienen los mercados financieros internacionales, dependientes como han estados de dichas inyecciones de liquidez, sin que se vea reflejado en datos de PIB y empleo en la principal economía del mundo, lo que puede volverse explosivo.

Así, desde esta política monetaria expansiva, que ha llevado a incrementar la base monetaria de EE.UU en 2,3 trillones de dólares, llevándola por encima de 2,6 trillones de dólares, articulada mediante un incremento de reservas, lo que ha obligado a la Fed a alcanzar un nivel de apalancamiento de 51 veces a 1, llevando a una base monetaria que implica 17 céntimos por cada dólar y a unos tipos de interés a corto entre el 0% y el 0,25%, que ha conducido a la economía norteamericana a una preferencia por la liquidez con la que ha podido entrar ya técnicamente en trampa de liquidez, y así lo reflejan los datos comparativos entre tipos de interés de las Letras del Tesoro norteamericano y la base monetaria de los últimos 40 años, en la medida en que al alcanzar el acuerdo en el seno de la Fed del incremento enorme de la base monetaria que ha experimentado en un entorno de crisis en el que los componentes del PIB nominal, esto es PIB real y precios se muestran inelásticos, los tipos de interés a corto caen hasta niveles de trampa de la liquidez.

El principal riesgo, a corto y medio plazo, asociado a la política de la Fed es que un intento por normalizar los tipos de interés a corto plazo, habida cuenta de la fuerte relación empírica entre los tipos de interés a corto y la base monetaria, de hecho alcanzar un 0,25% en los tipos de interés a muy corto plazo sin efecto inflacionista, requeriría llevar la base monetaria de 17 a 13 céntimos por cada dólar, o lo que es lo mismo, pasar de 2,6 a 2 trillones de dólares, es decir, obligaría a la Fed a revertir la inyección de 600 billones de dólares que supuso la QE2.

A medio y largo plazo, los riesgos pueden venir desde perturbaciones exógenas sobre los tipos de interés que, debido a una base monetaria de 17 céntimos por cada dólar,

puede provocar un proceso de fuertes presiones inflacionistas, con evidencias empíricas de que no se cumpliría la curva de Phillips, lo que no conduciría a la creación de empleo y el riesgo de la economía norteamericana es que se deslizara hacia un problema de estanflación. Estas perturbaciones exógenas puede estar muy vinculada a las políticas de gasto público de la Administración norteamericana, dado que una fuente exógena que genera presiones inflacionistas es el gasto público improductivo, capaz de crear demanda pero sin expandir la capacidad productiva. Este riesgo es significativo si tenemos en cuenta que podemos estar cerca (por la trampa de liquidez), de no poder normalizar los tipos de interés a corto como medida de control de la inflación sino es a través de una contracción masiva del balance de la Fed.

Cierto que la Fed, podría contar con otra herramienta de lucha contra la inflación como es un incremento en la remuneración de las reservas bancarias para retirar dinero del mercado, si bien habida cuenta de que la Fed se encuentra apalancada 51 a 1, un incremento de 0,25% en esta remuneración supondría un incremento del coste equivalente al 12% del capital total. Es más, la situación de la Fed es tal, que un incremento de un 0,35% en los tipos a largo implicaría en términos efectivos borrar su capital, lo que obligaría a plantear un rescate de la Fed.

En este contexto, plantear un QE3 sería un serio error, sobre todo si tenemos en cuenta que pese a la finalización del QE2 y sin necesidad de poner en marcha un QE3, la política monetaria de la Fed continúa siendo expansiva, en la medida en que seguirá reinvertiendo en deuda los vencimientos de la deuda hipotecaria que permanece en su balance y los tipos de interés oficiales se mantendrán entre el 0%-0,25% hasta bien entrado 2012 según las declaraciones de la comparecencia de junio del Presidente de la Fed Ben Bernanke.

Sin embargo, la decisión de un QE3, pese a plantearse como improbable en las últimas declaraciones de Bernanke, no lo ha descartado como imposible dejando la puerta abierta a nuevos estímulos ante un deterioro significativo de la situación económica durante los próximos meses, lo que podría verse reflejado en caídas bruscas de los mercados o descenso brusco de la inflación con aumento del paro.

El problema se agrava, por tanto, por la presión que sufre la Administración Obama para controlar un déficit público esperado (FMI) para este año de 1,4 trillones de

dólares, lo que supone un 9,7% del PIB, frente a las restricciones legales de seguir ampliando su endeudamiento al alcanzar este su techo legalmente admisible del 100%.

3. El techo de deuda. La política fiscal de la administración norteamericana.

La otra fecha significativa es la que hace referencia al momento en el que el Tesoro norteamericano tendría que solicitar una moratoria de pagos en algunos de los vencimientos de su deuda de no poderse ampliar el techo de deuda por parte del Congreso de los EE.UU, que está fijado en los 14,294 trillones de dólares, y que depende de alcanzar un acuerdo que la oposición republicana exige de recortes presupuestarios, convirtiéndose así en el principal arma de la oposición frente al nuevo ejercicio fiscal de 2012 que empieza el 1 de octubre de este año, momento en el que el último informe del FMI considera que debe comenzar el ajuste fiscal a un ritmo del 1,5% del PIB anual del déficit primario estructural hasta alcanzar un acumulativo del 7,5% del PIB hasta 2016 estabilizando así el coeficiente de endeudamiento.

La solución no es fácil, pese al recorte en las previsiones de crecimiento del FMI, que fijan en un 2,5% (2,8% en el informe de abril y 2,7% en la propuesta de presupuesto 2012 de la Administración Obama) el crecimiento del PIB para 2011 y de un 2,75% (2,9% en el informe de abril y 3,6% en la propuesta de presupuesto 2012 de la Administración Obama) para 2012, la ralentización sufrida durante el primer trimestre de 2011 que lleva a una tasa anualizada, en términos reales, del 1,9% frente al 3,1% (si bien debido en gran medida, por el repunte de la inflación), y los últimos datos de los indicadores adelantados y la evolución negativa del precio de la vivienda durante el segundo trimestre de este año, unido al estancamiento de la creación de empleo, con una tasa de paro que ha repuntado hasta el 9,1% (desde el 9% anterior), hacen temer una nueva caída de ingresos públicos que obliga, tal y como se ha anunciado durante la última semana de junio por el propio Presidente de los EE.UU, al final de la política fiscal expansiva sostenida hasta ahora, de hecho EE.UU. representa la única economía desarrollada en la que el déficit fiscal cíclicamente ajustado se prevé que aumente durante 2011.

Es cierto que es difícil saber en que nivel se encontraría la economía norteamericana (y mundial, no olvidemos que la economía norteamericana se sitúa en el entorno del 24% del PIB mundial), de no haber tomado las medidas de política fiscal y monetaria

expansivas que ha tomado, lo cierto es que los próximos pasos a seguir llevan a un plan de reducción del déficit público creíble para poder sacar adelante el acuerdo del Congreso sobre el techo de deuda. Y aquí aparece un nuevo factor de incertidumbre: mientras las declaraciones del Presidente de los EE.UU, Barack Obama apuntan a recortes de hasta un 40% en los gastos de defensa (lo que invalidaría a EE.UU la posibilidad de mantener dos guerras al mismo tiempo, un principio que había sido considerado tabú desde finales de la Segunda Guerra Mundial), política de reducción del gasto que no convence al bloque republicano, este se encuentra más propenso a tocar el gasto social en sanidad y educación, en este último caso eliminando o disminuyendo notablemente la política de becas, suponiendo un primer escollo para pedir el voto. El segundo gran escollo hace referencia a la política de ingresos, así mientras las declaraciones del Presidente de EE.UU apuntan a eliminar los incentivos fiscales que había determinado la administración Bush sobre las rentas altas y las empresas petrolíferas, la parte republicana del Congreso apunta a no tocar los impuestos directos, siendo más flexible con los indirectos.

El efecto de esta nueva política de contracción fiscal, en un momento en el que la economía norteamericana muestra nuevos síntomas de agotamiento puede llevar a un debilitamiento de la demanda interna, quedando a expensas de la demanda exterior donde las exportaciones norteamericanas de manufacturas aprovechan la debilidad del dólar y mantienen su fuerte ritmo de crecimiento iniciado en 2010, alcanzando máximos históricos por encima de los 120.000 millones de dólares mensuales durante el segundo trimestre, a pesar del repunte en el déficit por cuenta corriente que ha pasado del 3% al 3,2% durante el primer trimestre de 2011, debido al fuerte impulso de las importaciones, muy condicionadas en su valor por la factura energética.

El principal problema es que la demanda externa viene limitada por todos los procesos de deslocalización que los EE.UU vienen sufriendo desde la década de los 70 y con más intensidad durante la última década, por lo que la caída de la demanda interna que la combinación de medidas contractivas fiscales, tanto desde el punto de vista del gasto como del ingreso, combinado con cifras de desempleo que no logran corregirse, puede no verse compensada con el incremento de las exportaciones y llevar a EE.UU a una nueva fase de recesión en forma de W.

La conclusión es muy sencilla: el día que se abandone la expansión monetaria cuantitativa por parte de la FED y/o se incremente la aversión al riesgo de los inversores, se hundirían los mercados de riesgo, incluidas las materias primas, lo que provocaría un descenso de la inflación general, y, en un contexto de recesión económica, acabaría por generar deflación. Por lo tanto, es absolutamente insostenible el actual repunte de materias primas y su efecto en la inflación.

NECESIDAD DE UNA NUEVA MONEDA RESERVA MUNDIAL

Para que la realidad monetaria refleje realmente la nueva realidad económica del planeta es necesaria una nueva moneda mundial, una cesta de monedas de las principales economías desarrolladas y emergentes, que sustituya al dólar. Indudablemente esto, al perder el dólar su valor como moneda de reserva mundial, pondrá en evidencia que los datos macroeconómicos de EE.UU. son peores que los de muchos países europeos que actualmente tiene planes de rescate y acelerará la adaptación a un nuevo orden económico mundial. Veamos en más detalle su justificación económica

Para compensar el desapalancamiento del sector privado, Occidente, especialmente Estados Unidos, como ya hemos comentado, está buscando que los estímulos para la demanda doméstica procedan de las exportaciones, es decir, buscar una mayor contribución externa para la recuperación de la demanda. Para ello se necesita un mayor gasto agregado de las economías emergentes que puedan crecer más vía componentes autónomos. Pero aquí surge un problema: los países BRIC, alguno de los cuales, como Brasil, en las últimas dos décadas se habían visto sometidos a políticas monetarias y fiscales muy restrictivas por parte de los organismos internacionales, se muestran perplejos ante los desequilibrios galopantes de Estados Unidos, y reclaman una nueva moneda reserva supranacional que supere al dólar, con el fin de balancear el mundo. La creación de una moneda supranacional reduciría el impacto de una devaluación del dólar, y es lo que los países BRIC empiezan a reclamar cada día con mayor intensidad. Por el contrario, Estados Unidos, no quiere abandonar el papel del dólar como moneda reserva, ya que tendría problemas de refinanciación de su deuda, y podría entrar en un proceso similar al de Argentina en 2001.

Si aplicamos la “Ley de Thirwall”, que nos da la tasa de crecimiento máxima atendiendo a la restricción de la balanza de pagos de un país, se observa como Estados

Unidos presenta unas tasas de crecimiento netamente superiores a las pronosticadas por dicha ley, merced al inmenso déficit comercial que los demás países aceptan financiar, comprando masiva, y quizás irracionalmente, bonos y letras del Tesoro estadounidense. Eso sólo lo posibilita el que el dólar sea la moneda reserva internacional.

Nos encontramos, dentro del desapalancamiento que está viviendo la economía global, ante un riesgo más de naturaleza endógena (su distribución de probabilidad no es conocida), de consecuencias imprevisibles, y que apenas es considerado por el establishment económico y político dominante: *una renegociación de la deuda de los Estados Unidos y una crisis del dólar*.

Nos encontramos inmersos en una vieja paradoja: el dilema de Robert Triffin. Si Estados Unidos deja de tener déficit por cuenta corriente, consecuencia del actual proceso de desapalancamiento en el que está inmerso, la comunidad internacional perdería su principal fuente de reservas, produciéndose problemas de liquidez, entrando en una espiral contractiva. Sin embargo, un excesivo déficit por cuenta corriente, como el actual erosionaría el valor del dólar de manera que no se aceptaría como moneda reserva. La solución de Triffin al dilema fue la creación los DEG (derechos especiales de giro) del FMI, que no supusieran contraer ninguna deuda por ningún país. Son definidos en términos de una cesta de monedas formada por el dólar, el euro, el yen y la libra. En el fondo son créditos que las naciones con excedentes comerciales pueden emitir sobre los países con déficit. No cumplieron su objetivo y rara vez son utilizados.

La opción de crear una nueva moneda reserva supranacional, como hemos comentado, cuenta con la oposición frontal de Estados Unidos y Reino Unido. Por lo tanto, la solución más razonable, y que se irá extendiendo a lo largo del tiempo, pasa por reducir la dependencia del dólar y los bonos del Tesoro estadounidense, y complementarlos con otros activos de reserva, especialmente de países BRIC. El proceso imparable ya está en marcha, especialmente ahora que la economía norteamericana es tremendamente vulnerable. ¿Acabará en una crisis del dólar, tras la cual no quede más remedio que crear una nueva moneda supranacional? Es probable.

¿POR QUÉ AUMENTAN LAS PROBABILIDADES DE RECESIÓN GLOBAL?

El origen de la crisis es de naturaleza distinta a una mera crisis coyuntural cíclica donde con política monetaria, fiscal se podría salir de la misma. La crisis es sistémica, y una

vez que se ha comprobado que no es posible salir de la actual situación añadiendo más deuda, véase política fiscal de Estados Unidos, promoviendo una subida artificial de los precios de los activos financieros, vía política monetaria cuantitativa, o someter a restricciones económicas vergonzosas, con tal de proteger a acreedores, tal como se está imponiendo a países como Grecia, Irlanda, o Portugal, es hora de afrontar el auténtico problema: el sistema financiero y la brutal deuda privada de occidente. ¿Cómo? Mediante una reducción importante del balance del sistema financiero y bancario mundial:

1º.- Tal como explicaremos más adelante, mediante una propuesta seria de rescate bancario. Para ello hay que “adelgazar” el tamaño del balance mediante una valoración razonable del activo, y desde el lado del pasivo, que accionistas y bonistas sufran ese adelgazamiento mediante “hair-cuts” o quitas. Este proceso debería producirse a nivel global como una especie de Club de París.

2º.- Regulación, supervisión, fin de los paraísos fiscales, control de la remuneración de los ejecutivos, y política fiscal más redistributiva: aumentos de los impuestos directos y del capital.

Se trata de condiciones necesarias y no suficientes, pero si no se implementan, la recesión-depresión sería muy probable. En el cuadro adjunto 2 recogemos nuestras previsiones para el período 2011-2013

Cuadro 2. Previsiones Crecimiento Económico PIB Diferentes Áreas Geográficas.

