

FLUCTUACIONES ECONÓMICAS Y CRISIS RECIENTES

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Ángel Rojo Duque*

1.

El ciclo económico que despegó en la década de los años ochenta, y que alcanzó su fase álgida en los noventa para descender en los años siguientes, fue una fluctuación de notable intensidad y duración. Dos grandes países, Estados Unidos y China, actuaron como impulsores básicos del crecimiento económico mundial en el periodo. La desregulación, la innovación y la globalización fueron los factores de transformación y avance del sistema financiero.

En Estados Unidos, el auge de la fluctuación, que se situó entre 1995 y los últimos meses del año 2000, estuvo impulsado por un ritmo vigoroso de inversión productiva, especialmente intenso en los sectores de nuevas tecnologías y apoyado en un aumento sustancial de la tasa de avance de la productividad, sobre todo en los ámbitos de la informática y las comunicaciones. La expansión condujo a una reducción importante de la tasa de paro, pero el elevado grado de competencia de los mercados, unas políticas monetaria y fiscal de estabilidad y el rápido crecimiento de la productividad permitieron mantener baja y estable la tasa de inflación. Al mismo tiempo, la expansión real se vio acompañada y estimulada por una elevación muy intensa del precio de los activos financieros, especialmente de las acciones: las incluidas en la agrupación Standard and Poor 500 vieron multiplicarse sus precios por cuatro entre 1990 y los primeros meses del año 2000, y los precios de las acciones tecnológicas se multiplicaron aproximadamente por diez en el mismo periodo. Tan fuerte elevación de los valores bursátiles

* Sesión del día 24 de junio de 2008.

facilitó la financiación de empresas y familias en los mercados abiertos y en el sistema bancario y contribuyó al rápido avance de las demandas de inversión y de consumo.

Con el paso del tiempo y el despliegue del auge fueron haciéndose más frecuentes las voces de quienes denunciaban que los precios de las acciones americanas habían alcanzado cotas insostenibles que amenazaban con generar presiones inflacionistas, al tiempo que su eventual ajuste a la baja podría causar, en su día, graves problemas a la economía real y al sistema financiero. Sin embargo, la Reserva Federal americana se resistía a endurecer su política monetaria por temor a quebrar un proceso que, a través de la inversión y los aumentos de productividad, estaba impulsando con vigor el producto potencial de la economía mientras la inflación se mantenía en tasas muy modestas. Era cierto que el avance de la inversión y el descenso de la cuota de ahorro de las familias americanas hacia cero estaban conduciendo a un grave deterioro del saldo financiero del sector privado y a un déficit abultado y creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente; pero las autoridades señalaban que las fuertes entradas de capital extranjero, atraídas por el dinamismo de la economía, no solo cubrían *cómodamente* ese déficit sino que estaban provocando una importante apreciación de la moneda americana.

La actitud de la Reserva Federal solo comenzó a cambiar a mediados de 1999. Su Presidente, Alan Greenspan, que hasta entonces se había limitado a recomendar prudencia a los inversores, pasó a señalar su convicción de que los precios de las acciones mostraban una sobrevaloración generalizada respecto de los niveles que podían considerarse sostenibles; y expresó su opinión de que la expansión financiera estaba alimentando un exceso de demanda de bienes y servicios, de modo que la mejora de la productividad estaba induciendo, a través de la elevación de los precios de los valores bursátiles, un crecimiento de la demanda agregada de bienes y servicios superior al avance de la oferta potencial, con graves riesgos para la estabilidad económica y financiera. Y así, la Reserva Federal decidió, finalmente, abordar un endurecimiento de su política monetaria que, iniciado en junio de 1999, fue acentuándose paulatinamente en los meses siguientes.

