

# PRESENTACIÓN

## La primera crisis global: procesos, medidas y consecuencias

*Josep M. Sayeras Maspera\**

Estos últimos tiempos han visto un gran número de crisis financieras, empezando por la de México (1994-1995), a la que Michel Camdessus (en aquel momento, *Managing Director* del *International Monetary Fund*) definió como la «primera crisis del Siglo XXI» (Camdessus, 1995), y continuando por Argentina (1995), Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Filipinas y Malasia (1997-1998), Rusia (1998), Brasil (1999) y últimamente, Turquía (2000) y de nuevo, Argentina (2001-2002). El Siglo XX, parafraseando a Camdessus, se cerraría con las crisis europeas (1992-1993).

Ello suscitó un creciente interés por la causación, predicción, prevención, propagación y resolución de crisis financieras. Los análisis formaban parte del oleaje del mar financiero, que surgía con fuerza con cada nuevo estallido de crisis y remitía al volver la calma (Gyohten, 1999). Una característica de esos estudios y modelos era la pasividad de los mismos, en el sentido de que cada uno de ellos intentaba explicar el fenómeno acaecido, pero se quedaba a las puertas de explicar el siguiente. La denominación de los mismos —modelos de primera, segunda y tercera generación— reforzaba esta percepción. Incluso había interrogantes sobre la posibilidad de uno de cuarta generación (Krugman, 2001); dado que cada generación, como se ha descrito, ilustraba la crisis que se acababa de producir, pero se quedaba en ciernes de elucidar la siguiente, necesitándose otro.

No existía, ni existe, un modelo de referencia de crisis cambiaria y financiera y lo que es peor, parecía haber cierta unanimidad en el mundo académico en que éstas eran inevitables (Beddoes, 1999; Eichengreen, 2002). Se hacía imprescindible la creación de un nuevo paradigma dado que los «viejos» modelos e instituciones parecían no ser capaces de dar explicación convincente a esos fenómenos (Kenen, 2002; McKinnon, 1993; Soros, 1999; Temin, 2002).

La globalización, cada vez mayor en nuestro mundo, provocaba la interrelación de los países en general, y de los agentes económicos en particular. Por eso, después

---

\* Profesor Titular del Departamento de Economía de ESADE. Universitat Ramon Llull.

de más de un decenio de crisis variadas en cuanto a las causas, empezaron a escucharse voces sobre la necesidad de extender el objeto de análisis a la reforma (la elección de la palabra no es casual) del sistema monetario y financiero internacional, lo que se denominó *la reforma de la arquitectura del sistema monetario internacional* (Kenen y Swoboda, 2000; de Sebastián, 2003; Soros, 1999).

El Sistema Monetario y Financiero Internacional (SMI) es el pegamento que une a las economías nacionales. Su papel es poner orden en los mercados de divisas y estabilizarlos, fomentar la eliminación de los problemas de la balanza de pagos y facilitar el acceso a los créditos internacionales en caso de que se produzcan perturbaciones negativas. No obstante, y a pesar de su tremenda importancia, el SMI no se concibe como resultado de una conferencia mundial (a excepción del de Bretton Woods), sino que se produce por la interacción de los países; interacción, además, que viene fuertemente condicionada por el peso de la Historia, tanto propia como del resto de los países (Eichengreen, 1996).

El 2001 fue un año trufado de acontecimientos relevantes para el desarrollo de esta historia. Además de la crisis porteña, se produjo la del Nasdaq —también denominada explosión de la burbuja de Internet—, escándalos corporativos —como el caso Enron— y el ataque terrorista a las torres gemelas y al pentágono del 11-S. La Reserva Federal, con Alan Greenspan a la cabeza, decidió una drástica reducción del tipo de interés —la Reserva Federal (Fed) bajará en dos años el precio del dinero del 6,5 por 100 al 1 por 100—, que fue seguida por el Banco Central Europeo y el resto de autoridades monetarias del mundo con el objetivo de evitar una recesión. Las medidas superaron con creces ese objetivo.

La política monetaria laxa y los bajos tipos de interés generaron un exceso de liquidez mundial que se trasladó, a través de los mecanismos de crédito, hacia los mercados bursátiles e inmobiliarios. La actividad económica mundial inició un ciclo expansivo impulsado por las economías de Estados Unidos y los países emergentes asiáticos (China, India...). La consecuencia directa fue que las iniciativas para la reforma del sistema monetario y los estudios sobre las crisis quedaron de nuevo en suspenso. Los despertares y letargos del interés sobre las crisis no es novedoso. John K. Galbraith lo describe maravillosamente bien en el prólogo del delicioso libro que lleva por título *El crash del 29* (Galbraith, 1997).