Perspectivas 2011-2013	España	Europa	EE.UU	Asia	Latinoamerica
PIB	0% / -1%	1%	Inferior al 1%	China 7%	3%
Desempleo	22%	10-12%	9%-11%	China (se mantiene o baja) Japón (mala situación)	Brasil (podría llegar a mínimos históricos)
Déficit Fiscal	Superior al 5%	Se elevará el ratio deuda/PIB	Superior al 10%	Cuentas públicas más saneadas	Cuentas públicas más saneadas que países desarrollados
Tipos de interés	1,5% / 2,0%	1,5% / 2,0%	0% / 1%	Tendencia ascendente	Tendencia ascendente
Mercados bursátiles	Descensos de -10% / -20%	Descensos de -5% / -15%	Descensos de -5% / -15%	Descensos de -10% / -20%	Descensos de -10% / 20%
Sectores	Infraestructuras y energías renovables son los sectores donde las ganancias son más factibles				

3.- UN ANÁLISIS CRÍTICO DE LA DESREGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DESDE LOS AÑOS 80.

En este apartado se pretende explicar los cambios en la regulación del sistema financiero que se han ido produciendo desde los años 80, como una parte más del pensamiento único que se deriva del “Consenso de Washington”. La desregulación financiera se desarrolló a la par que se intensificaba el proceso de globalización, y se producían errores de política monetaria, que acabaron produciendo inflaciones de activos y procesos de endeudamiento insostenibles. En este apartado, en primer lugar, detallaremos las principales líneas de desregulación del sistema financiero global, que unido a las externalidades negativas de la globalización y errores de política monetaria, acaban produciendo las bases de la actual crisis sistémica. Finalmente, detallaremos el papel de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) en la actual crisis económica, y en el rescate financiero, y los efectos devastadores, que desde nuestro punto de vista, dicha política tendrá sobre la economía global.

DESREGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO, GLOBALIZACIÓN, Y POLÍTICA MONETARIA: UN COCTEL EXPLOSIVO.

Del análisis de nuestra interpretación de la crisis se deriva el papel vital que han jugado en la misma el proceso de apalancamiento-sobreendeudamiento, alimentado la generación de riqueza por encima de la renta (burbujas financieras), y un consumo muy por encima del ahorro interno. Desde el lado del comportamiento del sistema financiero, ¿qué permitió esos niveles de apalancamiento? Según nuestro análisis, y tomando algunas ideas de Joseph Stiglitz, citaríamos cinco aspectos fundamentales

1.- La derogación de la ley Glass-Steagall, y el culto de la Autorregulación.

En noviembre de 1999, el Congreso derogó la ley Glass-Steagall, la culminación de un esfuerzo de lobby de alrededor de 300 millones de dólares de la banca y las industrias de servicios financieros, encabezado en el Congreso por el senador Phil Gramm. La ley Glass-Steagall, que separó durante mucho tiempo los bancos comerciales (que se prestan dinero) y los bancos de inversión (que organizan la venta de bonos y acciones), había sido promulgada a raíz de la Gran Depresión y estaba destinada a contener los excesos de la época, incluyendo los graves conflictos de intereses. Por ejemplo, sin separación, si una empresa cuyas acciones habían sido emitidas por un banco de

inversión, con su fuerte respaldo, se metía en problemas, ¿no sentiría su brazo comercial, si lo hubiera, la presión para prestarle dinero, tal vez imprudentemente?

Quienes promovieron la derogación de la ley Glass-Seagall, propusieron la creación de murallas chinas para asegurarse de que los problemas del pasado no se repetirían. Sin embargo, la dinámica avaricia-miedo de Hyman Mynsky y su crítica a la autorregulación del sistema financiero volvió a funcionar: prevaleció el poder de los incentivos económicos que dirigió el comportamiento humano hacia el auto-interés, el corto plazo, y no hacia el interés propio bien entendido.

La consecuencia más importante de la derogación de la Glass-Steagall era indirecta: la derogación cambió toda una cultura. Los bancos comerciales no deben ser empresas de alto riesgo, ya que se supone que deben administrar el dinero de otra gente de manera muy conservadora. Bajo este presupuesto el gobierno se compromete a hacer frente a los depósitos si el banco falla. Los bancos de inversión, por el contrario, tradicionalmente han manejado dinero de gente de mayor riqueza, gente que puede correr mayores riesgos con el fin de obtener mayores retornos. Cuando se produjo la derogación de la ley Glass-Steagall, la cultura de la banca de inversión estaba en su pleno apogeo. Había una demanda de altos rendimientos que podrían obtenerse sólo a través de un alto apalancamiento y una toma de riesgo grande.

Hubo otros pasos importantes en el camino liberalizador y desregulador. Uno de ellos fue la decisión en abril de 2004 por la Comisión de Bolsa y Valores de permitir que grandes bancos de inversión pudieran aumentar su ratio deuda- capital (de 12:1 a 30:1 o superior) para que pudieran comprar más títulos respaldados por hipotecas, inflando la burbuja de la vivienda en el proceso. Al aceptar esta medida, la S.E.C. defendió las virtudes de la autorregulación: la noción peculiar de que los bancos pueden efectivamente ser la propia policía que vigile los excesos. La realidad fue muy distinta.

2.- Fraude contable impulsado por los excesivos y deficientes modelos de compensación.

El 30 de julio de 2002, a raíz de una serie de grandes escándalos, en particular, el colapso de WorldCom y Enron, el Congreso aprobó la Ley Sarbanes-Oxley. Los escándalos implicaron a todas las grandes empresas de contabilidad estadounidenses, la mayoría de los bancos, y algunas de las empresas de primera línea, y dejó claro que

había serios problemas con el sistema de contabilidad. La contabilidad es un inductor del sueño, pero si no se puede tener fe en los números de una empresa, entonces no se puede tener fe sobre la empresa en absoluto. Lamentablemente, en las negociaciones sobre lo que se convirtió en la Ley Sarbanes-Oxley, no se tomó una decisión sobre uno de los aspectos que para muchos, incluido el ex jefe respetado de la SEC Arthur Levitt, era un problema de fondo fundamental: las opciones sobre acciones. Las opciones sobre acciones se han defendido como el impulso saludable hacia la buena gestión, pero en realidad son un “pago de incentivos” solamente en el nombre. Si a una empresa le va bien, el C.E.O. obtiene grandes recompensas en forma de opciones sobre acciones, pero si una compañía no lo hace bien, la compensación era prácticamente igual, si bien se otorgaba bajo otras formas. El problema con las opciones sobre acciones es que proporcionan incentivos para una mala contabilidad: la alta dirección tiene todos los incentivos para proporcionar información distorsionada a fin de inflar precios de las acciones.

3.- Proporcionar enormes rescates a los bancos sin llevar a cabo la reforma sistémica de las causas subyacentes de sus errores.

La propuesta original del secretario del Tesoro, Henry Paulson, un documento de tres páginas por los que el secretario del Tesoro dispuso inicialmente de 700 mil millones dólares para su exclusivo criterio, sin supervisión ni control judicial. Se vendió el programa como necesario para restaurar la confianza. Pero no se refirió a las razones subyacentes de la pérdida de confianza. Los bancos hicieron préstamos demasiado malos. Hubo grandes agujeros en sus balances. Nadie sabía lo que era verdad y qué era ficción. El paquete de rescate fue como una transfusión masiva a un paciente que sufre de una hemorragia interna, y no se hace nada sobre el origen del problema, es decir, todos los préstamos hipotecarios. Además se incluía la compra de activos tóxicos o "efectivo por basura", poniendo el riesgo a los contribuyentes estadounidenses. Cuando finalmente se abandonó, se proporcionó a los bancos el dinero que necesitaban, pero no se garantizó que los bancos lo utilizaran para volver a su papel de concesión de préstamos.

En ninguna de las medidas propuestas se había buscado mecanismos de reducción de la deuda de los hipotecados, estableciendo mecanismos de recuperación de dicha quita

cuando se recupere el valor de los activos. Las familias tienen mucha deuda, mientras el precio de sus activos se está desplomando. El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

Todos estos errores se resumen en uno: la carga real de la acumulación de deuda del Estado que implican los rescates, al ser financiados por los contribuyentes y no por los acreedores privados, tendrá que ser devaluada a través de la inflación, o implicará unos reclamos tan onerosos, que afectará a la producción e inversión en capital futura del país.

4.- Desregulación y Política Monetaria: El "multiplicador monetario" pierde su magia.

Cuando la FED u otro banco central están relajando la política monetaria, aumenta la base monetaria mediante la compra de bonos del Tesoro en el mercado abierto. Cuando la está restringiendo, se reduce la base monetaria mediante la venta de los bonos del Tesoro en el mercado abierto.

El activismo de la política monetaria se basa en la suposición de que existe una relación predecible entre las reservas bancarias y los préstamos bancarios. El concepto generador de dinero fácil es que el Banco Central crea nuevas reservas bancarias, y los bancos las prestan. Estos préstamos se gastan, y lo obtenido es depositado en otros bancos, como cuentas corrientes. Todo lo que no es necesario mantenerlo como reservas es entonces prestado de nuevo, y gracias a la magia del dinero de los "multiplicadores", préstamos y depósitos bancarios multiplican por muchas veces la inyección inicial de las reservas.

Pero esto es la teoría. En la década de 1970 se produjo un cambio con la aparición de los fondos del mercado monetario, que no exigen los requisitos de reserva. Luego, en la década de 1990, las exigencias de reservas se redujeron a cero en los depósitos de ahorro, certificados de depósito, y los depósitos de eurodivisas. En la actualidad, las exigencias de reservas se aplican sólo a "los depósitos de las transacciones" esencialmente las cuentas de cheques. La gran mayoría de las fuentes de financiación utilizados por los bancos para crear préstamos no tienen nada que ver con las reservas bancarias.

Así por ejemplo, los préstamos comerciales e industriales se financiaban mediante la emisión de CDs. Depósitos en el mercado de dinero eran muy utilizados para prestar a las empresas que emitían papel comercial a corto plazo. Los préstamos de consumo hacían uso de los depósitos de ahorro que no estaban sujetas a requisitos de reserva. Estos préstamos pueden ser agrupadas en títulos y vendidos a otra persona, sacarlos de los libros del banco. Por lo tanto, préstamos comerciales, industriales y de consumo ya no tienen ningún vínculo con las reservas bancarias. Desde 1995, el volumen de estos préstamos se ha disparado, mientras que las reservas bancarias han disminuido. Miremos el agregado monetario que la Fed puede controlar directamente - la base monetaria. Cada pedacito de aumento desde enero de 1994 se explica por el efectivo en circulación, y no por las reservas bancarias.

5.- Falsedad de los Supuestos de la Teoría Financiera Moderna

Una consecuencia clara de la reciente crisis financiera internacional ha sido la puesta en evidencia de los supuestos que soportan los modelos y teorías de la actual economía financiera: la eficiencia de los mercados, la racionalidad de los inversores, la asunción de que las series de rendimientos de los diferentes activos financieros siguen una distribución gaussiana, ... no parecen validarse empíricamente. Como consecuencia los modelos generalmente asumidos de asignación de carteras, valoración de activos financieros, y control de riesgos fallan, y tienden a generar daños colaterales en forma de crisis sistémicas de mercado, pérdidas de valor de los instrumentos financieros, y ausencia de control real de los riesgos de mercado.

Un episodio que apenas se comenta y que ha contribuido a la crisis económica y financiera actual ha sido la aplicación del VaR en la fijación del capital de las entidades financieras. Algunos autores, como Nassim Taleb o Pablo Triana, mantienen que el gran culpable de la crisis financiera es un modelo matemático llamado Value at Risk.

VaR, en su papel como mecanismo regulador determinante de las cargas de capital sobre las actividades de mercado de los bancos, permitió a los bancos de inversión acumular de forma muy apalancada (endeudada) los activos tóxicos que eventualmente generaron las pérdidas billonarias que condenaron al mundo al caos. Dado que VaR registró, de forma irrealista, valores muy pequeños en el periodo previo a la crisis, los bancos tan sólo tenían que depositar un montante de capital muy limitado para poder

acumular billones y billones de dólares en productos exóticos relacionados con las hipotecas basura. VaR indicaba que esas posiciones no tenían demasiado riesgo, así que no había necesidad de reservar mucho capital protector de posibles pérdidas. Es decir, VaR dictó que el precio para jugar al juego de trading fuese muy económico, y los bancos respondieron de forma entusiasta. Se ha estimado que, en el caso de varios bancos, las cargas de capital para actividades de mercado (igual a $\text{VaR} \times \text{factor multiplicador}$) suponían tan sólo el 1%, e incluso el 0,1%, de sus posiciones de trading totales registradas en el balance. Eso es mucho apalancamiento. Si los medios han enfatizado y criticado insistentemente los niveles de apalancamiento absolutos de 30 a 1 de los bancos, ¿qué les parecen los niveles de 100 a 1 e incluso 1.000 a 1 que VaR permitió para actividades de trading, muchas de ellas tóxicas?

Esa combinación de apalancamiento y toxicidad que según estos autores regaló el VaR es lo que hundió a Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch... En cuanto el mercado inmobiliario de EE UU se tambaleó un poco, las pérdidas en activos basura (esos subprime CDOs) se comieron el escaso capital. Había demasiada toxicidad para tan poco capital.

¿Por qué generó VaR valores tan pequeños? Se supone que VaR mide las posibles pérdidas venideras de una cartera de activos, con un grado de confianza estadística. Por ejemplo, un VaR de 50 millones de dólares al 99% (típico en Wall Street antes de la crisis, mientras que los balances acumulaban posiciones de trading en un rango 200.000-400.000 millones de dólares) "predice" que sólo habrá dos o tres días al año en los que las pérdidas superarán 50 millones. Para llegar a esa cifra, el modelo se enfoca totalmente en el espejo retrovisor, asumiendo que el futuro será como el pasado. Pero en los mercados, el pasado no es prólogo, en especial si, como hacen las matemáticas de VaR, descartas la posibilidad de movimientos extremos (improbables en teoría, casi siempre presentes en realidad). Si el pasado reciente, como fue el caso en esta crisis, es tranquilo y plácido, VaR dictaminará que el futuro no será turbulento y hay poca necesidad de capital protector. "¡No hay riesgo!", exclamó VaR antes del verano de 2007. Al predecir calma, VaR permitió a los bancos acumular más y más riesgos de forma desbocada.

Antes de VaR, adoptado por los reguladores internacionales en 1996, las cargas de capital para activos tóxicos (basadas en consideraciones más prácticas y menos teóricas) hubiesen sido mucho más elevadas, haciendo imposible por caro para la banca acumularlos de forma masiva. El apalancamiento letal se hubiese evitado. Sin VaR, Lehman y Bear probablemente seguirían. TARP nunca hubiese existido. Muchas pérdidas de empleo se hubiesen evitado.

Adoptar VaR fue un error. Reguladores y banqueros depositaron excesiva confianza en un modelo que pretende garantizar aquello, precisión y certidumbre cuantitativa, que no es garantizable en la selva de los mercados. Las matemáticas tuvieron su oportunidad y fallaron. Es hora de volver a basar las decisiones financieras más relevantes en el sentido común.

EL PAPEL DE LA FED EN EL RESCATE FINANCIERO: POLÍTICA MONETARIA CUANTITATIVA.