La pérdida de ritmo de la economía se inició en el año 2000 y se acentuó en la segunda parte del mismo. El endurecimiento de la política monetaria no fue, desde luego, la única causa del cambio registrado en la economía americana. Tras la etapa de auge vigoroso y prolongado que se había registrado en los últimos tiempos, la economía se encontraba, al adentrarse en el año 2001, con excesos de capacidad y altos niveles de endeudamiento, los beneficios empresariales se veían afectados por elevaciones de los costes salariales y por la subida del precio del petróleo, y la demanda de consumo estaba amenazada por el dete-

rioro del mercado de trabajo y por las pérdidas resultantes de la caída bursátil. El “aterrizaje suave de la economía” que las autoridades monetarias americanas habían aspirado a inducir estaba resultando más fuerte que lo esperado, así que la Reserva Federal decidió, desde los primeros meses del año 2001, variar de nuevo su política y reducir con vigor y rapidez el tipo de interés para atajar una caída brusca y profunda de la coyuntura; y poco tiempo después, la nueva Administración del Presidente Bush adoptó una política fiscal fuertemente expansiva de rebajas de impuestos y, más tarde, de crecientes gastos públicos. Tras la conmoción del atentado terrorista del 11-S, ambas políticas —monetaria y fiscal— acentuaron su tónica estimulante hasta configurar el esfuerzo expansivo más intenso registrado en la historia económica americana desde hacía bastantes décadas. Se deseaba conseguir así una rápida mejoría económica con actuaciones enérgicas; pero si bien se logró, con esas políticas, frenar la caída de la producción a través de la expansión de la demanda de consumo y de la adquisición de viviendas en pocos meses, la reacción general de la economía, especialmente en el componente de inversión productiva, aun habría de esperar hasta los primeros meses del año 2003.

En efecto, solo a medida que avanzaba el año 2003 se advirtió una creciente recuperación firme de la economía americana. Al buen ritmo de la adquisición de viviendas y de la demanda de bienes de consumo duradero vinieron a sumarse otros factores estimulantes: las empresas se beneficiaban de tipos de interés a corto plazo muy bajos (1%), sus resultados mejoraban como consecuencia de las reducciones de los costes por despidos, su grado de endeudamiento descendía y sus exportaciones se veían alentadas por la rápida expansión de la demanda exterior de los países emergentes asiáticos, con China e India a la cabeza, y por la recuperación de Japón tras bastantes años de estancamiento. Así, la tasa real de crecimiento de la economía americana pasó del 2.2% al 3.2% entre los años 2002 y 2003 y al 4% en el año 2004; y aunque la recuperación pareció mostrar inicialmente una cierta dificultad en la creación de puestos de trabajo, la situación del mercado laboral se fortaleció al pasar del año 2003 al 2004, periodo en el que se generaron, en efecto, más de un millón y medio de puestos de trabajo en los Estados Unidos.

Estas eran las condiciones en las que la Reserva Federal americana decidió incrementar su tipo de interés a corto plazo en 2004, primero, en un cuarto de punto porcentual, es decir, hasta el 1.25%, y más tarde, hasta el 1.75%, anunciando su propósito de continuar elevándolo paulatinamente si se mantenía la expansión real de la economía acompañada de avances en los precios. De hecho, tales tendencias se mantuvieron, y así, no es de extrañar que la Reserva Federal persistiera en la subida de los tipos de interés sobre los Fondos Federales hasta llevarlos al 5.25% a mediados del año 2006.

2.

La inversión en construcción, especialmente en viviendas, fué uno de los principales factores de la expansión vivida por la economía americana en los primeros años del siglo actual. El avance de las rentas disponibles de las familias, la entrada de capitales extranjeros y el desplazamiento de fondos hacia bienes inmuebles, sobre todo tras el atentado del 11-S, fueron muy importantes en el proceso. Los intermediarios financieros, con una liquidez muy abundante que estaban dispuestos a reponer, en caso necesario, mediante la generación de titulizaciones exportables a otros agentes financieros, se mostraban en condiciones de atender la demanda de fondos de los adquirentes potenciales de viviendas mediante préstamos con garantía hipotecaria y sin realizar, con frecuencia, estudios adecuados sobre la calidad de los deudores. Los préstamos hipotecarios así concedidos iban dirigidos, en general, a clientes de nivel adquisitivo modesto, los clientes denominados *ninjas* (es decir sin ingresos fijos, sin empleo fijo y sin activos); a estos préstamos se les denominaba préstamos *subprime* —es decir, préstamos con alto riesgo de impago— y se estima que representaban dos tercios de los concedidos en el país desde el año 2003.

