

# La Gran Crisis: otra perspectiva<sup>1</sup>

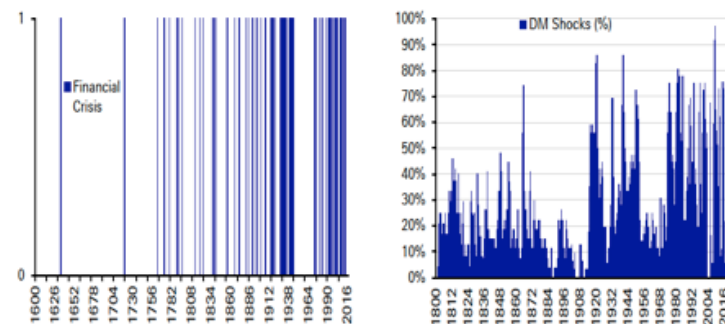
Carlos Arenillas<sup>2</sup>

El consenso general sobre lo que causó la Gran Crisis de 2007 se puede resumir así: “malos bancos llenos de malos banqueros hicieron cosas malas”. Este artículo repasa lo que ocurrió y que se ha hecho para resolver los problemas. Plantea que esa narrativa no encaja exactamente con los hechos, y desvía la atención sobre el problema real: el sistema bancario es inestable por como está diseñado, parece estar construido para fallar o, al menos, parece muy frágil. Seguir reformándolo, como se viene haciendo desde hace décadas, tal vez no sea suficiente. Deben estudiarse Reformas más radicales, que vayan a la raíz de los problemas.

## Un poco de contexto

Las crisis financieras son un fenómeno que parece permanente desde 1970. Los economistas C. Kindleberger o H. Minsky las estudiaron y contabilizaron muy bien. El sistema financiero adolece de una propensión a la inestabilidad. Por ejemplo: el FMI encuentra más de 150 episodios en el período 1970-2017, y el BCE detecta 50 crisis bancarias sistémicas en la Unión Europea y Noruega en el periodo 1970-2016. El gráfico adjunto ilustra esta recurrencia de crisis financieras a lo largo del tiempo.

Figure 1: Occurrence of Financial Crises through history (binary variable: 1 = Crisis, left) & % of DM countries facing a Financial Shock equally weighted (right)



Source: Deutsche Bank, Global Financial Data, Author's calculations

<sup>1</sup> Artículo basado en la intervención en el acto de la Fundación Hay Derecho “10 años de crisis financiera desde la perspectiva del Estado de Derecho” en el Colegio General de la Abogacía. Madrid, Noviembre 2018.

<sup>2</sup> Economista. Madrid 1956. Licenciado en Económicas por la UCM. Ha desarrollado su vida profesional en el sector financiero, público y privado. Ha sido presidente de CIMD e InterMoney. Vicepresidente de la CNMV y consejero del Banco de España. Trustee del IVSC (International Valuation Standards Council) y asesor de ESMA (European Securities and Markets Authority). Presidente de Equilibria Investments SIL. Colaborador ocasional dando conferencias y escribiendo artículos sobre los mercados financieros.

Las crisis financieras no son idénticas, aunque se parecen. La crisis del año 2000 o *puntocom* es diferente de la crisis inmobiliaria, bursátil y bancaria de Japón en 1985. Pero las crisis financieras más dañinas son las que afectan al sector bancario provocando una recesión económica, como fue la Gran Crisis de 2007 (en adelante GC), la más importante desde la de 1929 por su gravedad y globalidad. Recordemos que la GC tuvo dos fases: el primer detonante fue la crisis de las hipotecas basura de EE.UU. en 2007, y el segundo detonante, en 2011, fue Grecia y la crisis de deuda europea.

¿Por qué se producen las crisis? No hay una explicación única para todas. Pero Los ingredientes básicos de todas siempre son una mezcla de fallos en el sistema financiero y la naturaleza humana. Sobre todo, el exceso de crédito y la avaricia primero, y el miedo después.

## ¿Qué falló esta vez?

Muchas cosas y en muchos sitios. Repasarlas es una tarea deprimente ya que la lista de fallos y malos comportamientos es larga. El último libro de A. Tooze (Crash) lo explica muy bien. Para simplificar vamos a agrupar los fallos en dos grandes categorías: fallos del mercado y fallos del Estado.