Los años posteriores fueron positivos pero el aumento de la actividad económica en Estados Unidos durante el 2003 despertó la inflación a inicios de 2004. El consumo privado financiado con endeudamiento, las importaciones del resto del mundo y el gasto presupuestario presionó a la inflación todavía más. Poco después, en junio de 2004, la Reserva Federal iniciaría una política monetaria restrictiva con la que se pasaría de un tipo de interés oficial del 1 por 100 hasta, después de 17 aumentos consecutivos, la cota del 5,25 por 100. En la segunda mitad del año 2005, el nivel alcanzado por los tipos de interés en Estados Unidos provocó la primera caída de las ventas de viviendas y un número menor de nuevas promociones. Pero no todos veían la reali-

dad con las mismas gafas; así Chuck Prince (CEO del Citygroup) decía que «cuando la música se pare, en términos de liquidez, las cosas se volverán complicadas. Pero mientras la música siga sonando, tenemos que levantarnos y bailar. Nosotros todavía bailamos»<sup>1</sup>.

Finalmente, esta ralentización de la actividad inmobiliaria residencial disipó la revalorización continua de la vivienda, y, con ella, el final de la música y del baile. De repente, el rey volvía a estar desnudo. Se constataba la fragilidad del descalce entre los complejos títulos de crédito estructurado y el papel comercial emitido por los *hedge funds*. La perturbación se transmitió a través de canales interconectados y opacos, contagiando al conjunto de los mercados financieros —la globalización no sólo ofrecía ventajas—. Los inversores finales habían perdido la confianza, iniciando un retraimiento del crédito y una huida desde los activos a largo plazo hacia productos financieros a corto plazo de mayor calidad (*treasury bills*). Así, las bolsas de valores de todo el mundo sufrieron un duro correctivo durante las sesiones del 9 y 10 de agosto de 2007. Sin embargo, el mayor ajuste estaba todavía por llegar; y con él, la primera crisis global del Siglo XXI.

Los bancos con exceso de liquidez se mostraron reticentes a prestar a más de un día hasta que se conociera la liquidez y la solvencia del resto de entidades. Por su parte, los bancos necesitados de liquidez no quisieron revelar su situación a través del interbancario para no incurrir en riesgo reputacional ante los otros bancos, los inversores, sus depositantes y los analistas financieros. Así se pasó de una crisis de confianza a una crisis de liquidez. Las autoridades monetarias de Estados Unidos, la Unión Europea, Japón y Australia intervinieron mediante inyecciones masivas de liquidez en subastas, y a través de sus segundas ventanillas penalizadoras. La intervención tenía un doble objetivo: suplir la dilución del mercado interbancario y cortocircuitar las perturbaciones con potenciales efectos sistémicos. El 17 de agosto la Reserva Federal redujo su tipo de descuento del 6,25 por 100 al 5,75 por 100 para inyectar liquidez. Ésas son sólo algunas de las medidas que se tomaron.

El planteamiento de este monográfico consiste en el análisis de la primera crisis financiera y real del Siglo XXI.

En primer lugar, se analiza el origen, procesos y consecuencias de la crisis financiera, pero desde una perspectiva especial. La crisis financiera no sólo ha sido el primer componente de la actual situación sino que probablemente ha sido el desencadenante de esta primera crisis global. Por esta razón el número se inicia con un artículo sobre la misma. Podría recoger el sistema financiero bancario así como el sistema financiero no bancario. Asimismo, debería incluir los derivados de crédito (tóxicos *versus* no tóxicos), aspectos regulatorios y un largo etcétera. Sin embargo, **Máximo Borrell** utiliza una aproximación novedosa en la que mezcla cuestiones éticas y morales con

---

<sup>1</sup> PRINCE, Ch. (2007), Entrevista facilitada en exclusiva al *Financial Times*, 10 de julio de 2007.

el análisis de los nuevos instrumentos financieros para explicar por qué ha resultado tan difícil hacer previsiones sin poder utilizar las experiencias de los análisis coyunturales tradicionales.

Un segundo componente enormemente interesante de la situación actual ha sido el trasvase de la economía financiera a la economía real. En un segundo bloque del monográfico se analiza hasta qué punto ha incidido la crisis financiera en dos mercados de gran importancia para el desarrollo de las economías nacionales de los países desarrollados, y, particularmente, en la economía española: el sector inmobiliario y el del automóvil. Gonzalo Bernardos y el equipo compuesto por Ricardo Aláez, Javier Bilbao, Vicente Camino y Juan Carlos Longás explican cada uno de ellos.

El declive era previsible con las técnicas tradicionales del estudio de los ciclos, pero se ha reforzado por la crisis financiera. El inmobiliario ha sido un sector clave en esta crisis en cuanto figura como mercado de activos en el origen de la misma y como componente de contagio a la economía real en el desarrollo. **Gonzalo Bernardos**, especialista en el sector, realiza un brillante análisis en el que destacan afirmaciones sorprendentes para el lector no familiarizado con el sector.