Así se montó un *boom* inmobiliario de base endeble y alto riesgo. Mientras el mecanismo se mantuvo en buen funcionamiento, nada grave sucedió en el sistema financiero; pero las dificultades surgieron cuando, como hemos visto, la Reserva Federal, preocupada por el ritmo de avance en la construcción de viviendas y su financiación, decidió iniciar, en 2004, un proceso de elevación de los tipos de interés. El resultado fué un descenso en el precio de las viviendas y un fuerte aumento de la morosidad, de los embargos y de las ejecuciones hipotecarias. El mayor número de hipotecas *subprime* se concentraban en la costa Este y en California; y estas eran las zonas donde se registraban los mayores descensos en los precios de los inmuebles. La morosidad, los embargos y la caída de precios de las viviendas determinaban unas pérdidas muy fuertes en los bancos, perdidas tanto mayores cuanto más intensa había sido la participación de estos como prestamistas *subprime*, bien directamente, bien a través de titulizaciones tomadas de otras instituciones —es decir, obligaciones garantizadas por hipotecas—. La posición de cada banco en operaciones *subprime* no era transparente para los demás. La situación del sistema bancario se caracterizaba, por tanto, por una falta general de confianza entre instituciones al tiempo que los clientes recelaban también de la solidez de sus bancos. La desconfianza era básica en la extensión del desánimo, en el temor al contagio, en la contracción del crédito y, en definitiva, en una expansión de la crisis financiera.

Las autoridades monetarias americanas estaban dispuestas a intervenir a través del tipo de interés y de la provisión de liquidez para estabilizar los mercados, aunque no dejaban de mostrar sus reservas. El anterior Presidente de la Reser-

va Federal, Alan Greenspan, con su tónica muy liberal, había sido partidario de resistir la tentación de adoptar medidas específicas para cada tipo de instrumentos y de instituciones financieras. Su sucesor en el cargo desde febrero de 2006, Ben Bernanke, es también economista de orientación liberal y enemigo de las intervenciones en la banca, pero se ha enfrentado con una situación más compleja: la crisis de las hipotecas *subprime* se ha acentuado con el paso de los meses, las grandes pérdidas en bancos de muy diverso tamaño se han sucedido con reiteración como consecuencia de impagos, el precio del petróleo ha mantenido su fuerte crecimiento y a todo ello ha venido a sumarse, desde el año 2006, una grave inflación mundial en los productos alimenticios. En resumen, en la economía americana se ha instalado una amenaza de recesión complicada con inflación que plantea serias dificultades a la política económica: las rebajas de tipos de interés y las fuertes inyecciones de liquidez, aconsejables para combatir la recesión, pueden alentar las tensiones inflacionistas, y éstas, a su vez, para su contención, requieren políticas monetarias contractivas. Las medidas fiscales, impulsadas desde el Poder Ejecutivo y el Congreso, también plantean posibles consecuencias indeseables. En fin, las autoridades pueden recurrir a sacar de apuros a una institución bancaria mediante ayudas directas, es decir, pueden practicar lo que se denomina un *bail-out* financiero a costa de inducir una reducción de la toma de riesgos en el sistema.

A pesar de estas reservas, las autoridades monetarias americanas iniciaron, a partir de agosto del 2007, una serie de intervenciones consistentes en reducciones de tipos de interés e inyecciones sucesivas de liquidez para atajar la crisis financiera. Estas medidas tenían éxito en los primeros días de su aplicación, pero el alivio que proporcionaban duraba poco tiempo; se decía que generaban más bien confusión entre los clientes porque la confianza —que era esencial— no volvería hasta que se restableciera la estabilidad en los mercados reales; hasta entonces —se concluía— los bancos serían poco propensos a prestar por temor a no ver reintegrados sus fondos. Bernanke había sido criticado, en los primeros meses de su mandato, por estar alejado del mundo real y ser demasiado lento en sus reacciones; pero, a medida que pasaban los meses, Bernanke iba ganando la confianza de los mercados monetarios y de las gentes de Wall Street, al tiempo que dejaba de creer que los problemas fueran a limitarse al mercado de viviendas y se mostraba dispuesto a utilizar más instrumentos de intervención financiera.