La Fed ha estado utilizando una política monetaria poco ortodoxa para hacer frente, por un lado, a la trampa de la liquidez y una severa contracción del crédito, y, por otro garantizar la financiación privada de sectores financieros y no financieros, y que afectan a los tipos a corto y largo plazo de interés. Se trata esencialmente de una flexibilización cuantitativa. La hoja de ruta es el discurso de Ben Bernanke ante el Club Nacional de Economistas, el 21 de noviembre de 2002: *Deflation: making sure "it doesn't happen here."*

Al margen de todas las líneas y facilidades de liquidez que afectaron a los tipos de interés a corto plazo, la FED también afectó a los tipos de interés a largo plazo. ¿Cómo?

- La Reserva Federal puede mantener la tasa de fondos federales a cero durante un largo periodo de tiempo para reducir el diferencial de la curva de tipos de interés.
- La FED puede comprar directamente los bonos del gobierno a largo plazo como una manera de empujar a la baja su rendimiento y reducir así la propagación a la curva de rendimientos.
- La Fed trata de afectar directamente a los diferenciales de crédito mediante
 - o compras directas de bonos corporativos (de alto rendimiento y alto grado);

- compras directas de hipotecas y MBS privados y de agencia, así como deuda de agencias;
- obligando a Fannie y Freddie a ampliar enormemente sus carteras, comprando y / o garantizando más hipotecas y paquetes de hipotecas, e incluso podía decidir subvencionar hipotecas directamente con recursos fiscales;
- la Reserva Federal (o el Tesoro) podría incluso ir más lejos mediante una intervención directa en el mercado de valores a través de compras directas de acciones como una manera de impulsar una subida de precios de las mismas.

Una de las patas de la ficticia recuperación económica, y de los mercados financieros desde marzo de 2009, fue este diseño de la política monetaria de la FED, que bajo la implementación de una expansión de balances, incrementando el activo del Banco Central vía la compra de activos tóxicos, continuas líneas de apoyo de liquidez a los mercados, lo único que se generó fueron incrementos de precios de los activos no respaldados por la economía real, es decir, de nuevo una burbuja o inflación de activos. Bajo la idea, soportada académicamente por Ben Bernanke, de que la generación de burbuja de activos puede reactivar la economía, la expansión cuantitativa generó un nuevo carry trade: el del dólar que alimentó la inflación de activos desde marzo de 2009 hasta principios de 2010. Sin embargo, este planteamiento económico se olvida de que la riqueza en relación al PIB es constante, de manera que si la riqueza crece muy por encima de las rentas se producirá una reversión a la media mediante un descenso del precio de los activos. ¿Cómo? Caben dos posibilidades: mediante la retirada parcial de la liquidez que ha generado este nuevo carry trade, o mediante el colapso del colateral que respaldaba la última burbuja, la de la deuda soberana.

Como consecuencia de la expansión cuantitativa de la FED el tamaño del balance de la Fed se ha triplicado desde mitad de 2007 hasta ahora: de un activo total de alrededor de 850,000 millones de dólares a una cifra actual superior a 2,4 billones de dólares. La calidad de los activos se ha deteriorado considerablemente: en la actualidad sólo un tercio de los activos son de Valores del Tesoro, mientras que hace 3 años era el 90% del total de activos. Desde el lado del pasivo, las reservas de los bancos comerciales son la contrapartida que más ha crecido. Se refiere a los depósitos mantenidos por los bancos comerciales de la FED, y que en la actualidad se están utilizando para financiar el

Tesoro, pero no para ofrecer préstamos y créditos a empresas y familias. Por lo tanto, hasta ahora, la expansión del balance de la Fed no se ha hecho vía monetización de la deuda, que a la larga va a generar inflación, sino mediante reservas de los bancos comerciales, a cambio de dejar de financiar a empresas y familias.

Para que hubiera nuevo dinero para prestar a familias y empresas, los bancos deberían sacar de sus balances los activos del Tesoro, y para ello pueden ocurrir dos cosas

- Alguien distinto del gobierno compra esos activos a los bancos con ahorro privado que no se ha colocado o gastado. La protección del bonista se ha hecho a expensas de “emplear” casi 2 billones que se hubiese destinado a inversión privada (efecto crowding-out). Es muy deflacionista.
- Si el ahorro privado no quiere o no puede, la FED tendría que comprar esos activos, además de los activos con respaldo hipotecario que ya tiene, creando nuevas reservas para pagarlos y finalmente imprimiendo dinero, lo que acabará provocando en 1 o 2 años inflaciones en el entorno del 5%-6%, y cercanas al doble dígito en la próxima década. Acaba en hiperinflación.

4- PLANES DE RESCATE BANCARIOS.

INTRODUCCIÓN

El origen de la actual crisis económica se encuentra en el sobreendeudamiento privado, y en ninguna de las soluciones propuestas ha habido una quita o reducción de deuda de los hipotecados o endeudados, ni siquiera se ha planteado que la condición necesaria para salir de la crisis pasa por una reducción del tamaño del sistema bancario global. Más aún, los rescates bancarios se han hecho a medida de los intereses de quienes han provocado esta crisis, el lobby bancario y financiero.

En ninguna de las medidas propuestas se ha buscado mecanismos de reducción de la deuda de los hipotecados, estableciendo mecanismos de recuperación de dicha quita cuando se recupere el valor de los activos. Las familias tienen mucha deuda, mientras el precio de sus activos se está desplomando. El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un

nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

Centrémonos ahora de manera más detallada en analizar los planes de rescates bancarios. En primer lugar, explicaremos la secuencia de una bancarrota de una entidad financiera. Posteriormente, detallaremos las reflexiones filosóficas que desde nuestro punto de vista deberían guiar todo rescate bancario. Seguidamente, veremos brevemente las distintas opciones de last resort existentes. A continuación, explicaremos los errores de concepción macroeconómica que se han producido en el diseño de los mismos. Finalmente, presentaremos brevemente un ejemplo exitoso de reestructuración de la deuda privada desarrollada por la administración Roosevelt, y otro ejemplo de transparencia, experiencia sueca de los años 90, de cómo los acreedores deben pagar su precio por los errores de gestión del management de bancos.

Detallando la Secuencia de Una Bancarrota.

La secuencia de bancarrotas de entidades financieras que se han producido desde el verano de 2008 ha sido casi exactamente en orden del apalancamiento bruto de las mismas (ratio Total Activos /Equity). Veamos el porqué:

- 1) cuando los activos de una compañía financiera pierden valor, las pérdidas reducen el lado del activo del balance, pero también reducen el capital o equity en el pasivo;
- 2) cuando el capital del banco se va diluyendo, los clientes empiezan a hacer retiradas;
- 3) para satisfacer estas retiradas, la entidad financiera se ve forzada a liquidar activos a precios fuertemente a la baja o en distress, provocando aún una mayor reducción del capital del banco;
- 4) volvemos a 1) y continuamos el ciclo vicioso hasta que el equity es negativo y la compañía insolvente.

Reflexiones filosóficas:

Como ya hemos comentado, el origen de la crisis actual es el brutal sobreendeudamiento asociado a determinados activos o colaterales, lo que originó un

problema de solvencia en numerosos bancos a lo largo del planeta. Bajo este contexto, desde nuestro punto de vista, cualquier solución debe pasar por:

- Reducir capacidad: solo deben sobrevivir los bancos solventes.
- Reducir deuda.
- No afectar a depositantes, sino a acreedores.
- Que tenga un coste mínimo en las futuras maltrechas cuentas públicas.
- Evitar el problema de moral hazard.

Opciones de Política de “Last Resort”.

1ª.- Los Bancos Centrales consolidan parte de la deuda del sector financiero privado. Se trata esencialmente de una relajación cuantitativa, como se hizo en Japón, o ahora la FED.

2ª.- El Tesoro provee una red de garantía sobre los depósitos al por mayor y retail. Es uno de los puntos esenciales utilizado por los países escandinavos en los 1990s, y muy utilizado hoy.

3ª El Tesoro podría crear un vehículo o agencia publica, para comprar activos tóxicos. Es parte de lo que hizo Estados Unidos durante la Gran Depresión, lo que hizo en la crisis de las Cajas de Ahorro (RTC), y constituyó la base de lo que implementaron los países escandinavos en 1992 (Securum). Es la idea inicial del malogrado TARP de 2008, Una variante es el fondo público-privado del actual Plan Geithner.

4ª El Tesoro podría Recapitalizar directamente el Pasivo, ver UK hoy, o tras la compra de activos tóxicos por una agencia pública, véase Roosvelt (RFC), o Suecia en 1992.

5ª.- El Tesoro podría nacionalizar el sector financiero. Ver países nórdicos en 1992.

6ª.- El Tesoro concede avales o garantías sobre los activos tóxicos o sobre la financiación de la compra de los mismos. Es lo que han hecho UK, y el Plan Geithner en USA.

7ª.- Los reguladores podrían ingeniar una indulgencia regulatoria, mirando la suficiencia de capital. Es lo que hizo Estados Unidos para acabar con la crisis de deuda Latinoamericana.

Los países escandinavos utilizaron con éxito la 2ª, 3ª, y 5ª. Roosevelt utilizó con éxito 3ª y 4ª, con algo más (HOLC). Estados Unidos en la crisis actual ha utilizado, y está utilizando, erráticamente 1ª, 2ª, 3ª, 4ª, y 6ª. UK está utilizando con éxito muy limitado 1ª, 2ª, y 6ª.

Errores de Concepción Macroeconómica:

A continuación resumimos los errores de concepción macroeconómica que se han producido en los actuales rescates bancarios.

1.- El origen de la crisis actual no es que los bancos no presten, sino el sobreendeudamiento insostenible de la economía de USA, UK o España.

2.- Como consecuencia de ese sobreendeudamiento se está produciendo un desapalancamiento que implica una fuerte contracción económica, que aumenta los fallidos y la mora. Por lo tanto, los bancos no prestan porque tengan activos tóxicos, ya que han decidido dejar de prestar a quienes no les van a devolver. Además habrá write-downs de sus viejos préstamos, lo que implicará futuras pérdidas que recortarán más su equity.

3.- Los activos tóxicos lo son no por un problema de liquidez o de no entender lo que valen, sino por que valen mucho menos de lo que dicen los bancos en su balance. El precio correcto de las casas es el actual y no los de la burbuja previa, y dichos precios aún no han revertido del todo. En realidad, los bancos no quieren asumir semejantes pérdidas y con este esquema quieren que se las subsidie el contribuyente.

4.- Si el problema es de sobreendeudamiento y desapalancamiento (reversión a la media de la tasa de ahorro), por mucho que saquemos los activos tóxicos fuera de balance, los bancos seguirán sin prestar.

Todos estos errores se resumen en uno: la carga real de la acumulación de deuda del Estado que implican los rescates, al ser financiados por los contribuyentes y no por los acreedores privados, tendrá que ser devaluada a través de la inflación, o implicará unos

reclamos tan onerosos, que afectará a la producción e inversión en capital futura del país.

Dos son las repuestas inmediatas en el corto plazo: por un lado, una reducción de la deuda privada y pública, y por otro, una reordenación del sistema financiero

REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PRIVADA

En ninguna de las medidas propuestas se ha buscado mecanismos de reducción de la deuda de los hipotecados, estableciendo mecanismos de recuperación de dicha quita cuando se recupere el valor de los activos. Las familias tienen mucha deuda, mientras el precio de sus activos se está desplomando. El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

Veamos brevemente la experiencia desarrollada por Roosevelt en La Gran Depresión.

Rescate Bancario en la Gran Depresión: HOLC+RFC

El elemento clave en el rescate bancario de la administración Roosevelt fue el Home Owners Loan Corporation (HOLC). Es el equivalente macro del Banco Malo pero con diferencias:

- Fue creado para comprar hipotecas a distintos bancos a un precio descuento, reduciendo además el valor facial y disminuyendo los tipos fijos de las hipotecas.
- Se refinanciaba a los hipotecados en “distress”, apunto de ejecutarles la hipoteca, en nuevas hipotecas con menor valor facial y tipos hipotecarios más bajos.
- Este programa masivo permitió a millones de familias evitar perder sus casas y que se ejecutaran sus hipotecas.
- Se aplicó solo sobre primera vivienda y valor de la casa inferior a 20.000 USD.
- El HOLC compró hipotecas durante 2 años y gestionó tales activos durante 18 a un coste fiscal relativamente bajo: (comprados a descuento, con una quita en el valor facial).

Una vez que se creó el HOLC era necesario recapitalizar los bancos. Para ello se creó el RFC (Reconstruction Finance Corporation): el gobierno inyectó capital a bancos en distress pero solventes para incrementar su capital y no verse forzado a contraer más el crédito.

El rescate bancario creado en la Gran Depresión funcionó al partir de dos premisas macro correctas:

- ¡Cualquier problema generalizado de deuda y solvencia requiere una solución que lleve a una reducción significativa de la deuda!
- Las familias tenían mucha deuda mientras el precio de sus activos se estaba desplomando.

¿Algún rescate bancario de los que se han anunciado hasta ahora introducen algo parecido a una reducción de deuda? La respuesta es no, y como el problema fundamental es de endeudamiento... Además, no se ¡sobrepago!

PLANES DE RESCATES BANCARIOS ERRÓNEOS: ¡QUE PAGUEN LOS ACREEDORES!

Comentemos brevemente el rescate sueco de 1992

Rescate Sueco 1992: Banco Malo + Recapitalizar.

Este modelo se puede implementar en sociedades muy “transparentes” y “pulcras”. Desde nuestro punto de vista a fecha de hoy USA, UK, o España no reúnen estos requisitos. Ideas básicas:

- Se establecen garantías sobre todos los depósitos.
- No todos los bancos sobrevivirán. Los débiles desaparecen o se fusionan. Se implementó un stress test “serio” para ver que bancos podrían sobrevivir.
- El “management” del banco a la calle.
- Hay que minimizar el coste para el gobierno y evitar “moral hazard”.
- Se fundamenta en dos ideas: banco malo, y agencia para recapitalizar los bancos.
- Se fuerza a los bancos a hacer un “write-down” de todas sus malos préstamos o créditos, y a su vez el banco emite warrants que compra el gobierno conforme empiece a recapitalizar.
- Se eliminan a los acreedores privados, transformándose los bonos en capital. Los accionistas y bonistas empiezan a perder sus inversiones a la misma proporción y velocidad que el gobierno provee fondos a los bancos vía warrants.

- En resumen, los accionistas y bonistas no estaban cubiertos por las garantías del gobierno, y perderían sus inversiones en el mismo grado que el gobierno tuviera que apoyar a sus bancos.
- A los bancos no les queda más remedio que sacar toda la “porquería”.
- Desde el lado del banco malo, que se denominó Securum, se pago a la baja. Había un mandato claro que el destrozo no lo pagaran los impositores. Compararlo con Plan Geithner en USA donde se habla de sobrepagar y valorar entre 2 y 4 trillions (15% y 30% del PIB).
- El coste inicial para los impositores suecos fue del 4% del PIB, menos que el TARP inicial que propuso Paulson, pero obviamente con una transparencia y pulcritud de la cual carecía el TARP, que además se “olvido” de recapitalizarlos.