### A. Fallos del mercado

Fallos múltiples en diversos tipos de empresas (inmobiliarias, tasadoras, *shadow banking*<sup>3</sup>, etc.), pero especialmente en el sistema bancario. Simplificando:

- Mala gestión en muchos frentes. Sobre todo, se produjeron excesos en el crédito, especialmente al sector inmobiliario. La pobre gestión del riesgo fue evidente durante los años previos a la GC.
- Malas “prácticas”. Otra triste lista, y no exhaustiva:
  - diseño y comercialización de productos complejos y tóxicos, incluso engañando a los clientes (CDO, CDS, participaciones preferentes, etc.)
  - remuneraciones desmedidas y no simétricas (bonus, *stock options*, etc.)
  - manipulación de mercados (caso Euribor, mercado del oro, etc.),
  - enormes conflictos de interés (como el de las agencias de rating)
  - colaboración en actividades de blanqueo de capitales, elusión fiscal, falseamientos contables y fraudes masivos (caso Madoff)

Muchos de estos comportamientos han sido sancionados con multas por más de 300.000 millones de dólares a nivel mundial según el FMI. Pero casi toda esa cifra se ha aplicado en EE. UU. y prácticamente no ha habido condenas penales.

<sup>3</sup> Podríamos definirlo como el sistema de intermediación crediticia conformado por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario tradicional. Por ejemplo: los fondos de inversión, como los *hedge funds*, los fondos de capital riesgo, los fondos del mercado monetario. También son consideradas operaciones de esta “banca en la sombra” los préstamos entre empresas, una práctica extendida entre las grandes multinacionales. Otros ejemplos son las sociedades vehiculares de pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) o los vehículos de inversión estructurada (SIV). Las empresas que comercializan obligaciones garantizadas de deuda (CDO) y las titulizaciones de préstamos también se incluyen en esta categoría. Las sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) también son consideradas parte de la banca en la sombra. Estas empresas se dedican a invertir en inmuebles y gestionar alquileres.

## B. Fallos del Estado.

Para simplificar volvamos a agrupar en dos grandes grupos:

- la poca diligencia que los supervisores financieros y autoridades mostraron en la detección de la crisis, si bien la reacción posterior fue notable. Aún hoy se discute cómo mejorar la estructura y composición de los organismos supervisores<sup>4</sup>.
- los errores y vacíos en la regulación y supervisión del sistema financiero que estaba vigente quedaron en evidencia. Algunos ejemplos: las Cajas de Ahorro no podían emitir capital, los supervisores tenían pocas herramientas para limitar el crédito, bajas exigencias para el LTV<sup>5</sup>, el perímetro de supervisión financiera era incompleto y dejaba fuera a muchas instituciones financieras (SPV, bancos de inversión como Lehman, los CDS de AIG, etc.), pobre coordinación internacional, falta de datos y estadísticas sobre el sector financiero, y otros muchos.

### ¿Qué se ha hecho?

La GC mostró los fallos y la arquitectura financiera global quedó en evidencia. Una ola reformadora se desplegó. El presidente de Francia, Sarkozy, llegó a decir en 2008 en una reunión del G20: “Hay que refundar el capitalismo”. Cosa que desde luego no se ha hecho.

La respuesta a la crisis de los Estados desarrollados se centró en tres frentes. Por orden de importancia: el monetario, el regulatorio y el fiscal. Obviamente, el sector privado tomó también sus iniciativas.

En primer lugar, en **política monetaria** se desplegó el **mayor impulso de la historia**:

- los tipos de interés aplicados por los bancos centrales se redujeron hasta el 0%, y en muchos países se rompió ese suelo y se pusieron negativos. También se actuó sobre los tipos de interés a largo reduciéndolos con fuerza a través de la llamada *quantitative easing*. Los tipos de interés reales (descontada la inflación) han sido negativos durante muchos años.
- se concedieron préstamos masivos al sector bancario (LTRO, etc.) y rescates (*bail out*) al sector financiero que incluyo en la política fiscal más adelante.
- compra por los bancos centrales -en sucesivas oleadas- de activos financieros por más de 18 billones de euros a nivel global (*quantitative easing*). Un 15% del PIB mundial. El balance del BCE actual equivale al 40% del PIB de la eurozona.