En medio de estas dificultades, el tipo de interés de la Reserva Federal ha descendido desde el 5.25% en agosto del año pasado hasta el 2% en la actualidad, y las inyecciones de liquidez han sido, por su parte, muy abundantes en el periodo. Las instituciones americanas han continuado registrando, sin embargo, fuertes pérdidas incluso en los casos de bancos de primera fila tales con Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Bank of America, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Wachovia ó Bear Stearns, bastantes de los cuales se han visto obligados a cambiar a sus máximos responsables en este periodo. En algunos casos se han

practicado intervenciones más profundas por temor a una crisis más grave y a una mayor extensión de la desconfianza: tal ha sido el caso de Bear Stearns en marzo de este año, un banco de inversión con 85 años de antigüedad que la Reserva Federal decidió salvar apoyando su compra por J.P. Morgan a un precio razonable —inicialmente a \$2 por acción, precio que más tarde se elevó a \$10 por acción para calmar el descontento de los accionistas.

Por otra parte, la actual crisis financiera y las irregularidades que ha puesto de manifiesto han conducido a nuevos proyectos de reforma del marco regulador al que el sistema ha venido ateniéndose, en sus rasgos básicos, desde el *crash* de 1929. El actual secretario del Tesoro, Henry Paulson, ha anunciado la propuesta de un nuevo sistema legal orientado a garantizar la estabilidad de todo el mercado financiero: se ampliará y reforzará el papel de la Reserva Federal como regulador, se fusionará al regulador de los mercados bursátiles —la *Securities and Exchange Commission*— con el de los mercados de derivados de Chicago y Nueva York y se creará una nueva agencia que supervisará todos los depósitos de las instituciones financieras para asegurar la salud y la seguridad de los bancos. El debate y la aprobación del proyecto tardarán, sin embargo, bastante tiempo en quedar completados. Aunque, como ha señalado, Bernanke, “no podemos permitirnos el lujo de esperar a que los mercados se estabilicen antes de pensar acerca del futuro”.

3.

Entretanto, el crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha ido desacelerándose acosada por la escasez de crédito, la caída de los precios de los activos y la elevación de los índices de precios de los alimentos y de la energía.

Los impulsos inflacionistas han procedido básicamente de los países emergentes: el índice de precios al consumo se ha situado en un 12% en China, un 14% en Rusia y un 8% en India; en América Latina, dichos índices de precios han alcanzado un 29% en Venezuela, un 9% en Argentina y un 8% en Chile; pero los datos oficiales de muchos de estos países se ven afectados por múltiples perturbaciones tales como subsidios, controles de precios, etc., que tienden a falsearlos a la baja. Se estima que cinco de las diez mayores economías emergentes tienen actualmente tasas de inflación superiores al 10%. Los precios de los alimentos en los mercados mundiales al por mayor han aumentado un 55% en el último año, los de los productos agrícolas no alimenticios lo han hecho en un 25% y el precio del barril de petróleo ha avanzado un 103% en el mismo periodo. Estos han sido los principales orígenes de la inflación americana importada. El precio de las viviendas ha descendido, según zonas y calidades, entre un 7% y un 25% en los Estados Unidos. La tasa de morosidad sobre los préstamos hipotecarios *subprime* alcanza el 18% y

un 6.4% sobre el conjunto de todos los préstamos hipotecarios. La tasa de paro americana ha avanzado por encima del 5.5% de la población activa y el ritmo de avance del producto interior bruto está situado en torno a un 1.6%. En resumen, los problemas financieros y la inflación de alimentos, materias primas y combustibles han llevado la economía de los Estados Unidos muy cerca de la recesión —ó más bien cerca de lo que en, los años setenta, se denominó *estagflación*—.