Su gestión duro apenas 4 años, y se recuperó todo lo puesto inicialmente por los contribuyentes, tanto en la venta de los activos tóxicos por Securum, como en las ventas de acciones preferentes una vez que los bancos pasaron de ser públicos a privados.

Se baso en varias premisas básicas correctas:

- 1.- Reducir capacidad: solo deben sobrevivir los bancos solventes.
- 2.- Que no afectara a depositantes, sino a acreedores.
- 3.- Que tuviera un coste mínimo en las futuras maltrechas cuentas públicas.
- 4.- Evitar el problema de moral hazard (crítica de Hyman Minsky a Bancos Centrales sobre el paradigma de gestión de riesgo).

Gráfico 2.- Pérdidas Préstamos Bancos Suecos 1990-1994

LOAN LOSSES OF BANK GROUPS 1990-94
SEK billion and per cent of loan stock

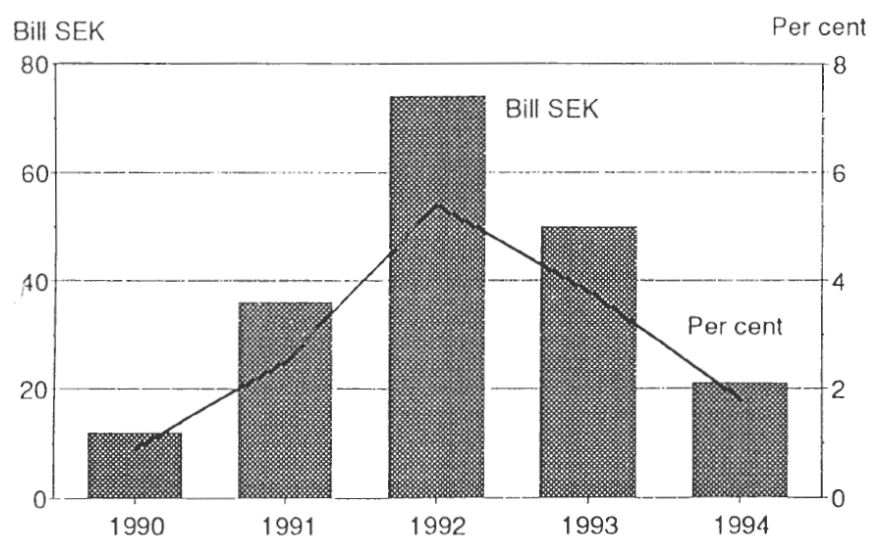
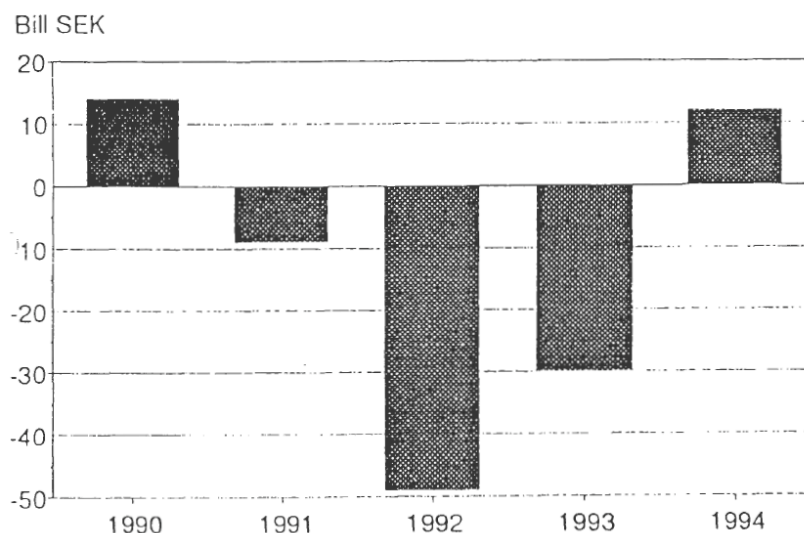


Gráfico 3.- Beneficio Operativo Bancos Suecos 1990-1994

OPERATING RESULT FOR BANK GROUPS
(incl. Securum 1993)



Fuente: Ministry of Finance Sweden

PRINCIPIOS BÁSICOS QUE DEBEN REGIR EL SISTEMA FINANCIERO.

Del análisis hecho hasta ahora se derivan algunas ideas centrales básicas:

- El origen de la crisis se encuentra en los volúmenes de sobreendeudamiento-apalancamiento inducidos por un efecto riqueza que acabó en una burbuja o inflación de activos. Ello a su vez alimentó un consumo muy por encima del ahorro interno. Los efectos se retroalimentaban. Cuando pincha la burbuja de activos la inestabilidad financiera a la Minsky se produce en toda su intensidad acabando en recesión y/o depresión económica.
- Los niveles de sobreendeudamiento-apalancamiento se deben a un comportamiento del sector financiero inducido por:
 - o La derogación de la ley Glass-Steagall acabó consolidando la cultura de la banca de inversión: búsqueda de retornos altos a cualquier riesgo. En este sentido el papel de la FED incentivo esta dinámica bajo la creencia del mercado en la opción put de Greenspan o de “Helicopter Ben”
 - o El principio de autorregulación en el sistema financiero no funciona. El sistema de compensación es asimétrico: si las cosas van bien los bonus

son elevados, y si van mal no pasa nada. Induce además a fraudes contables.

- En este contexto de búsqueda de rentabilidad a cualquier riesgo, y de problemas de “moral-hazard” se incrementó los límites de apalancamiento de la banca de inversión.
- Los bancos siguen siendo muy opacos a la hora de transmitir la situación real de su balance, y los planes de rescates bancarios no han exigido como contrapartida tal transparencia.

Por lo tanto, la clave de toda reforma del sistema financiero debe basarse en:

- Reducir los niveles de apalancamiento del sistema poniéndole límites.
- Necesidad de un mayor control de los riesgos que se asumen: búsqueda de nuevos modelos de valoración que sobrepasen, por caducos, y justificación teórica falsa, a los actuales.
- Separación clara entre banca de inversión y banca comercial.
- Necesidad de una fuerte supervisión: la autorregulación no funciona. Como corolario fijar una nueva política de retribución: mayor salario fijo, y un bonus muy inferior.
- Eliminar el problema de “moral hazard”: los bancos centrales no deben adoptar el paradigma de gestión del riesgo en su aproximación a la política monetaria.

6.- NUESTRO CALENDARIO DE ATAQUES ESPECULATIVOS EN 2011.

INTRODUCCIÓN

A principios de 2010, y posteriormente en sendos informes de finales de 2010, mayo 2011, justificamos y elaboramos un calendario de ataques especulativos. En julio 2011 volvimos a insistir en él por dos razones:

1ª.- Por que de manera razonable, y frente a la mayoría del mercado y de la ortodoxia, se va cumpliendo. Recordar nuestra aproximación. Estamos en una crisis sistémica provocada por un apalancamiento-endeudamiento, de manera que cuando colapsa el colateral que lo alimentaba, entramos en una crisis de balances, o de desapalancamiento. En los ataques que se están produciendo hay diferencias notorias:

- Grecia y Portugal, trasladable también a Italia o Bélgica, son atacados por un exceso de deuda pública y una carga financiera insostenible para su tasa de crecimiento económico. El mercado ha “forzado” las crisis de deuda pública griega y portuguesa al llevar la carga financiera a niveles insostenibles. El riesgo está además en el balance de las entidades bancarias nacionales. Al final habrá quitas, ya que son inasumibles económica y socialmente.
- Por el contrario, Irlanda, España, trasladable también a Reino Unido y Estados Unidos, el planteamiento es distinto. Es el exceso de deuda privada existente en dichas economías lo que hace que cuando el colateral que las alimentaba experimenta fuertes caídas en precios, se produce una crisis de balance o desapalancamiento del sector privado. Las empresas dejan de invertir, aumentan la productividad vía desempleo, se hunde el consumo privado. Como consecuencia el Estado deja de recaudar ingresos a una velocidad muy superior al descenso o recorte de los gastos. El mercado asume que en estos países el problema de deuda privada acabará siendo de deuda pública, porque no se quiere hacer quitas o “haircuts” sobre los acreedores. La solución pasa, siguiendo el modelo de rescate sueco de 1992, o las actuales experiencias de Islandia y Dinamarca, por una quita a acreedores, ya que deben asumir su irresponsabilidad de invertir en determinados activos con riesgo.

2ª.- La segunda razón obedece a la desaceleración que se está produciendo en occidente, tal como ya hemos comentado, en un contexto donde los países emergentes también registrarán una desaceleración notoria. Ello acabará trasladándose a los mercados.

EL ACTUAL ESQUEMA PONZI MUNDIAL

El colapso de la economía occidental, y el aumento del desempleo, fueron el resultado directo de un enorme agujero en la estructura de los diferentes reguladores, que impidió una rápida reestructuración del sector financiero no bancario, insolvente, y que los responsables políticos a continuación, ampliaron indebidamente a los bancos ordinarios, bajo la doctrina “too big too fail”.

Los responsables políticos tratan de resolver la crisis sistémica mediante la legalización de un esquema Ponzi mundial. Deberíamos haber aprendido que los estándares de capital eran insuficientes y que había, especialmente en los países anglosajones, un agujero enorme en la estructura reguladora que fracasó a la hora de ofrecer una

"autoridad de resolución" para las empresas financieras no bancarias. En su lugar, se aplicó la noción equivocada de que algunas instituciones son simplemente demasiado grandes para quebrar. Inevitablemente se crea una situación de asignación ineficiente, donde el capital imprudente sigue siendo subsidiado, a un coste cada vez mayor, por parte del público. Mientras, los acreedores o tenedores de bonos salen ilesos, y parte del sistema financiero y bancario continúa dando bonus con la misma presteza que los primeros inversores de Bernie Madoff recibían sus rendimientos.

Los hechos simplemente no son compatibles con la idea de que la quiebra de entidades financieras insolventes conduce a dificultades económicas. Por el contrario, las pérdidas deberían haberse trasladado a los tenedores de bonos, y preservar así el funcionamiento del sistema financiero mediante el fortalecimiento de su solvencia. Se argumenta por la gran mayoría del mercado, no toda, que no se podía permitir que los tenedores de bonos asumieran los billones de euros o dólares de pérdidas que habrían sido necesarios para reestructurar la deuda. Este argumento es un completo absurdo. Un descenso del mercado bursátil del 20% acaba con cerca de 9000 billones de USD en valor de mercado. Dado el tamaño y la madurez promedio del mercado de bonos de Europa, Japón, y Estados Unidos, sólo el aumento en las tasas de interés que hemos observado en los últimos meses ha implicado billones de EUR ó USD en valor de mercado.

Los mercados financieros son perfectamente capaces de asumir las pérdidas. Lo que la economía global no será capaz de asumir es la incertidumbre que se produce cuando en política económica se aplican reglas arbitrarias, esperando a ver cuáles son las consecuencias y resultados de dicha arbitrariedad.

EL CICLO ECONÓMICO, LOS MERCADOS, Y LOS ATAQUES EPECULATIVOS

La economía mundial se está desacelerando de nuevo, lo cual se produce en un determinado contexto sobre la situación de los mercados.

Según nuestro análisis nos encontramos en un contexto de sobrevaloración bursátil, tal como sugieren nuestros modelos estratégicos ("overvalued"), los mercados han tenido un comportamiento positivo para la actual situación del ciclo económico, con un sentimiento alcista ("overbullish"), y una dinámica interna ("overbought") que acaba produciendo posteriormente fuertes correcciones de mercado. En este contexto de sobrevaloración, sobrecompra, y exceso de optimismo, el aumento de los tipos de interés que se está produciendo en los mercados de deuda hace que el sistema financiero

global sea muy vulnerable a una pérdida abrupta de los mercados de riesgo, tal como nosotros prevemos.

Por lo tanto, el riesgo va más allá del default o incumplimiento soberano, que sería más una consecuencia de las medidas de política económica tendentes a proteger a nivel global a los acreedores.

Bajo este análisis en *enero de 2011* publicamos un posible **calendario de ataques especulativos**, que se podría desarrollar y retroalimentar conjuntamente:

- 1.- En diciembre de 2010 comentamos que a los rescates de Grecia e Irlanda le seguiría el de Portugal. Estos países no podrán hacer frente al coste de su deuda, por insostenibilidad, de manera que acabará habiendo quitas.
- 2.- Venta masiva de deuda soberana de los países europeos más vulnerables: España, Bélgica, e Italia. Después Francia y Reino Unido.
- 3.- Venta de deuda soberana de los “flight to quality”: Alemania y Estados Unidos.
- 4.- Insostenibilidad del “USD carry Trade”, y en un contexto de mercados sobrevalorados, sobreoptimistas, y sobrecomprados, se produce una venta de activos con riesgo de la magnitud predicha por nuestros modelos.
- 5.- Si bien el dólar se podría apreciar en un contexto de aversión al riesgo, la magnitud de los desequilibrios de Estados Unidos, hace que podamos encontrarnos en un nuevo escenario: depreciación masiva del dólar frente al resto de divisas de manera que se rompan los mínimos de octubre del tipo de cambio efectivo real del USD. El oro podría romper el nivel de 1500 y aproximarnos al nivel 2000-2500.