La valoración sobre la bondad a largo plazo de estas políticas monetarias, que tienen efectos positivos y negativos, sigue siendo un tema de discusión. Podríamos usar la expresión británica *The jury is out*.

En segundo lugar, la lista de **cambios en la regulación** abarca desde:

<sup>4</sup> Un reciente libro dirigido por J. Segura para la Fundación Areces o el libro “Unelected Power” de Tucker son lecturas recomendables sobre este tema.

<sup>5</sup> *Long to value* (LTV): proporción de capital que aporta el hipotecado sobre el valor de tasación del inmueble al pedir la hipoteca

- la creación de nuevos organismos de supervisión para la protección consumidores, para vigilar los riesgos para la estabilidad financiera, para supervisar y resolver crisis bancarias más coordinadamente (MUR, MUS), etc.
- hasta una pléyade de normas sobre requerimientos de capital y liquidez a las instituciones financieras y nuevas normas de conducta y de remuneración (Basilea III, Ley Dodd-Frank, nuevas y variadas directivas de la UE, etc.).

Es prematuro valorar la eficiencia de estos cambios para impedir otra crisis. Solo el tiempo lo hará. Sigue siendo un tema de debate. *The jury is out*.

En tercer lugar, en el **frente fiscal** se pasó de una primera fase de expansión fiscal keynesiana a otra de dura austeridad. Pero el grueso de las ayudas públicas (muchas irreversibles) se centraron en rescatar al sector bancario y no a los ciudadanos. Las ayudas masivas (rescates o *bail out*) se ejecutaron en múltiples formas: mediante recapitalizaciones, avales públicos a las emisiones de deuda, EPAs (esquemas de protección de activos, esto es, garantías públicas para no incurrir en pérdidas), fiscalidad diferida (DTA), creación de “bancos malos”, ampliación de la garantía pública a los depósitos bancarios, etc.

En este frente, más que en los demás seguramente, otra vez *The jury is out*

### ¿Cómo estamos diez años después?

Repasemos a vista de pájaro los aspectos macroeconómicos, financieros y políticos del paisaje después de esta década de crisis.

En el frente económico destacaría los siguientes rasgos:

- Crecimiento PIB mundial actual bueno (3,6%). Pero en muchos países (como España) se tardó un periodo muy largo en recuperar los niveles de PIB per cápita precrisis. Se habla de una generación perdida.
- Pero esta recuperación ha venido con un aumento de la desigualdad preocupante.
- La Inversión (pública y privada) es baja a pesar de los tipos de interés y de la recuperación parcial de los beneficios empresariales (destinados en gran parte a dividendos y recompra de acciones).
- Casi nulo crecimiento real de los salarios. Se ha recuperado gran parte del empleo perdido, pero en muchos países el desempleo sigue siendo elevado. Las tasas de participación son bajas y la precariedad laboral ha aumentado.

En el frente financiero:

- Tenemos a nivel global más deuda, pública y privada. Consecuencia del sistema monetario vigente. Un sistema que implica que la creación de dinero este asociado siempre a la creación de deuda. ¿Estamos atrapados en una *debt trap*?
- Los bancos son más grandes que antes de la GC, algo que se identificó como un riesgo. ¿Qué fue del problema *To big to fail*?
- Tenemos más regulación y más compleja. Por ejemplo: una edición normal de la Biblia tiene 1.300 páginas, y la Ley Dodd-Frank tiene 13.000. Frente a un sistema financiero complejo hemos actuado desarrollando una normativa más compleja. Es como combatir el fuego con fuego, como planteaba Haldane, un directivo del Banco de Inglaterra.

- Los mercados financieros son más complejos. El llamado *shadow banking* ha aumentado, los algoritmos se extienden a muchas zonas del sector financiero, la inversión pasiva (ETF) ha más que doblado de tamaño, han surgido fenómenos (algunos fraudulentos) como las criptomonedas, las plataformas de préstamos *peer to peer*, etc.

En el frente político destacaría tres rasgos inquietantes:

- Se ha producido un fuerte avance político de nacionalismos y populismos en todos los países del mundo. En algunos de los países más poblados ya gobiernan (EE. UU., Brasil, Filipinas, Italia, Rusia, etc.)
- Se percibe un debilitamiento de la frágil gobernanza mundial lograda antes de la GC. En un momento en el que enfrentamos grandes retos que requieren de acuerdos globales, como el cambio climático o la robotización o los paraísos fiscales.
- Muchos subrayan que hay una mezcla de complacencia e impotencia ante una nueva crisis financiera. Los límites de las políticas monetaria y fiscal en el sistema actual parecen haberse alcanzado.