La actividad económica americana podría recibir un empuje adicional procedente de los países europeos, pero el crecimiento de la Eurozona se ha debilitado a lo largo de los últimos meses hasta situar las previsiones de este año en un 1.7% para el producto real y en algo más del 7% para el desempleo. En Alemania, las previsiones del año 2008 son del 2% para el producto real y del 2.7% para los precios y las relativas a Francia no sobrepasan el 1.5%, y el 1.8% respectivamente; en España, donde las expectativas también se han revisado a la baja, no se espera un avance superior a un 1.6% del producto en este año ni un aumento de los precios inferior al 4%. Tal vez el ritmo de avance pudiera mejorar algo para los países de la Eurozona si el Banco Central Europeo se mostrara dispuesto a rebajar sustancialmente su tipo de interés, pero no es probable que esto ocurra en fecha próxima; quizá sea más flexible a la baja el tipo de interés del Reino Unido, cuya economía también ha mostrado debilidad recientemente y donde el Banco de Inglaterra tiene menor preocupación que el Banco Central Europeo por contener la inflación.

En definitiva, las economías europeas, reflejando el proceso de globalización, se han visto contagiadas, en general, por la contracción financiera de los Estados Unidos, aunque lo han sido algo menos en términos reales. Bancos de primera categoría, como Union de Banque Suisse, Credit Suisse, Deutschebank, Société General, Barclays o Northern Bank han registrado fuertes pérdidas con la crisis *subprime* y, en la última de las entidades citadas, el banco ha acabado desapareciendo.

Desde que se inició la crisis financiera de las hipotecas *subprime*, los bancos europeos han registrado pérdidas estimadas en unos 110.000 millones de euros en provisiones y deterioro de activos. El Banco Central Europeo ha colaborado con la Reserva Federal de Estados Unidos en movimientos de tipos de interés e inyecciones de liquidez; pero, como ya hemos visto, la entidad europea ha actuado con mayor firmeza que el banco americano en su deseo de combatir la recesión y de no superar sus objetivos de precios al consumo, señalados en sus estatutos en un máximo del 2%. Así que los países europeos no han servido de estímulo, en su conjunto, a la economía de Estados Unidos. Tanto la economía estadounidense como los países europeos tal vez estén iniciando un proceso lento de recuperación que podría llevar a un crecimiento del producto del orden del 2% en el año actual; pero la realidad y la intensidad de ese proceso son aun más que inciertas.

Por lo demás, las fluctuaciones cíclicas de origen inmobiliario presentan una duración más larga que las oscilaciones habituales.

Las preocupaciones económicas mundiales están centradas, por el momento, en la contracción de la actividad y, con ella, en las previsiones sobre el alza de los precios de la energía y de otras materias primas y sobre el encarecimiento de los productos alimenticios. Los países emergentes aparecen a la cabeza de esas previsiones y, dentro de ellos, ocupan un lugar prominente China y la India entre los países asiáticos

El fuerte movimiento alcista del precio del petróleo tiene su origen básico en las condiciones de su demanda y oferta. La demanda mundial de petróleo ha continuado aumentando con rapidez a pesar de los fuertes incrementos de sus precios mientras la oferta ha mostrado una tendencia descendente en la producción de los países no pertenecientes a la OPEP y un estancamiento relativo en la producción de los países miembros de dicha organización. Los precios del petróleo habrían de elevarse aun más sobre sus altos niveles actuales para lograr un equilibrio entre demanda y oferta globales.

Los países pobres mantienen con los países ricos una pugna sobre la responsabilidad de quienes son los principales causantes del calentamiento global del planeta y sobre la elevación de los precios de los alimentos así como sobre las inversiones precisas para iniciar una nueva "revolución verde" que permita lograr, a través de semillas, regadíos, fertilizantes etc., los importantes aumentos de productos necesarios a corto y medio plazo para resolver la crisis alimenticia.

Los importantes avances tecnológicos y el elevado volumen de capital requerido para acometer las inversiones necesarias en los ámbitos de la energía y la alimentación son, en definitiva, necesarios para resolver las crisis actuales en esos sectores. Por otra parte, en el ámbito financiero, las instituciones especializadas aún no han solucionado sus problemas ni las autoridades correspondientes están seguras de encontrar caminos adecuados para hallar salidas a las dificultades planteadas. Los elevados precios de la energía y los alimentos, el endeudamiento de las familias, el descenso de la riqueza inmobiliaria y la rápida elevación de las tasas de desempleo plantean una situación económica mundial muy difícil.