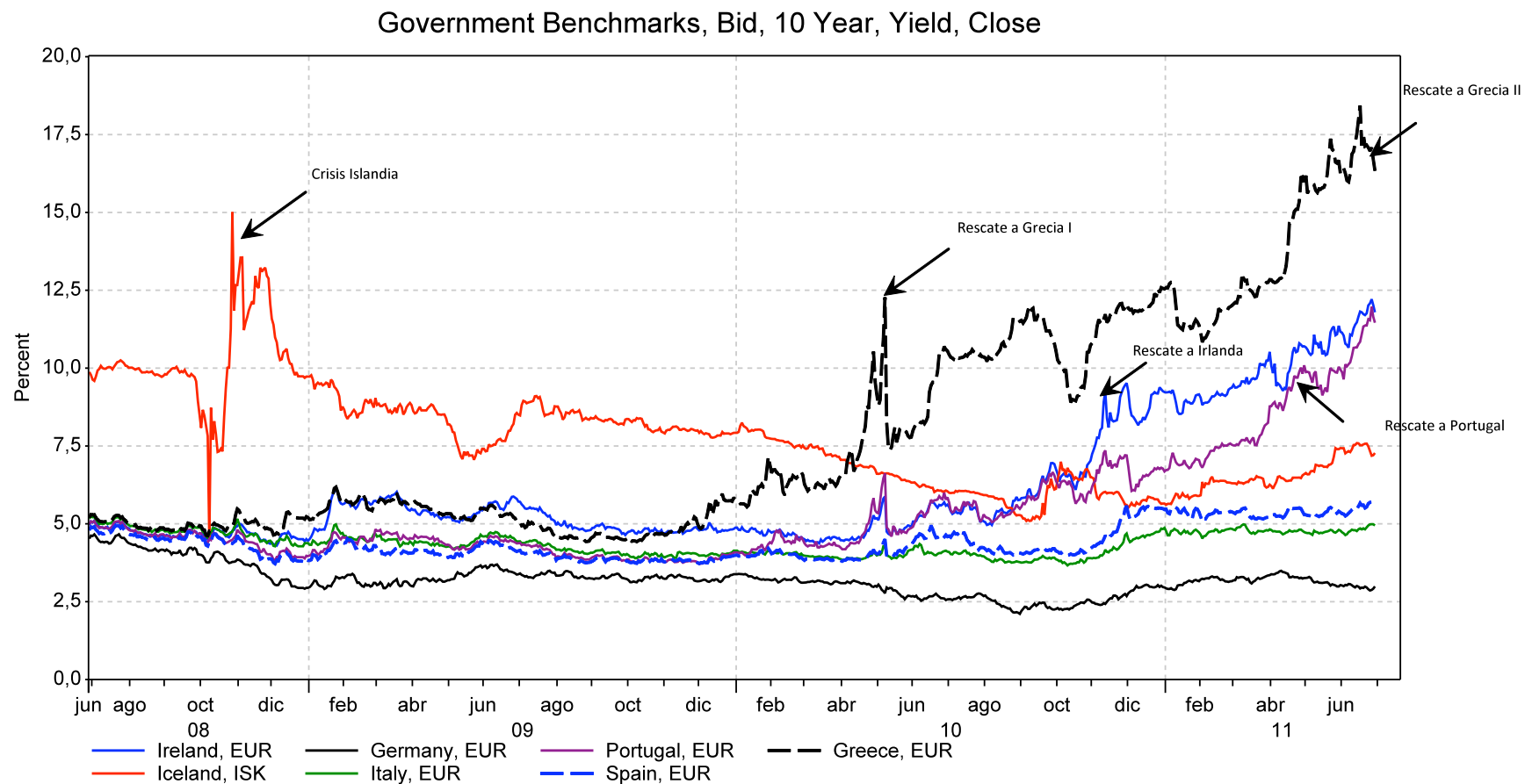
IRLANDA VERSUS ISLANDIA: ACTUALIZANDO LOS DATOS

Dentro de este análisis, resulta muy interesante analizar las similitudes entre las causas que originaron las crisis bancarias en Islandia e Irlanda, y que hacen surgir el debate de qué solución adoptada para reestablecer un sistema financiero solvente es más eficiente social y económicamente. Por un lado Islandia se vio abocada a la nacionalización del sistema financiero por su tamaño, llevando a cabo un proceso selectivo de los pagos a acreedores, que fueron damnificados junto a los propietarios del capital mediante la aceptación de una quita estimada de la deuda del 70%, garantizando los depósitos en moneda local y protegiendo al contribuyente. Por otro lado Irlanda, ha optado por

capitalizar aquellas entidades con problemas de solvencia garantizando sus deudas, y por lo tanto en pro de los acreedores, mientras asiste a un deterioro de sus activos. Las arcas públicas irlandesas, no han podido hacer frente al colosal agujero bancario y tuvieron que aceptar un rescate de la UE y el FMI. La solución de nacionalización de gran parte del sistema bancario, actuando contra los intereses de los acreedores presenta el problema de la normalización del acceso a la financiación exterior por parte de los agentes económicos residentes una vez superada la crisis. La solución heterodoxa de Islandia frente a la solución ortodoxa de Irlanda ofrece la doble ventaja de aligerar el castigo a los contribuyentes y reducir el problema de riesgo moral que potencia el *bail out*, limitando la probabilidad de comportamientos oportunistas futuros de los agentes económicos, que al sentirse asegurados contra la realización de un resultado negativo asumen las decisiones de mayor riesgo.

La solución heterodoxa de Islandia de devaluación de la divisa, reestructuración de la deuda bancaria y restricciones de capital parecen están dando un mejor resultado que la solución ortodoxa irlandesa consistente en garantizar la deuda bancaria y austeridad presupuestaria. Las previsiones de un crecimiento positivo del PIB para 2011 en Islandia que redundarán en un progresivo descenso del paro y un superávit público, unidas a la estabilización de su divisa, del OMXI Main, y la reducción de los CDS de Islandia conforman un escenario más alentador que el sombrío panorama que se sigue cerniendo sobre Irlanda. Respecto a la reacción del mercado, basta simplemente con echar una ojeada al gráfico 4 adjunto.

Gráfico 4.- Evolución de la TIR de Bonos del Tesoro Genéricos a 10 años de distintos países europeos.



6.- ESPAÑA: CRISIS DEL MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE LOS ÚLTIMOS 40 AÑOS.

INTRODUCCIÓN

En España además de la Crisis Sistémica se produce una Crisis del Modelo de Crecimiento últimos 40 años (Construcción, Turismo, Automoción).

Desde el año 1997 se observaba un creciente peso de la construcción en España, que

- Facilitaba un crecimiento económico y generación de empleo muy por encima de la Unión Europea.
- Estaba financiado por una brutal acumulación de deuda, y producía un intenso efecto riqueza.
- Bajaba la productividad de la economía española.
- Generaba un fuerte déficit por cuenta corriente, acelerado además por un sistema energético basado en la importación de hidrocarburos.

El principal riesgo para la economía española se derivaba de un “pinchazo” del sector inmobiliario, en un contexto donde

- i.- las rentas primarias de las familias (altamente endeudadas) caían en términos reales, y, como consecuencia, la participación del factor trabajo en la renta nacional había disminuido.
- ii.- el sector privado empresarial, en un contexto de inputs productivos muy baratos, no había buscado fuentes alternativas de generación de rentabilidad, vía I+D, y además está muy endeudado.

El último ciclo económico vigoroso, que comenzó en 1993, significó un proceso de convergencia en renta per cápita respecto al área EURO. En 1988 la renta relativa per capital de España respecto a EU-27 era 88%, siendo 106% en 2007. Sin embargo, se basaba en un mecanismo de retroalimentación efecto riqueza-endeudamiento insostenible, sobre el cual el Banco de España no quiso actuar, por razones políticas, ya que el Gobernador tenía sobrada información de sus propios inspectores sobre los niveles de riesgo que determinadas entidades financieras estaban adquiriendo en el negocio inmobiliario. Cuando el boom de la construcción llega a su fin, se produce un proceso de desapalancamiento: fuerte incremento de la tasa de ahorro, menor inversión

en capital, desempleo mucho más alto, descenso en las importaciones, y mejora del déficit por cuenta corriente. En definitiva: ¡Recesión!

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Balance Financiero

Cuadro 3: Balance financiero del total de la economía española

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activos financieros	4.433.155	5.043.799	5.687	6.834.142	8.047.266	8.903.857	8.806.190	9.023.710
Oro monetario y DEG	5.837	5.886	5.655	6.681	6.722	5.395	5.787	10.160
Efectivo y depósitos	1.068.872	1.148.956	1.279.858	1.559.465	1.854.961	2.186.355	2.434.394	2.433.037
Efectivo	59.618	70.874	83.776	96.139	105.592	108.028	109.048	109.127
Depósitos transferibles	190.641	207.772	228.367	446.756	506.407	506.860	491.941	546.250
Otros depósitos	818.614	870.310	967.714	1.016.570	1.242.963	1.571.467	1.833.405	1.777.660
Valores distintos de acciones	506.510	595.962	646.186	774.478	782.797	911.072	1.064.144	1.212.005
Valores a corto plazo	52.978	60.990	70.950	81.188	86.273	110.106	101.573	81.147
Valores a largo plazo	453.532	530.214	568.729	684.701	677.347	777.600	930.357	1.099.409
Derivados financieros		4.758	6.507	8.589	19.176	23.366	32.213	31.449
Préstamos	1.000.582	1.120.153	1.313.160	1.563.538	1.909.873	2.186.912	2.318.756	2.318.570
Corto plazo	156.637	159.186	185.761	234.849	283.988	309.149	317.168	272.467
Largo plazo	848.945	960.968	1.127.399	1.328.690	1.625.884	1.877.762	2.001.588	2.046.103
Acciones y otras participaciones	1.124.154	1.390.743	1.592.293	1.975.906	2.408.095	2.470.091	1.844.508	1.943.698
Acciones cotizadas	271.835	336.508	378.948	457.524	591.600	580.369	308.911	388.301
Acciones no cotizadas	432.034	550.474	600.196	894.852	1.101.902	1.164.050	905.170	927.057
Otras participaciones (exfondos)	250.167	297.533	355.476	331.620	410.368	433.661	426.939	428.008
Fondos inversión	170.118	206.228	232.571	264.301	273.693	260.016	179.486	174.923
Acciones sociedades de inversión			25.103	27.610	30.532	31.994	24.002	25.410
Reservas técnicas seguros	202.209	221.001	240.572	265.281	288.491	299.311	293.152	307.497
Reservas seguro vida	89.846	95.520	102.088	109.615	116.436	118.257	115.060	121.866
Reservas de fondos de pensiones	68.755	77.213	85.794	96.433	108.552	111.357	105.037	111.312
Reservas para primas y siniestros	43.609	48.268	52.689	59.233	63.503	69.698	73.054	73.818
Cuentas pendientes de cobro	524.991	561.097	610.245	688.794	796.327	844.772	845.449	798.744
Créditos comerciales	429.761	458.522	498.107	569.711	651.728	684.301	675.073	625.045
Otros sin créditos comerciales	95.230	102.575	112.138	119.083	144.599	160.422	170.376	173.698
TOTAL	4.433.155	5.043.799	5.687.967	6.834.142	8.047.266	8.903.857	8.806.190	9.023.710
ACTIVOS FINANCIEROS NETOS	-279.812	-337.821	-6.119.711	-506.802	-646.602	-831.061	-874.251	-953.779
PASIVOS	4.712.967	5.381.620	6.125.398	7.340.944	8.693.868	9.734.918	9.680.441	9.977.489
Efectivo y depósitos	1.161.744	1.284.895	1.400.436	1.714.977	1.959.275	2.336.312	2.680.370	2.707.457
Efectivo	56.938	65.727	74.204	83.024	90.042	88.823	86.563	84.067
Depósitos transferibles	197.070	215.472	236.153	458.308	518.303	517.809	502.305	557.563
Otros depósitos	907.736	1.003.697	1.090.079	1.173.645	1.350.929	1.729.681	2.091.501	2.065.826
Valores distintos de acciones	503.096	575.936	715.132	907.307	1.130.180	1.346.381	1.465.301	1.658.714
Valores a corto plazo	58.526	68.799	79.279	88.351	103.923	136.759	135.489	155.784
Valores a largo plazo	444.570	503.341	630.232	812.216	1.003.475	1.172.334	1.293.502	1.471.991
Derivados financieros		3.797	5.621	6.740	22.781	37.288	36.309	30.939
Préstamos	1.093.770	1.235.193	1.432.351	1.694.721	2.054.257	2.352.061	2.501.461	2.515.372
Corto plazo	162.672	167.632	192.740	236.759	277.995	300.191	311.196	257.601
Largo plazo	931.098	1.067.560	1.239.610	1.457.961	1.776.262	2.051.870	2.190.265	2.257.771
Acciones y otras participaciones	1.236.086	1.512.202	1.735.007	2.076.256	2.473.710	2.558.753	1.900.176	1.999.132
Acciones cotizadas	330.855	414.001	478.029	560.175	719.703	788.622	478.589	547.718
Acciones no cotizadas	473.466	587.663	645.999	815.662	969.130	972.170	710.108	735.551
Otras participaciones (exfondos)	254.921	297.068	345.411	404.062	475.516	501.303	501.401	511.836
Fondos inversión	176.845	213.470	240.466	268.747	278.829	264.663	186.077	178.278
Acciones sociedades de inversión			25.103	27.610	30.532	31.994	24.002	25.749
Reservas técnicas seguros	199.363	217.837	237.169	261.803	284.741	295.129	287.817	301.441
Reservas seguros de vida	89.846	95.520	102.088	109.615	116.436	118.257	115.060	121.866
Reservas de fondos pensiones	68.755	77.213	85.794	96.433	108.552	111.357	105.037	111.812
Reservas para primas y para siniestros	40.762	45.104	49.286	55.755	59.753	65.515	67.720	67.763
Cuentas pendientes de cobro	518.909	555.557	605.303	685.881	791.705	846.282	845.317	795.374
Créditos comerciales	422.315	451.928	492.607	565.198	646.080	684.709	673.549	623.143
Otros sin créditos comerciales	96.594	103.629	112.696	120.683	145.625	161.573	171.769	172.231

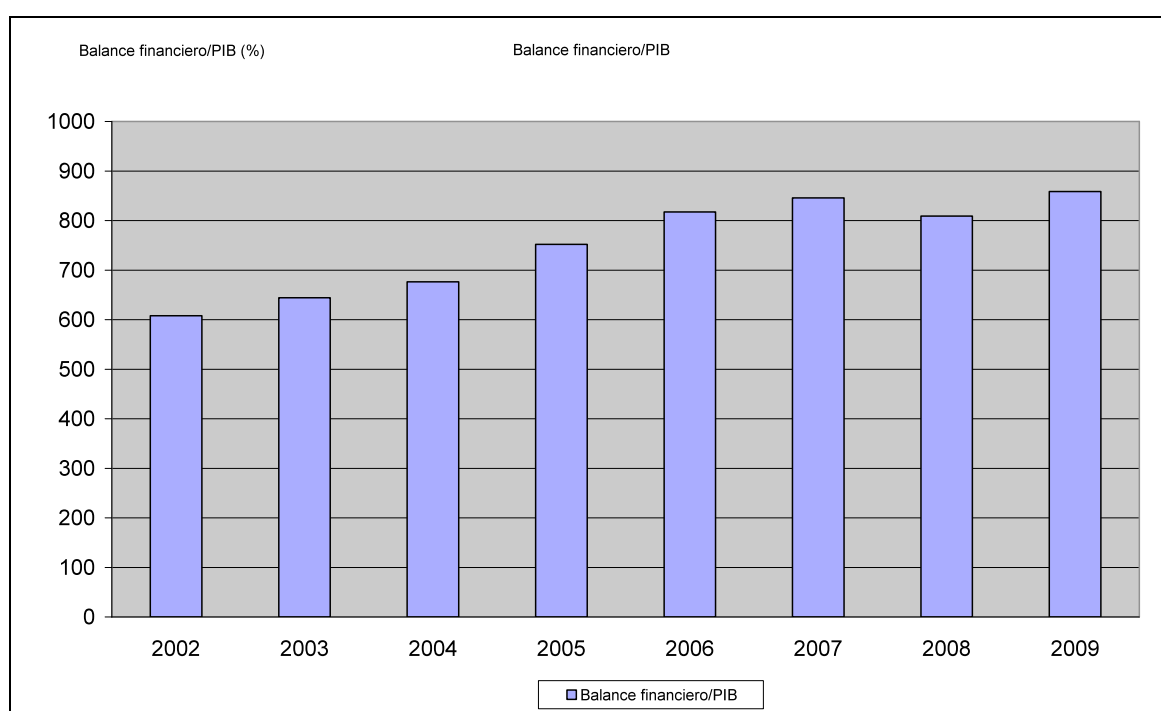
Fuente: Banco de España y Elaboración Propia

El primer aspecto a destacar es el volumen del balance financiero a finales de 2009, y especialmente su evolución.