### ¿Es suficiente lo que se ha hecho para evitar otra GC?

En mi opinión la respuesta es clara: no. El sistema financiero es prácticamente igual que antes de la GC, aunque con un apalancamiento algo menor, mayores requisitos de liquidez y una regulación más estricta y compleja. La desconfianza en el sistema financiero y su fragilidad sigue siendo alta. La GC fue un fracaso devastador del libre mercado. Pero al contrario de lo que sucedió en la década de 1980, los responsables políticos apenas han cuestionado los roles del Estado y los mercados.

Los responsables políticos, en su mayoría, no reconocen la peligrosa dependencia que la economía tiene de la deuda, que cada vez es mayor. Tampoco que el peso de sectores cuasi monopolistas aumenta (piénsese en las grandes tecnológicas o de distribución como Amazon). Y pocos cuestionan la hiperactividad y tamaño del sector financiero que continuamos teniendo, o reconocen los riesgos de nuevas crisis financieras.

El problema es que hasta ahora siempre se han realizado reformas sin actuar sobre cambios más profundos del sistema monetario. Hacen falta reformas radicales, en el sentido de que vayan a la raíz de los problemas. Nuestro sistema monetario debería estar construido sobre piedra y no sobre arena, y no deberíamos seguir reconstruyéndolo sobre arena.

¿Qué explica la apatía actual de los políticos? Una razón podría ser la ausencia de buenas ideas para mejorar el sistema financiero, pero las hay. Por ejemplo y a modo de recordatorio:

- **Políticas fiscales contra la desigualdad:** reformas fiscales sobre el capital (como las planteadas por Mazzucato, Piketty y otros). Renta básica universal e ideas equivalentes (Lowrey et al).
- **Regulación diferente y más sencilla:** Cambio en la forma de comprar inmuebles con menos deuda y más capital. Eliminación de la deducción fiscal de los intereses de la deuda.
- **Mayores requisitos de capital en los bancos.** 20% y no 6% de capital sobre el total de activos sin ponderar (Admati y otros).

Tal vez la idea más interesante sea la creación de una **Central Bank Digital Currency (CDBC) o Dinero Soberano**. ¿Por qué solo los bancos y no todos los ciudadanos pueden tener acceso a cuentas seguras en su banco central? ¿Podemos escapar de la dependencia del crecimiento alimentado por deuda? ¿Romper el vínculo entre el dinero y el crédito? Estas ideas están ganando fuerza. No solo por sus defensores más conocidos (Positive Money, Monetative, Vollgeld, etc.), si no por bancos centrales como el de Suecia o el FMI.

¿Cuándo tendrá lugar otra crisis? No sabemos cuando, dentro de meses o años, pero casi nadie niega que vaya a producirse otra. Crisis que tendrá aspectos diferentes a las anteriores, pero que tendrá los rasgos comunes que mencionaba al principio.

Las crisis bancarias son un fenómeno que por su reiteración se han llegado a considerar como “naturales”. También fueron consideradas como “naturales” las pestes y la viruela y la humanidad consiguió deshacerse de ellas. Con las crisis bancarias se puede ser más optimista que con las enfermedades, pues no existe ninguna relación con lo “natural”: el sistema monetario es una obra de exclusiva responsabilidad nuestra, de los humanos.

Lo político en política económica debe ser tomado muy en serio. Las políticas monetarias dieron un tiempo extra a los responsables de las políticas económicas para realizar reformas en la economía y en el sistema financiero, que permitieran lograr un crecimiento más estable y equilibrado. Parece que ese precioso tiempo no se ha aprovechado.

Como recientemente decía M. Wolf en el *Financial Times*, la complacencia de los políticos moderados invita a la furia extremista. Si aquellos que creen en la economía social de mercado y la democracia liberal no encuentran y aplican políticas mejores, los demagogos los desplazarán. Una mejor versión del mundo anterior a 2008 simplemente no funcionará. Los ciudadanos no quieren volver a un pasado mejor, quieren un futuro diferente y mejor.