

José Luis Escrivá
El Mundo

13 septiembre 2009

Artículos de Prensa

Miopía, amnesia, anestesia y cura

Si hubiera que elegir un término para sintetizar el conjunto de comportamientos que nos han conducido a la crisis económica más aguda de los últimos sesenta años, el de miopía sería un candidato claro. Si hubiera además que resumir los posicionamientos dominantes durante la primera etapa de gestión de la crisis, el término amnesia resultaría muy apropiado. Y forzando todavía más este ejercicio de síntesis, las respuestas de política ya en el período agudo de la crisis financiera, tras la quiebra de Lehman Brothers, podrían etiquetarse como de anestesia. La cura solo ha empezado a llegar recientemente.

En el origen de esta crisis se encuentra un factor común a las anteriores: una miopía exacerbada y generalizada que se extendió desde inversores y gestores bancarios hasta supervisores, pasando por actores tan importantes para el funcionamiento de los mercados financieros desarrollados como las agencias de rating. La miopía derivó en una infravaloración muy sustancial del riesgo que vino acompañada, como es habitual, por un aumento rápido e intenso del endeudamiento por parte de muchos agentes y sectores, guiados por un optimismo poco fundado en su capacidad de generación de beneficios y renta futuros. En estas condiciones, el mercado pierde importancia como mecanismo de disciplina, al desalinearse crecientemente las rentabilidades de los riesgos asumidos. Por su parte, la miopía de reguladores y supervisores, ante los excesos que se iban acumulando durante el período de bonanza, se reflejó en actitudes, en general, muy laxas, cuando no en desregulaciones temerarias.

Tras el estallido de la crisis al final del verano de 2007, primaron análisis que minusvaloraban la acumulación de indicios sobre la extensión y profundidad de una crisis que terminaría alcanzando unas proporciones sin precedentes. Tardó en percibirse que estábamos asistiendo al pinchazo de una burbuja de dimensiones enormes y que el riesgo sistémico incubado tenía un potencial devastador. Y, sin embargo, en los mercados monetarios y de crédito bancario mayorista se estaban descontando, ya desde principios del verano de 2007 y de forma persistente, primas de riesgo que cotizaban lo que fue materializándose progresivamente en una realidad incuestionable: que los modelos bancarios construidos en los últimos años sobre la premisa de la existencia de una liquidez ilimitada y a precio muy bajo no iban a ser viables en las nuevas condiciones hacia las que se orientaban los mercados.

Más importante que los problemas de diagnóstico, lo peor de las reacciones en las primeras etapas del colapso financiero ha sido que se han envuelto en una gran amnesia que ha tendido a ignorar la principal lección que se deriva de la gestión de pasadas crisis: la necesidad de dar respuestas rápidas y globales que apunten a la raíz los problemas que subyacen a la debilidad de los sistemas financieros y que propicien saneamientos y reestructuraciones profundas. Esta actitud de negación de la realidad ha tendido, sin duda, a retardar las respuestas y a gestionar la situación a través de mediadas, parciales, insustanciales, o a veces simplemente cosméticas. Especialmente decepcionante ha sido el caso de la Unión Europea, donde cada país ha abordado la crisis con un enfoque diferente, poniendo en riesgo la integración financiera y los avances en el marco competitivo que habían ido alcanzándose progresivamente en los años previos, no sin grandes esfuerzos. Paradójicamente, en junio de 2008, las autoridades europeas divulgaron una carta de intenciones sobre como abordarían una eventual crisis financieras, que contenía una serie de principios que evidenciaban una aprendizaje impecable de la experiencia histórica en la gestión de crisis financieras: dar prioridad a la iniciativa privada, no malgastar dinero público, establecer una adecuada condicionalidad en cualquier ayuda, y respetar el marco de competencia. Sin embargo, cuando llegó la hora de la implementación unos meses después, las autoridades europeas se sumieron en un gran amnesia que les llevó a olvidar prácticamente todos estos principios y operar, en general, en la dirección opuesta a la anunciada.

Fue en este contexto cuando se produjo el verdadero momento de stress de esta crisis: la quiebra desordenada y traumática de Lehman Brothers, que provocó un estallido de la aversión al riesgo, generalizando la crisis más allá del sector financiero y de las economías desarrolladas. El riesgo inminente de quiebra del sistema internacional de pagos hizo que las autoridades de los principales países desarrollados se embarcaran en lo que podemos denominar la aplicación de una gran anestesia sobre el sistema financiero. Comprensiblemente, ante la amenaza de un colapso sistémico, las políticas veían dominadas por la urgencia de conseguir estabilizar la situación financiera a corto plazo: provisión de liquidez ilimitada por parte de los bancos centrales, extensión de la garantías de los depósitos, bancarios, inyecciones de capital público en los bancos, avales públicos a las emisiones de deuda de las entidades financieras, entre otros. Estas considerables dosis de anestesia, sin duda necesarias en los momentos de mayor convulsión en los mercados durante el pasado otoño, han agudizado en muchos casos los problemas de amnesia. La gestión del corto plazo ha originado que se arraiguen medidas que no van precisamente en la dirección correcta para solventar las debilidades estructurales pendientes de los sistemas financieros.

El avance en la resolución efectiva de la crisis ha venido finalmente desde Estados Unidos a principios de este año, con un plan general que ha posibilitado, en un ejercicio de transparencia encomiable, discernir la situación real de solvencia de las principales entidades bancarias y ha delineado un hoja de ruta ambiciosa y creíble sobre el proceso de reestructuración y saneamiento hacia delante. El resultado ha superado la mejor de las expectativas: el sistema bancario americano ha levantado un volumen muy considerable de capital desde los mercados financieros, con lo que ha reducido en más de diez puntos su ratios de apalancamiento. Se ponen así las bases para que recupere su papel central en la provisión de crédito a la economía. Queda, no obstante, mucho camino por recorrer para conseguir que el sistema bancario norteamericano recupere un adecuado nivel de solvencia.

Ante la aparición de signos de reanimación financiera a nivel global, conviene no olvidar, sin embargo, que en numerosos países europeos perduran muchas de las medidas del periodo previo de anestesia. Siguen dominando, en general, prioridades de corto plazo, consideraciones proteccionistas, o se imponen restricciones políticas o institucionales, que hacen que los avances en la reestructuración de los sistemas financieros domésticos hasta la fecha sean muy limitados. Si Europa sale de la crisis con fuertes excesos de capacidad y problemas pendientes de saneamiento en segmentos importantes de sus sistemas financieros, la recuperación económica puede verse lastrada de forma significativa.

José Luis Escrivá
Economista Jefe del Grupo BBVA
Servicio de Estudios de BBVA