El total del balance financiero alcanza los 9,02 billones de € en 2009, lo que supone un 858% del PIB nominal de la economía española. El incremento desde el año 2002 ha sido muy notable, pasando de un 600% a casi un 850% en 2009, lo que prueba la expansión de la economía financiera, muy superior a la economía real. Ello prueba cómo la economía española ha ido perdiendo, en términos relativos, peso en materia de actividad productiva y ganándolo en activos financieros.

Esta expansión del balance financiero se puede ver en el siguiente gráfico:

Gráfico 5: Balance financiero de la economía española



Fuente: Banco de España y elaboración propia

Esta gran expansión financiera se ha debido, en gran parte, a la expansión tan significativa de la deuda contraída por los agentes económicos, fundamentalmente deuda privada de las sociedades no financieras, seguido de las instituciones financieras, familias y finalmente el sector público. En concreto la deuda total, la suma de valores distintos de acciones y el saldo vivo de préstamos a finales de 2009 ascendía a 4,1 billones €, o lo que es lo mismo, un 400% del PIB.

La explicación a este proceso es bastante simple. La economía española ha experimentado un proceso de inversión en capital fijo, por un lado, fundamentalmente

inmobiliario que ha sido sufragado casi íntegramente vía endeudamiento, pues la capacidad de financiación de las familias comienza a ser negativa a partir de 2002. Al mismo tiempo, aunque las empresas no financieras empiezan antes, éstas han utilizado este proceso progresivo de abaratamiento de la financiación para acometer proyectos de inversión y especialmente de internacionalización de las principales empresas, lo que ha necesitado una ingente cantidad de fondos prestables, cuyo origen mayoritariamente ha sido bancario, pues el recurso a los mercados de capitales sigue siendo todavía menor en comparación con otros países de nuestro entorno.

Los activos financieros netos son claramente negativos, lo cual indica que nuestra necesidad de ahorro externo ha sido creciente llegando casi a un 10% del PIB en 2009, algo que es innato a la economía española desde 1996 aproximadamente.

Deuda en la Economía Española

Cuadro 4. Deuda total sin sector financiero

<i>miles euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	1.596.865	1.811.129	2.147.483	2.602.027	3.181.829	3.696.464	3.956.946	4.164.039
Ad.pública	434.876	433.380	456.429	464.133	446.241	431.135	505.983	649.393
Ad. Central	346.402	341.188	359.874	361.529	341.361	323.771	387.373	510.091
CCAA	48.165	50.665	53.916	58.672	59.039	60.713	69.628	87.463
CCLL	21.732	23.078	24.316	25.687	27.672	29.483	31.814	34.671
Sseguridad Social	18.577	18.450	18.323	18.246	18.169	17.169	17.169	17.169
Otros sectores residentes	1.161.989	1.377.749	1.691.054	2.137.894	2.735.588	3.265.329	3.450.964	3.514.647
Instituciones financieras	144.596	220.348	346.529	533.835	772.352	1.014.072	1.065.897	1.140.893
Sociedades no financieras	637.624	706.253	802.601	950.556	1.182.473	1.374.609	1.472.281	1.467.248
Hogares e Isflh	379.769	451.148	541.924	653.503	780.763	876.648	912.786	906.506

Fuente: Banco de España

Cuadro 5. Deuda total (participación)

<i>% del total</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100
Ad.pública	27,2	23,9	21,3	17,8	14,0	11,7	12,8	15,6
Ad. Central	21,7	18,8	16,8	13,9	10,7	8,8	9,8	12,2
CCAA	3,0	2,8	2,5	2,3	1,9	1,6	1,8	2,1
CCLL	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Sseguridad Social	1,2	1,0	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
Otros sectores residentes	72,8	76,1	78,7	82,2	86,0	88,3	87,2	84,4
Instituciones financieras	9,1	13,8	21,7	33,4	48,4	63,5	66,7	71,4
Sociedades no financieras	39,9	39,0	37,4	36,5	37,2	37,2	37,2	35,2
Hogares e Isflh	23,8	24,9	25,2	25,1	24,5	23,7	23,1	21,8

Fuente : Banco de España

Cuadro 6. Tasas de variación del stock de deuda por sectores

<i>Tasas de variación</i>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	13,4	18,6	21,2	22,3	16,2	7,0	5,2
Ad.pública	-0,3	5,3	1,7	-3,9	-3,4	17,4	28,3
Ad. Central	-1,5	5,5	0,5	-5,6	-5,2	19,6	31,7
CCAA	5,2	6,4	8,8	0,6	2,8	14,7	25,6
CCLL	6,2	5,4	5,6	7,7	6,5	7,9	9,0
Sseguridad Social	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-5,5	0,0	0,0
Otros sectores residentes	18,6	22,7	26,4	28,0	19,4	5,7	1,8
Instituciones financieras	52,4	57,3	54,1	44,7	31,3	5,1	7,0
Sociedades no financieras	10,8	13,6	18,4	24,4	16,2	7,1	-0,3
Hogares e Isflh	18,8	20,1	20,6	19,5	12,3	4,1	-0,7

Fuente: Banco de España

Cuadro 7. Participación del stock de deuda en el PIB

% del PIB	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
TOTAL	219,0	231,3	255,3	286,3	323,3	351,1	363,5	396,1
Ad. pública	59,6	55,4	54,3	51,1	45,3	41,0	46,5	61,8
Ad. Central	47,5	43,6	42,8	39,8	34,7	30,8	35,6	48,5
CCAA	6,6	6,5	6,4	6,5	6,0	5,8	6,4	8,3
CCLL	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	3,3
Sseguridad Social	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
Otros sectores residentes	159,3	176,0	201,1	235,2	277,9	310,2	317,0	334,4
Instituciones financieras	19,8	28,1	41,2	58,7	78,5	96,3	97,9	108,5
Sociedades no financieras	87,4	90,2	95,4	104,6	120,1	130,6	135,3	139,6
Hogares e Isflh	52,1	57,6	64,4	71,9	79,3	83,3	83,9	86,2

Fuente: Banco de España

Las cifras hablan de forma clara que en España existe un problema de deuda privada, supone un 334,4% del PIB, siendo esta mayoritariamente a medio y largo plazo. Esta deuda es esencialmente de empresas no financieras y financieras, mientras que las familias tienen un stock de deuda que llega casi al 90% del PIB. Por su parte, el stock de deuda pública, en términos relativos supone un 62% del PIB, aunque es cierto que su incremento ha sido muy superior al resto sumando en los dos últimos ejercicios, casi un 40% más en acumulado.

En el campo de la deuda privada el mayor crecimiento se ha dado en el sector financiero y en menor grado en las empresas no financieras. Por su parte, las familias experimentaron una reducción en el stock de deuda de casi 1 pct, fruto del proceso de desapalancamiento tras el brusco aumento del desempleo y los procesos de ejecución hipotecaria.

En suma, se puede decir que el brusco e ingente aumento del endeudamiento privado se debe principalmente a las empresas no financieras, seguido por el sector financiero y en menor medida las familias que en 7 años añadieron 30 pct más a su peso en el total del PIB, mientras que el resto del sector residente privado lo hizo en más de 170 pct.

El diagnóstico es claro, si no hay una quita o refinanciación muy drástica del saldo vivo de deuda se mantendrá la restricción del crédito a las empresas, se retrasará la expansión de la demanda efectiva y consiguientemente la recuperación de la economía.

Balance Financiero Hogares

Cuadro 8. Balance financiero de los hogares

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activos financieros	1.116.803	1.272.518	1.373.602	1.602.411	1.859.504	1.909.025	1.689.545	1.754.892
Efectivo y depósitos	472.395	498.510	540.517	590.505	671.198	730.463	805.828	831.565
Efectivo	47.938	57.782	69.301	79.191	86.486	89.035	92.217	92.986
Depósitos transferibles	70.281	76.033	84.902	265.491	288.746	275.389	267.923	308.992
Otros depósitos	354.176	364.695	386.314	245.823	295.966	366.038	445.688	429.587
Valores distintos de acciones	28.246	37.645	31.321	33.786	47.817	51.258	46.101	48.473
Valores a corto plazo	2.140	2.701	2.108	2.428	3.948	8.454	6.738	2.745
Valores a largo plazo	26.105	34.944	29.213	31.357	43.869	42.804	39.363	45.728
Acciones y otras participaciones	402.849	504.645	547.471	696.598	828.148	804.662	527.412	555.325
Acciones cotizadas	81.303	98.531	101.827	114.704	151.614	143.249	75.267	114.004
Acciones no cotizadas	146.537	201.420	209.371	332.942	403.752	396.994	249.174	242.508
Otras participaciones (exfondos)	41.080	48.711	57.077	45.616	58.665	59.109	53.634	50.716
Fondos inversión	113.928	155.982	172.645	196.388	205.655	195.564	142.626	140.363
Acciones sociedades de inversión			6.551	7.048	8.462	9.747	6.712	7.735
Reservas técnicas seguros	175.122	191.513	208.945	230.015	250.866	258.163	249.771	263.393
Reservas seguro vida	89.846	95.520	102.088	109.615	116.436	118.257	115.060	121.866
Reservas de fondos de pensiones	68.755	77.213	85.794	96.433	108.552	111.357	105.037	111.812
Reservas para primas y siniestros	16.522	18.780	21.062	23.967	25.878	28.549	29.673	29.715
Cuentas pendientes de cobro	38.192	40.206	45.348	51.508	61.476	64.480	60.434	56.136
Créditos comerciales	21.207	22.701	24.048	27.594	31.420	27.822	22.948	17.969
Otros sin créditos comerciales	16.985	17.505	21.301	23.914	30.057	36.658	37.486	38.168
TOTAL	1.116.803	1.272.518	1.373.602	1.602.411	1.859.504	1.909.025	1.689.025	1.754.892
ACTIVOS FINANCIEROS NETOS	686.129	768.927	781.953	898.116	1.025.224	983.790	731.857	804.065
PASIVOS	430.675	503.591	591.649	704.295	834.280	925.235	957.688	950.827
Préstamos	379.769	451.148	541.924	653.503	780.763	876.648	912.786	906.506
Corto plazo	22.815	25.583	28.205	33.175	38.362	40.792	42.308	38.294
Largo plazo	356.954	425.565	513.719	620.328	742.401	835.856	870.478	868.211
Ctas pendientes de pago	50.905	52.444	49.725	50.792	53.517	48.587	44.903	44.321
Créditos comerciales	31.562	31.979	27.308	30.906	28.676	21.560	14.142	11.319
Otras ctas (exc. Crédito comercial)	19.343	20.465	22.418	19.886	24.841	27.027	30.760	33.002

Del balance financiero de los hogares se extraen algunas conclusiones interesantes:

1. En los últimos tres ejercicios se ha producido un proceso intenso de desinversión en renta variable, sin que se aprecie que el trasvase lo hayan capitalizado íntegramente el resto de activos.
2. El volumen de depósitos se ha recuperado después de un cierto bajón a partir de 2003, lo cual refleja una cierta huida hacia la seguridad.
3. El montante de ahorro en fondos de inversión también ha descendido notablemente en los últimos años, fruto de la crisis financiera y del incremento de la aversión al riesgo.

UNA PROPUESTA DE RESCATE BANCARIO PARA ESPAÑA.

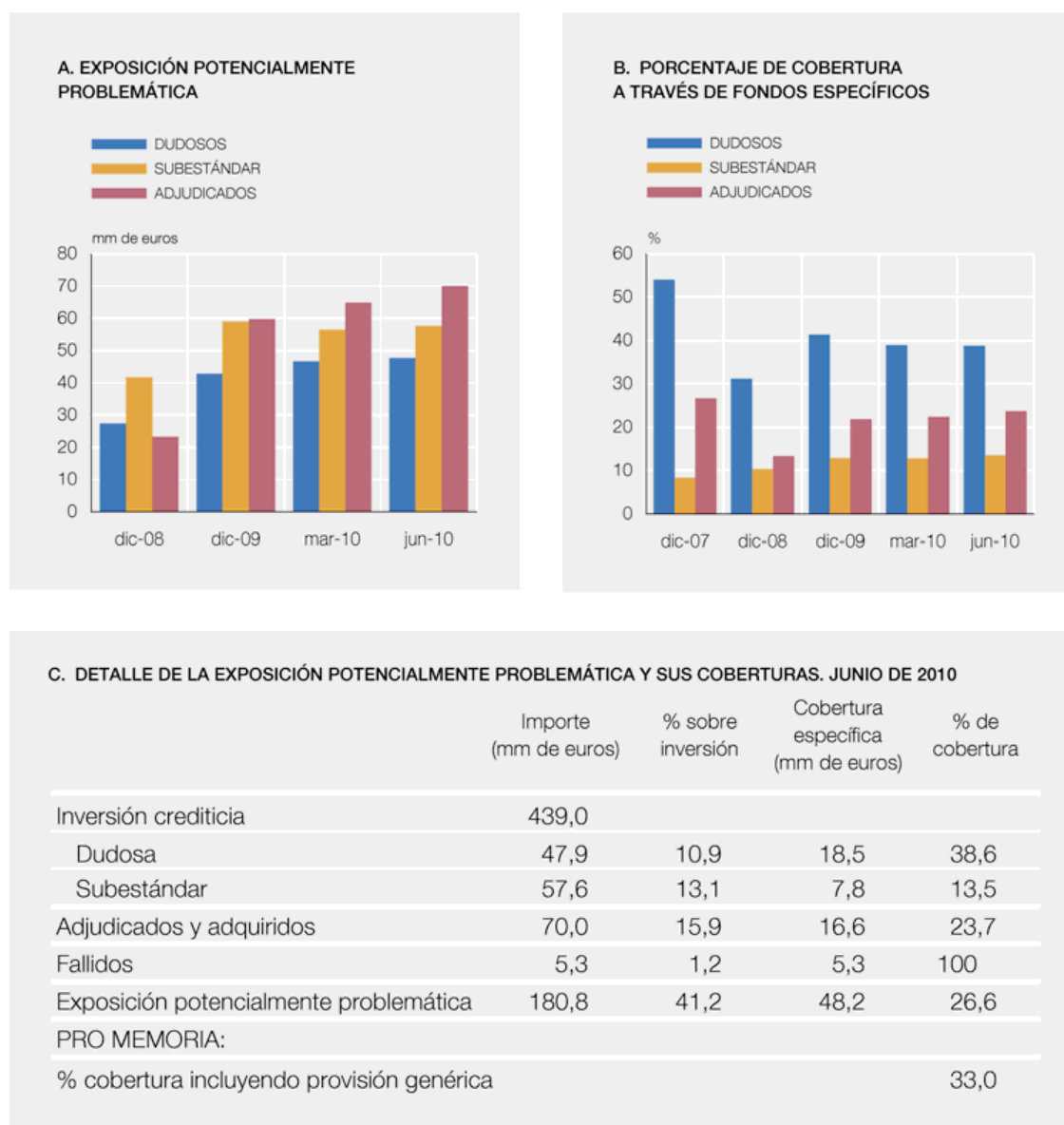
La economía española experimentó un proceso de inversión en capital fijo, básicamente inmobiliario, que fue sufragado casi íntegramente vía endeudamiento, pues la capacidad de financiación de las familias comienza a ser negativa a partir de 2002. Al mismo tiempo, aunque las empresas no financieras empiezan antes, éstas utilizaron este proceso progresivo de abaratamiento de la financiación para acometer proyectos de inversión y especialmente de internacionalización de las principales empresas, lo que ha

necesitado una ingente cantidad de fondos prestables, cuyo origen mayoritariamente ha sido bancario. Los activos financieros netos son claramente negativos, lo cual indica que nuestra necesidad de ahorro externo ha sido creciente llegando casi a un 10% del PIB en 2009, algo que es innato a la economía española desde 1996 aproximadamente. La participación y complicidad del sistema bancario en este proceso ha sido fundamental. La *Hipótesis de Inestabilidad Financiera* de Hyman Minsky afirma que los empresarios, las familias, y sus banqueros, aceptarán asumir más riesgo en períodos de auge económico o después de un largo período de crecimiento sostenido. Los bancos reducen sus exigencias para los préstamos, y aceptan unas tasas de endeudamiento más elevadas. Bancos, familias y empresas se van a conformar con una menor proporción de activos líquidos, produciéndose la *paradoja de la tranquilidad*: un período feliz de actividad económica terminará por hacer más frágiles los balances financieros. Esa fragilidad económica irá acompañada de comportamientos especulativos: bancos y empresas van a competir entre sí apoyándose en la palanca del endeudamiento, y las familias actuarán de manera parecida, provocando una inflación de los precios bursátiles y del sector inmobiliario. Cuando los Bancos Centrales suben los tipos de interés, como así sucedió desde 2004 hasta 2007, hacen más frágil la situación financiera de todos los sectores, desciende el precio del activo colateral, y se incrementa el peso del endeudamiento se habrá incrementado. Entonces los bancos endurecerán las concesiones de créditos, agravando la fragilidad. Hay riesgo de que todo termine con un crac financiero, a menos que el Estado acepte encarar un elevado déficit financiero con el fin de sostener la demanda global. ¿Cómo se encuentra el sistema financiero español en su conjunto? ¿Qué cantidad de dinero haría falta para recapitalizarlo? Empezamos, ver gráfico 6, analizando la inversión potencialmente problemática, y después valoraremos los grandes números agregados del sistema financiero español.

