

## CÁTEDRA GLOBALIZACIÓN Y DEMOCRACIA

El actual proceso de globalización supera largamente los procesos de mundialización e internacionalización instalados desde hace tiempo en la historia de la humanidad.

Se caracteriza por una contracción sin precedentes del tiempo y el espacio, producto de una revolución tecnológica, en particular de las tecnologías de la información y comunicaciones que cambian las relaciones de producción y de poder, las bases de la sociedad industrial, y dan lugar a una sociedad-red global de interdependencia creciente y desequilibrada.

Todas las sociedades contemporáneas viven de manera e intensidad diversas en este marco que produce cambios enormes en la vida de las personas: los cambios que antes se producían en varias generaciones, hoy se producen en el curso de una vida.

Se trata de un proceso ambivalente que puede conllevar grandes posibilidades de desarrollo o ahondar las desigualdades existentes.

Las democracias contemporáneas, aquellas que conjugan la protección de la libertad individual y tienden hacia sociedades más justas, ven afectado el funcionamiento de sus instituciones clásicas debido a estos nuevos desarrollos que permiten que la voz de los ciudadanos pueda alzarse en cualquier momento y desde cualquier lugar a través de la profusión de los medios de comunicación interactivos.

La Cátedra Globalización y Democracia se propone hacer una contribución significativa a la reflexión sobre las transformaciones sociales, económicas, culturales y políticas que conlleva el actual proceso de globalización y los desafíos que plantean para el funcionamiento democrático de las sociedades latinoamericanas. Lo hará desde una perspectiva interdisciplinaria, poniendo el acento en relevar las complejidades de este proceso y evitando visiones simplificadoras y unilaterales.

La cátedra estará centrada en la invitación de cuatro o cinco personalidades relevantes a nivel mundial cada año, quienes darán una conferencia pública relacionada con el tema de la cátedra y, eventualmente, un seminario de alto nivel para una discusión académica sobre las temáticas abordadas por la personalidad invitada.



# La resolución de la crisis es una tarea global

**Narcís Serra**



**CÁTEDRA  
GLOBALIZACIÓN  
Y DEMOCRACIA**  
UNIVERSIDAD DIEGO PORTALES

**Conferencia realizada en la  
Cátedra Globalización y Democracia**  
Universidad Diego Portales / 23 de abril de 2009





# La resolución de la crisis es una tarea global

Conferencia de Narcís Serra



EDICIONES  
UNIVERSIDAD DIEGO PORTALES

LA RESOLUCIÓN DE LA CRISIS ES UNA TAREA GLOBAL

© Ediciones Universidad Diego Portales, 2009

Universidad Diego Portales  
Dirección de Extensión y Publicaciones  
Av. Manuel Rodríguez Sur 415  
Teléfono: (56 2) 676 2000  
Santiago – Chile  
[www.udp.cl](http://www.udp.cl) (Ediciones UDP)

Edición: Andrés Braithwaite  
Diseño: Felicidad

Impreso en Chile por Salesianos Impresores S. A.

## Cátedra Globalización y Democracia

### COMITÉ CONSULTIVO INTERNACIONAL

**Alain Rouquié.** Cientista político. Presidente de La Maison de l'Amérique Latine, Francia.

**Fernando Calderón.** Doctor en sociología. Encargado del Informe de Desarrollo Humano en Argentina.

**Fernando Henrique Cardoso.** Ex presidente de Brasil.

**Harley Shaiken.** Director del Centro de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Berkeley.

**Héctor Aguilar Camín.** Escritor, ensayista y director de la revista *Nexos* de México.

**Manuel Castells.** Profesor emérito de la Universidad de Berkeley. Profesor de la Universidad de Southern California y de la Universitat Oberta de Catalunya.

**Marina Subirats.** Catedrática emérita del Departamento de Sociología de la Universidad Autónoma de Barcelona. Fue directora del Instituto de la Mujer del Ministerio de Asuntos Sociales entre 1993 y 1996.

### COMITÉ CONSULTIVO NACIONAL

**Agustín Squella.** Consejero de la Universidad Diego Portales.

**Alejandro Foxley.** Economista. Fue ministro de Hacienda entre 1990 y 1994, senador entre 1998 y 2006, y ministro de Relaciones Exteriores entre 2006 y 2009.

**Álvaro Saieh.** Ingeniero comercial por la Universidad de Chile y PhD en economía por la Universidad de Chicago. Empresario, presidente de CorpGroup S. A. y Copesa.

**Carlos Peña.** Rector de la Universidad Diego Portales.

**Cristóbal Marín.** Vicerrector académico de la Universidad Diego Portales.

**Ernesto Ottone.** Director de la Cátedra Globalización y Democracia de la Universidad Diego Portales.

**Oswaldo Puccio.** Doctor en filosofía por la Universidad de Humboldt. Fue ministro secretario general del Gobierno entre 2005 y 2006, y embajador de Chile en España entre 2006 y 2008.

**Rossana Castiglioni.** Directora de la Escuela de Ciencia Política de la Universidad Diego Portales.

**Martín Hopenhayn.** Master en filosofía por la Universidad de París VIII. Director de la División de Desarrollo Social de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL.