Por su parte, el sector del automóvil tiene un enorme peso en la economía española lo que le hace especialmente relevante, tanto por sí mismo como por las implicaciones que tiene en el resto de la economía real. El artículo de **Ricardo Aláez, Javier Bilbao, Vicente Camino y Juan Carlos Longás** cumple ampliamente dicho objetivo porque no sólo detalla la incidencia de la crisis en el sector sino que, además, superpone otras incertidumbres propias de su evolución.

Los últimos meses han servido a economistas y filólogos para determinar las definiciones de conceptos tales como recesión y crisis que hasta ese momento tenían un contenido en el lenguaje popular. Si el origen de la crisis y los canales de contagio a la economía productiva han sido objeto de debate, las medidas que se debían adoptar no han sido menos, puesto que la incidencia de las medidas en la resolución de la crisis ha sido otro elemento destacadísimo de la situación actual; y practicar una distinción entre las medidas directamente relacionadas con la crisis financiera y con las de la economía real no siempre ha sido fácil. **Francesc Granell** analiza las respuestas nacionales e internacionales que se han adoptado, así como el impacto de las mismas en la restauración de la confianza y de la credibilidad del sistema financiero, elementos clave para la recuperación.

Además de estos dos elementos el comercio es una pieza enormemente importante. En ese ámbito la dicotomía libre comercio y proteccionismo se ha colocado encima del tapete de las estrategias comerciales como una de las piedras angulares que podrían ayudar a salir de la recesión. **Montserrat Millet y Patricia García-Durán** estudian qué medidas de protección han sido adoptadas por los principales actores del comercio internacional y cuáles serían necesarias para frenar o limitar el fenómeno del proteccionismo.

Una crisis de semejante envergadura tiene innumerables consecuencias. Una de las más preocupantes es la sociológica, y es que el desarrollo de la crisis parece que, probablemente, tendrá efectos importantes en el mercado de trabajo. El artículo de **Oriol Homs** y **Carlos Obeso** analiza las estrategias que adoptan los actores en dicho mercado y las tendencias que de ellas se derivan.

Finalmente, la gravedad, profundidad y amplitud de la crisis ha provocado que se alzarán voces en contra del sistema económico capitalista. Este monográfico concluye con un artículo que gira alrededor de la pregunta sobre el diseño de un nuevo capitalismo. Es decir, qué incidencia tendrán la disminución del consumo, el factor de despalancamiento, la enorme deuda y las voces de regulación bancaria en el «nuevo» modelo económico global. O dicho de otra forma, ¿hace falta un nuevo modelo económico? **Josep M. Sayeras** aprovecha esta pregunta para repasar históricamente las distintas acepciones que ha tenido el concepto de capitalismo, y analizar la necesidad de un marco distinto para el futuro.

### Referencias bibliográficas

- [1] BEDDOES, Z. M. (1999): «Time for Redesign?», *The Economist*, 28 de enero de 1999.
- [2] CAMDESSUS, M. (1995): *Prospects and Challenges in our Globalized World Economy*, International Monetary Fund. Notas: Remarks at the Wharton School of the University of Pennsylvania, Philadelphia, 4 de abril de 1995.
- [3] EICHENGREEN, B. (2002): *Financial Crises and What to Do About Them*, Nueva York, Oxford University Press.
- [4] EICHENGREEN, B. (1996): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press.
- [5] GALBRAITH, J. K. (1997): *The Great Crash 1929*, Nueva York, Mariner Books.
- [6] GYOHTEN, T. (1999): *Recent Financial Crises & Their Aftermath*, IIMA Newsletter (7), Institute for International Monetary Affairs.
- [7] KENEN, P. (2002): «The International Financial Architecture: Old Issues and New Initiatives», *International Finance*, 5: 1, 23-45.
- [8] KENEN, P. y SWOBODA, A. (2000): *Overview. Reforming the International Monetary and Financial System*, 2000, International Monetary Fund.
- [9] KRUGMAN, P. (2001): *Crises: The Next Generation?*, Tel Aviv University. Notas: Razin Conference.
- [10] Mc KINNON, R. (1993): «The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective», *Journal of Economic Literature*, volumen XXXI (marzo, 1993), 1-44.
- [11] SEBASTIÁN, L. DE (2003): *Razones para la esperanza en un futuro imperfecto*, Barcelona, Icaria Editorial S.A., Intermón Oxfam.
- [12] SOROS, G. (1999): *La crisis del capitalismo global*, Madrid, Editorial Debate.
- [13] TEMIN, P. (2002): Review of Gerardo della Paolera and Alan M. Taylor *Straining at the Anchor: The Argentine Currency Board and the Search for Macroeconomic Stability, 1880-1935*, Economic History Services.