Gráfico 6. Sector Construcción y Promoción Inmobiliaria**SECTOR DE CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA.
INVERSIÓN POTENCIALMENTE PROBLEMÁTICA Y COBERTURAS**

GRÁFICO 2.4

Entidades de depósito. DI



FUENTE: Banco de España.

En el gráfico 6 se observa que lo realmente preocupante es que los activos dudosos en manos del sector financiero procedente del mercado inmobiliario, presentan un perfil de riesgo muy elevado, casi el 48% del total, tienen la característica de explotación problemática, lo cual indica que los beneficios del sistema financiero, en casi un 50%, seguirán afectados por las provisiones y fallidos del mercado inmobiliario.

En los cuadros 9-14 lo más destacado es el excesivo volumen crediticio sobre total de activos, 72,77%, cifra que además se ve suavizada porque los dos grandes bancos de este país, Santander y BBVA, incluidos en esta cifra agregada, presentan una situación mucho más favorable, del 53,98% y 65,42%. Descontados los dos grandes bancos el resto del sistema presenta cifras de créditos sobre total de activos próximas al 80%.

El problema fundamental es que el valor de los activos sobre los que se han concedido los créditos se encuentra en libros a precio de tasación, totalmente alejados de la realidad. Caruana propuso que dichos precios reflejaran la realidad actual, a precio de mercado, lo cual es mucho más razonable. Sin embargo, en el momento actual en el mercado inmobiliario, no hay transacciones, y es un mercado imperfecto, no completo, y no es un mercado líquido.

Otra característica relevante es la escasa proporción de liquidez del sistema, entendido como la suma de disponible más activos rápidamente transformables en liquidez.

Cuadro 9. Estructura del pasivo. Bancos y Cajas. Balance consolidado a finales de 2009

Entidad	Total	Cartera Negoc.	Depósitos	Otros pasivos	Patrimonio Neto
	millones euros	Porcentaje sobre el Total			
Total Bancos Y Cajas	2.751.594	3,67%	87,71%	2,35%	6,27%

Cuadro 10. Estructura del Activo. Bancos y Cajas. Balance consolidado a finales de 2009

Entidad	Total	Dispon.	Invers. Corto	Créditos	Partic. l. Largo	Otros Activos
	millones euros	Porcentaje sobre el Total Activos				
Total Bancos Y Cajas	2.751.594	1,59%	15,35%	72,77%	6,57%	3,72%

Cuadro 11. Créditos sobre total de activos.

Entidad	Créditos / Total Activos
Media de todos los Bancos Y Cajas	72,77%

Cuadro 12. Créditos sobre depósitos.

Entidad	Créditos /
---------	------------

	Depósitos
Media de todos los Bancos Y Cajas	82,96%

Cuadro 13. Patrimonio sobre Créditos

Entidad	Patrimonio / Total Créditos
Media de todos los Bancos Y Cajas	8,61%

Cuadro 14. Patrimonio neto sobre Activos.

Entidad	Patrimonio / Activos Totales
Media de Bancos Y Cajas	6,27%

Detallando la Propuesta de Rescate del Sistema Bancario Español.

En primer lugar, detallaremos las líneas generales de nuestra propuesta de rescate, y, después, pondremos cifras a la situación del sistema bancario español.

Teniendo en cuenta nuestras reflexiones filosóficas y económicas, así como las diferentes opciones de política de “last resort”, proponemos las siguientes actuaciones coordinadas en el rescate del sistema bancario

- 1º.- Sólo se establecen garantías sobre los depósitos.
- 2º.- No todos los bancos o entidades financieras sobrevivirán. Los débiles desaparecen o se fusionan. Se implementará un stress test “serio” para ver que bancos o cajas podrían sobrevivir.
- 3º.- El equipo gerencial del banco o caja intervenido o rescatado obviamente debe irse a la calle.
- 4º.- Se fuerza a los bancos o cajas a hacer un “write-down” de todas sus malos préstamos o créditos, y a su vez el banco emite warrants que compra el gobierno conforme empiece a recapitalizar.
- 5º.- Se eliminan a los acreedores privados, transformándose los bonos en capital. Los accionistas y bonistas empiezan a perder sus inversiones a la misma proporción y velocidad que el gobierno provee fondos a los bancos vía warrants. En resumen, los accionistas y bonistas no están cubiertos por las garantías del gobierno, y perderán sus inversiones en el mismo grado que el

gobierno tuviera que apoyar a sus bancos. A su vez, a los bancos no les queda más remedio que sacar toda la “porquería”.

- 6º.- El gobierno podría, a la vez que iba recapitalizando a los bancos, y/o comprándoles activos tóxicos, o avalando la compra o financiación de dichos activos, inducirles a reducir el valor facial de las hipotecas a un nivel que los propietarios de casas pudieran permitírselo, evitando ejecuciones de hipotecas, lo que implicará reducir la deuda de las familias.

El objetivo último es reducir la deuda privada, pero no a costa de incrementar la deuda pública, a niveles razonables, sobre el 150% del PIB, frente a los niveles actuales del 1000% de Irlanda, alrededor del 500% de Reino Unido, o del 400% de España y Estados Unidos.

Veamos ahora nuestros cálculos:

Si partimos de la cifra de Banco de España sobre la exposición problemática, añadiéramos la mora actual y futura, en un contexto de desempleo y destrucción de riqueza, y reflejáramos en balance un precio más razonable, las cifras de activos problemáticos, de dudoso cobro, se aproximarían, como mínimo, a 250.000-300.000 millones de Euros. Se podría fijar la siguiente opción de rescate

Actualizar Balances y Recapitalizar.

La opción consistiría en reflejar un precio razonable de los activos tóxicos en el activo, es decir, recoger una quita del 50%-60%, es decir, entre 100.000 y 200.000 millones. Antes de inyectar capital, entre 100.000 millones y 200.000 millones, los acreedores de las entidades a intervenir deberían sufrir un corte de pelo o quita en sus inversiones, y el resto se haría vía inyección de capital por parte del Estado. El coste para el Estado sería mucho menor, como máximo del 5% del PIB, y el resto lo pagarían los acreedores, que son los que realmente soportarían la quita. A la vez, la quita se podría trasladar a los hipotecados.

PREVISIONES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2011

El consenso de mercado, véase cuadro 15, apunta a una recuperación en 2011 basada sobre una mejoría del sector exterior, pues la demanda nacional seguirá detrayendo crecimiento. Nuestra apuesta, véase cuadro 16, es relativamente más negativa, basándonos, sobre todo en la situación del endeudamiento de las familias, en la evolución del sistema financiero y en las necesidades de inyección de capital (120.000

millones €) que necesitará dicho sistema, lo que empeorará aún más la prima de riesgo y la desconfianza en la economía española.

Frente al consensus de mercado, nuestras previsiones apuntan a

1. Peores perspectivas en consumo e inversión. Menor confianza, mayor desempleo y reducción de rentas salariales.
2. Mayor ajuste en gasto público
3. Manifiesta discrepancia en la construcción. Ajuste de balances bancarios se deteriorarán aún más.

Cuadro 15.- Consensus Funcas Economía España 2010-2011.

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS (FUNCAS)

Panel de previsiones de la economía española

CUADRO 1																
PREVISIONES ECONÓMICAS PARA ESPAÑA - NOVIEMBRE 2010																
Variación media anual en porcentaje, salvo indicación en contrario																
	PIB		Consumo hogares		Consumo público		Formac. bruta de capital fijo		FBCF Equipo		FBCF Construcción		FBCF Otros productos		Demanda nacional	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Analistas Financieros Internacionales (AFI)	-0,2	0,8	1,3	0,9	-0,1	-0,9	-7,4	-3,1	2,3	2,5	-11,1	-6,7	-8,0	0,3	-1,1	-0,4
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)	-0,2	0,9	1,6	1,0	0,2	-0,5	-7,2	-1,8	3,7	4,1	-10,5	-4,6	-10,9	-0,2	-0,7	0,0
Caja Madrid	-0,2	0,4	1,1	0,4	-0,2	-1,2	-7,6	-2,0	1,7	1,3	-11,2	-4,7	-8,2	0,3	-1,0	-0,5
Catalunyacaixa	-0,3	0,7	1,1	0,4	-0,2	-1,2	-7,1	-1,0	1,7	1,8	-11,0	-3,8	-8,1	3,1	-1,1	-0,2
Cemex	-0,2	0,3	1,1	0,6	-0,1	-2,6	-8,0	-4,0	1,3	-1,5	-11,6	-7,4	-9,0	2,0	-1,3	-1,1
Centro de Estudios Economía de Madrid (CEEM-URJC)	-0,3	0,6	1,0	0,8	-0,4	-1,0	-7,6	-2,0	1,0	3,0	-9,5	-4,5	-10,0	-1,0	-1,3	-0,2
Centro de Predicción Económica (CEPREDE-UAM)	-0,2	0,9	1,1	1,3	-0,3	-0,7	-7,4	-0,5	1,8	3,5	-10,9	-4,0	-7,9	5,0	-1,1	0,7
Esade	-0,5	0,7	--	1,0	--	-1,0	--	-2,0	--	--	--	--	--	--	--	-0,1
Fundación Cajas de Ahorros (FUNCAS)	-0,2	0,8	1,2	1,0	-0,2	-1,1	-7,6	-3,8	1,5	0,3	-11,1	-7,9	-8,0	3,3	-1,1	-0,5
Instituto Complutense de Análisis Económico (ICAE-UCM)	-0,3	0,5	1,2	1,0	-0,2	-1,5	-7,8	-2,8	2,4	5,1	-11,9	-8,2	-7,3	3,0	-1,2	-0,4
Instituto de Estudios Económicos (IEE)	-0,3	0,5	1,2	0,7	0,0	-1,0	-7,4	-2,0	2,2	2,2	-11,0	-6,0	-9,5	1,0	-1,3	-0,2
Instituto Flores de Lemus (IFL-UC3M)	-0,2	0,4	1,2	1,2	0,0	-0,1	-7,5	-3,9	1,9	2,7	-11,1	-7,5	-8,4	-1,4	-1,0	-0,4
Intermoney	0,0	1,2	1,8	2,1	0,3	-0,6	-7,1	-1,4	4,5	3,9	-10,6	-3,8	-10,8	-1,9	-0,5	0,8
la Caixa	-0,2	0,7	1,2	1,1	-0,3	-1,5	-7,2	-1,7	2,7	6,1	-10,9	-5,5	-8,2	-0,6	-1,1	-0,1
Repsol	-0,2	0,7	1,1	0,5	-0,1	-1,4	-7,7	-3,6	1,7	1,4	-11,2	-6,7	-8,2	-0,6	-1,2	-0,6
Santander	-0,3	0,8	1,2	0,8	0,2	-0,4	-6,9	-3,7	4,0	3,1	-9,8	-7,0	-11,8	-2,9	-0,9	-0,4
Solchaga Recio & asociados	-0,2	0,8	1,2	1,1	-0,2	-1,2	-7,6	-3,0	1,3	3,8	-11,0	-7,8	-8,0	2,5	-1,1	-0,3
CONSENSO (MEDIA)	-0,2	0,7	1,2	0,9	-0,1	-1,1	-7,4	-2,5	2,2	2,7	-10,9	-6,0	-8,9	0,7	-1,1	-0,2
Máximo	0,0	1,2	1,8	2,1	0,3	-0,1	-6,9	-0,5	4,5	6,1	-9,5	-3,8	-7,3	5,0	-0,5	0,8
Mínimo	-0,5	0,3	1,0	0,4	-0,4	-2,6	-8,0	-4,0	1,0	-1,5	-11,9	-8,2	-11,8	-2,9	-1,3	-1,1
Diferencia 2 meses antes (1)	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,9	-0,5	-0,9	1,3	1,5	0,1	0,1
- Suben (2)	12	8	8	9	7	4	2	4	4	3	1	1	11	10	7	8
- Bajen (2)	0	0	4	3	5	6	9	9	9	9	11	11	1	1	6	4
Diferencia 6 meses antes (1)	0,4	0,2	1,0	0,3	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	0,5	-1,2	-1,1	0,6	1,1	0,8	0,3
Pro memoria:																
Gobierno (septiembre 2010)	-0,3	1,3	0,5	1,8	0,6	-1,6	-8,5	-1,5	1,8	4,2	-11,7	-4,5	-11,4	-0,4	-1,6	0,4
Banco de España (marzo 2010)	-0,4	0,8	0,2	1,0	1,2	-0,2	-9,8	-3,5	-3,2	1,1	-12,7	-7,2	--	--	-1,9	-0,3
CE (noviembre 2010)	-0,2	0,7	1,1	0,9	0,0	-1,3	-7,9	-3,1	3,0	3,7	-11,4	-7,0	--	--	-1,2	-0,4
FMI (octubre 2010)	-0,3	0,7	0,8	0,9	-0,1	-1,0	-6,8	-1,6	--	--	--	--	--	--	-1,1	0,0
OCDE (noviembre 2010)	-0,2	0,9	1,5	1,7	0,3	-0,8	-6,8	-1,8	--	--	--	--	--	--	-0,7	0,4

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

(1) Diferencia en puntos porcentuales entre la media del mes actual y la de dos meses antes (o seis meses antes).

(2) Número de panelistas que modifican al alza (o a la baja) su previsión respecto a dos meses antes.

Cuadro 16.- Previsiones Economía España 2010-2011.

	PIB	Consumo privado	Consumo público	FBCF	FBCF equipo	Construcción	Demanda nacional	Demanda exterior
2010	-0,3	1,1	-0,1	-7,5	2,1	-11,3	-1,5	1,8
2011	-0,6	-0,4	-2,8	-3,5	1,1	-8,5	-1,3	0,7

7.- PROPUESTAS DE FUTURO

La actual crisis económica es de naturaleza sistémica, de manera que no se pueden aplicar las medidas tradicionales de política económica, especialmente las sugeridas por la ortodoxia económica. Va a ser necesario buscar alternativas, y, en este sentido, detallamos a continuación una batería de propuestas, que desde nuestro punto de vista constituyen una condición necesaria, aunque no suficiente, para salir de la crisis.

1ª.- Reestructuración y Reducción Coordinada del Tamaño del Sistema Bancario mundial.

Es necesario la constitución de un “Club de Pekín”, similar al Club de Paris instaurado en 1956 para llegar a acuerdos de quita y demora en la deuda que los entonces países subdesarrollados tenían con los entonces países desarrollados. Este “Club de Pekín” debería acordar una reducción global de la deuda, que es fundamentalmente privada, ya que es impagable a escala mundial, y consecuentemente una reducción del sector financiero privado mundial, el desarrollo de eficaces instituciones financieras públicas y democráticas de ámbito global y una nueva política monetaria a escala mundial en la que debe considerarse una nueva moneda de reserva diferente al dólar.

Las líneas generales de reestructuración y reducción coordinada del tamaño del Sistema Bancario a escala mundial deben ser las mismas que las propuestas a escala nacional.

2ª.- Reforma del Sistema Financiero.

Debe basarse en:

- Reducir los niveles de apalancamiento del sistema, poniéndoles límites.
- Necesidad de un mayor control de los riesgos que se asumen: búsqueda de nuevos modelos de valoración que sobrepasen, por caducos, y justificación teórica falsa, a los actuales.
- Separación clara entre banca de inversión y banca comercial.
- Necesidad de una fuerte supervisión: la autorregulación no funciona. Como corolario fijar una nueva política de retribución: mayor salario fijo, y un bonus muy inferior.
- Eliminación de paraísos fiscales.

- Eliminar el problema de “moral hazard”: los bancos centrales no deben adoptar el paradigma de gestión del riesgo en su aproximación a la política monetaria.

3ª.- Una Política fiscal y de Rentas más Redistributiva.

La ortodoxia económica propone una serie de recetas económicas basadas en una serie de “verdades indiscutibles”, cuando en realidad no representan nada más que juicios metodológicos previos de carácter ideológico:

- Bancos Centrales Independientes.
- Sindicatos débiles, mayor flexibilidad del trabajo, y congelación-reducción de salarios.
- Reducción servicios públicos e impuestos.
- Cuasi desaparición de los déficits públicos y fijación de límites deuda pública.
- Privatización numerosas empresas públicas y desmantelamiento de numerosas reglamentaciones que regulan mercados para que estos sean más flexibles.

Las consecuencias económicas y sociales han sido muy claras:

- Procesos de endeudamiento masivo que han generado burbujas o inflaciones de activos, pinchazos posteriores de las mismas, y destrucción de riqueza.
- Crisis del factor trabajo, cuya participación en la renta está en mínimos históricos.
- Descensos no justificables en la formación y cualificación de los trabajadores.
- Una ampliación del gap o brecha entre las rentas más altas y más bajas. Hoy en día quien trabaja no está a salvo de caer en la pobreza.

Es necesario replantear una nueva política fiscal y de rentas. Frente al pensamiento neoliberal, se está construyendo una nueva teoría alternativa que contradice los principales preceptos de la Teoría Neoclásica, utiliza fundamentos microeconómicos diferentes, mucho más realistas, y cuyas Teorías Macroeconómicas se plasman en políticas económicas que difieren radicalmente de aquellas que se inspiran en fundamentos microeconómicos clásicos. En este sentido se discuten ciertos “mitos” derivados de la aplicación elemental de la Teoría neoclásica:

- Un incremento de la demanda no produce necesariamente un alza de precios.
- Un incremento del salario mínimo o del salario real no produce un incremento del paro.

- El aumento del salario real no acarrea la disminución de beneficios de las empresas.
- La disminución de las tasas de ahorro no provoca una caída de la inversión, ni la moderación del crecimiento, ni la subida de los tipos de interés (la paradoja del ahorro).
- La flexibilidad de los precios no lleva necesariamente a la economía hacia el equilibrio óptimo
- Frente a la idea de “ciencia lúgubre” asociada a la economía tradicional, donde la sociedad debe sufrir, ser austera, y someterse a una desenfrenada competencia para alcanzar el bienestar se considera que:
 - o La cooperación y superación “relaciones conflictivas” lleva a resultados mejores.
 - o La “escasez” es una construcción intelectual que debe ser superada.

Como ejemplo, veamos nuestra alternativa al duro ajuste fiscal que España y otros países (Grecia, Portugal, Irlanda, Alemania, Francia, Reino Unido,..., y pronto Estados Unidos), empezaron a implementar desde el año 2010.

Desde nuestro punto de vista, en el ajuste fiscal no se deberían tocar gastos, ya que solo se consigue una reducción importante con recortes en inversión en infraestructuras y salarios, lo que resulta muy deflacionista (descenso en PIB potencial y pérdida de empleo por recortes en infraestructuras, descenso salariales y señal que transmite al sector privado), de manera que el ajuste debería basarse en un aumento de ingresos. Hay que hacer hincapié, además, en el efecto deflacionista del ajuste fiscal vía gastos en un contexto de endeudamiento: ello hundiría la demanda efectiva, lo cual afectaría muy negativamente al crecimiento económico global.

Basamos nuestra crítica sobre los ajustes fiscales en los siguientes principios:

1.- Papel central de la demanda efectiva

Vía demanda efectiva, el gasto público tiene un impacto favorable sobre los beneficios de las empresas (ecuación de Kalecki). Por lo tanto no se puede centrar todo el ajuste en una reducción de gastos, tal como han hecho la inmensa mayoría de países.

2.- Predominio del efecto renta sobre el efecto sustitución.

Rechazamos el papel que en la teoría neoclásica se concede a los precios relativos, y atribuimos un mayor peso al efecto renta (la evolución de los diversos agregados se

explica mejor y en mayor medida por las fluctuaciones de los ingresos y los cambios técnicos), que al efecto sustitución (marcada por la evolución de los precios relativos). En el actual contexto de crisis por endeudamiento privado, la flexibilidad de precios y salarios es desestabilizadora. Mientras que los autores neoclásicos afirman que la caída de los salarios nominales y reales contribuye a enderezar la economía hacia el pleno empleo, nosotros pensamos que la flexibilidad de salarios nominales y reales empeora la situación al reducir la demanda efectiva. Nos encontramos ante lo que algunos economistas definimos como la paradoja de los costes: cada empresa tomada individualmente lograría más beneficios si consiguiera bajar sus costes de producción unitarios, en especial mediante una reducción de salarios. Pero si todas las empresas consiguen rebajar los salarios, mientras aumentan sus márgenes de beneficios, acabarán vendiendo menos productos, y la renta nacional, ventas y empleo global disminuirán. Detrás subyace el principio de la demanda efectiva: la economía es dirigida por la demanda y no por las restricciones que dependen de la oferta.

3.- En épocas de crisis por deuda o endeudamiento, el gasto es mucho más eficiente que la bajada de impuestos.

Solo tiene sentido reducir impuestos a los tramos de renta baja, que sí destinarán dichas bajadas a consumir. La crisis actual tiene su origen en un mecanismo perverso de endeudamiento asociado a un incremento de riqueza, de manera que cuando el colateral que apoyaba esta deuda colapsa, los balances de familias y empresas se descapitalizan y necesitan incrementar ahorro. Las políticas de bajadas de impuestos en los últimos 20 años solo han servido para generar más inflación de activos, más deuda, pero no más renta, ampliando incluso el diferencial entre los más ricos y pobres, lo cual es insostenible e inadmisiblemente socialmente. Cómo la riqueza neta de un país respecto a la renta revierte a la media, ello se traduce en un mayor ajuste de la Riqueza en su reversión a la media respecto al PIB o renta.

Hay una alternativa al ajuste fiscal que se hizo en 2010 en nuestro país. En vez de un ajuste fiscal vía gastos, que es profundamente deflacionista, ya que contrae la demanda nacional, hay que centrarse en propuestas de ingresos, teniendo en cuenta que el Sistema Fiscal es la piedra angular de un Estado moderno.

Por un lado, debe tener capacidad recaudatoria especialmente si se desea financiar un Estado del Bienestar, y por otro, debe ser un Sistema Fiscal justo. El Sistema Fiscal español, incumple las condiciones de capacidad recaudatoria y de equidad.

Tiene una capacidad recaudatoria limitada, primero, porque su diseño introduce bonificaciones y minoraciones importantes que reducen su capacidad de obtener ingresos, y segundo, porque existen niveles de fraude muy elevados.

La falta de equidad viene dada igualmente por el elevadísimo fraude, cifrado en unos 70.000 millones de euros anuales, en buena medida tolerado. Este elevado fraude fiscal sitúa a muchos contribuyentes casi al margen del sistema fiscal. La injusticia nuestro sistema fiscal también viene determinado porque contiene provisiones que favorecen a determinados tipos de renta no salariales, de capital, y a los contribuyentes de rentas más altas.

Es necesaria una reforma fiscal que, revirtiendo la reforma fiscal de 2006, elimine las inequidades, sea más justo, y reduzca el fraude de forma que se aumente la capacidad recaudatoria del sistema. Los puntos concretos de nuestra propuesta serían los siguientes:

1º.- Revertir la reforma fiscal de 2006

- Tramo alto IRPF del 43% al 45%.
- Impuesto Sociedades Grandes Empresas del 30% al 35%. Cuantificación: 2000 millones de EUR con los datos actuales de las empresas del IBEX 35.
- Reinstaurar Impuesto de Patrimonio a partir de 1 millón de EUR. Cuantificación: 2000 millones de EUR.
- Eliminar bonificaciones sucesiones CC.AA. mediante una ley que marque un gravamen mínimo que financie CC.AA. y éstas se hagan corresponsables en el ajuste.

2º.- Otras medidas adicionales de impacto notorio.

- Eliminar, a partir de 100.000 euros, toda deducción fiscal a la compra de vivienda, independientemente del año de compra. Cuantificación: 1400 millones de EUR.
- Eliminar deducciones fiscales gastos financieros emisión de deuda Ya que estas deducciones significan que el nuestro sistema fiscal esta favoreciendo el

apalancamiento financiero de las empresas. Implica un mínimo de 6000 millones de EUR.

- Incremento impuesto plusvalías inversiones inferiores a 1 año desde el 18% al 24%. Cuantificación: 1000 millones de EUR.

3ª.- Otras medidas a escala europea:

- Subir gravamen fiscal SICAVs a nivel europeo
- Tasas a la banca a nivel europeo.

La situación actual es crítica, tanto desde un punto de vista económico, donde si se mantiene el establishment actual prevemos una dura recesión económica global; como desde un punto de vista social, donde al aumento del paro, las ejecuciones masivas de hipotecas, los descensos de rentas, se les une, por encima de todo, la falta de expectativas futuras. Es necesaria una actuación urgente, donde los poderes políticos adopten actitudes valientes, por encima de las presiones de los grupos económicos que durante los últimos años han acaparado la riqueza, a costa de las expectativas e ilusiones de la mayoría.

8.- CONCLUSIONES

En el desarrollo de la actual crisis económica global, de naturaleza sistémica, ha jugado un papel clave el sistema financiero, que se convirtió en sí mismo en un fin último de la economía, y no en un medio para mejorar el sistema productivo. El mayor peso del sistema financiero en la economía, se suele producir en períodos donde los principios neoliberales y el “laissez-faire, laissez-passer” constituyen la ideología dominante, de manera que se deja que el sistema financiero, y especialmente el comportamiento de los mercados financieros y del sistema bancario, se autorregule por normas de buen comportamiento. Teniendo en cuenta que el comportamiento de los mercados se guía por el miedo y la avaricia, y no por la racionalidad de los inversores, estas fases suelen acabar en inflaciones de activos y endeudamientos privados descomunales, de manera que cuando se desploma el precios de los activos colaterales que soportan el endeudamiento, se produce una brutal caída de la riqueza, un descenso de la renta, un aumento del desempleo, un aumento de las quiebras de entidades privadas y públicas, incluidos Estados, posteriores períodos deflacionistas, o hiperinflacionistas, y depreciaciones de divisas.

El origen de la crisis, por lo tanto, se encuentra en los volúmenes de sobreendeudamiento-apalancamiento inducidos por un efecto riqueza que acabó en una burbuja o inflación de activos. Ello a su vez alimentó un consumo muy por encima del ahorro interno. Los efectos se retroalimentaban. Cuando pincha la burbuja de activos la inestabilidad financiera “a la Minsky” se produce en toda su intensidad, acabando en recesión y/o depresión económica.

Los niveles de sobreendeudamiento-apalancamiento se ven favorecidos por un comportamiento del sector financiero inducido por un proceso de desregulación, que hemos detallado, y que se puede resumir en los siguientes puntos:

- La derogación de la ley Glass-Steagall, que acabó consolidando la cultura de la banca de inversión: búsqueda de retornos altos a cualquier riesgo.
- El principio de autorregulación en el sistema financiero no funciona.
- En este contexto de búsqueda de rentabilidad a cualquier riesgo, y de problemas de “moral-hazard”, se incrementaron los límites de apalancamiento de la banca de inversión.
- Los bancos siguen siendo muy opacos a la hora de transmitir la situación real de su balance, y los planes de rescates bancarios no han exigido como contrapartida tal transparencia.

En este contexto, las medidas de política económica impuestas por la ortodoxia, unido a rescates bancarios, donde salvo honrosas excepciones, como Islandia, se han hecho a medida de quienes han generado la crisis, no han hecho otra cosa que deflacionar aún más el ciclo económico.

Bajo este análisis urge un cambio radical de las medidas de política económica propuestas hasta ahora. Nuestra pequeña aportación se ha centrado en tres grandes grupos de reformas y políticas:

- Reestructuración y Reducción Coordinada del Tamaño del Sistema Bancario mundial.
- Reforma del Sistema Financiero.
- Una Política fiscal y de Rentas más Redistributiva.

Cuanto más se tarde, mayor será la probabilidad de caer en un escenario recesivo intenso, y mayor la desesperanza, desilusión, y desazón de la mayor parte de la sociedad, especialmente los más débiles, aquellos que nada han tenido que ver con la avaricia y el miedo, mecanismo de propagación de la actual crisis sistémica.