## ÍNDICE

Inauguración de la Cátedra Globalización y Democracia por parte del rector de la Universidad Diego Portales, Carlos Peña .....	9
Presentación de Narcís Serra por parte de Ernesto Ottone, director de la Cátedra Globalización y Democracia .....	13
“La resolución de la crisis es una tarea global”, conferencia de Narcís Serra .....	15
Preguntas y respuestas .....	61



...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

...the ...

## Inauguración de la Cátedra Globalización y Democracia por parte del rector de la Universidad Diego Portales, Carlos Peña

Profesor Ernesto Ottone, director de la Cátedra Globalización y Democracia; señor Narcís Serra, conferencista invitado a la misma; estimados decanos, decanas, profesores, profesoras; estimados alumnos y alumnas:

Una de las características más propias de la Universidad Diego Portales, desde sus mismos inicios, la constituye el hecho de que se trata de una institución académica de índole privada que, sin embargo, posee una muy intensa y definida orientación pública. Este rasgo –consistente en que la índole de su financiamiento no se opone al carácter público de sus preocupaciones– ha inspirado buena parte del trabajo que la universidad ha realizado en los últimos años y cuyas huellas es posible encontrar en múltiples ámbitos de la vida del país: desde la justicia penal a la reforma educativa, por nombrar dos de las más notorias. Todas esas actividades –que han dejado una huella perdurable en el espacio de las instituciones y de la cultura– prueban cuál es el propósito y la vocación que animan a la Universidad Diego Portales: participar, asegurando la más plena independencia crítica de todos sus miembros, en las preocupaciones, las preguntas, los debates y los temas que habitan la esfera pública.

Un cierto estado de alerta frente a lo que ocurre en la comunidad donde la universidad se desenvuelve es indisoluble del trabajo académico e intelectual. Una universidad ensismismada en las disciplinas de las que se ocupa y cuyos miembros están interesados sólo en dialogar entre sí, y que, por lo mismo, se encuentran carentes de sensibilidad hacia la esfera pública, es una universidad que no está a la altura de los ideales que, desde antiguo, ella está llamada a servir; y en cualquier caso, cabría agregar, no es ése el tipo de institución a la que la Universidad Diego Portales desea asemejarse.

Siendo así –es decir, concibiendo nosotros a la universidad casi a la sombra de la esfera pública–, no debe extrañar que hayamos decidido emprender un conjunto de iniciativas tendientes a alimentar la reflexión pública. Primero fue la instalación del Instituto de Políticas Públicas Expansiva UDP, que se encuentra ya funcionando en la ple-

nitudo de sus capacidades; lo siguió el Centro de Políticas Educativas Comparadas, que posee ya un lugar de prestigio en el debate nacional; continuamos con ese propósito al crear el Centro de Energía Sustentable; y, en fin, persistimos en ese objetivo al impulsar, en el Instituto de Humanidades de la UDP, un programa dedicado a la reflexión filosófica que, como ustedes saben, es la reflexión pública por antonomasia.

Ahora bien, la Cátedra Globalización y Democracia, que en este momento inauguramos, y que estará a cargo del profesor Ernesto Ottone, forma parte de ese esfuerzo continuado que acabo de relatar: el de proveer a nuestra universidad de programas cuyo propósito sea, ante todo, el de reflexionar, con la más absoluta pluralidad e independencia crítica, acerca de algunos de los fenómenos que configuran y plantean preguntas a nuestra época.

Uno de esos fenómenos es el de la globalización y sus relaciones con la democracia.

Permítanme que me detenga brevemente en el sentido de este problema.

La globalización es, hasta cierto punto, un proceso contradictorio y paradójico, al extremo de que, para referirse a él, Anthony Giddens ha empleado la expresión “un mundo desbocado”. Para advertir que Giddens no exagera, basta revisar dos o tres datos.

Como nunca antes en la historia humana, los pueblos de la tierra habían dependido tanto unos de otros, hasta el extremo de que imaginar el propio destino sin referencia al destino de todos los demás parece simplemente imposible. En otras palabras, nunca se había extendido tanto lo que pudiéramos llamar la solidaridad objetiva entre los seres humanos; pero al mismo tiempo que esa solidaridad objetiva se expande por el mundo, se expanden también los defectos en la distribución del bienestar humano y las diferencias entre los pueblos ricos y los pueblos pobres de la tierra. Como nunca antes en la historia humana, habíamos asistido a un despliegue tan intenso de las comunicaciones, que ha virtualmente suprimido el tiempo y la distancia, proveyéndonos de la ilusión de la universalidad. Pero, junto con ese fenómeno,

y al mismo tiempo, nunca como hoy los pueblos habían sentido de manera tan intensa la necesidad de reivindicar los particularismos de su identidad y de su cultura. Nunca el mercado se había extendido por casi todos los intersticios del planeta; pero nunca tampoco habíamos advertido cuán frágil podía ser el equilibrio y el bienestar que provee y que, hasta apenas ayer, algunos pensaban que era ilimitado. En fin, como nunca antes en la historia, la democracia había gozado de tanto prestigio en la cultura política de los pueblos; pero, al mismo tiempo, nunca antes el autogobierno colectivo al que la democracia aspira se había visto tan amenazado por el poder fáctico de las grandes corporaciones económicas y por la ilusión casi cósmica del mercado.

En una palabra: hablar de globalización en la hora presente es hablar de un proceso contradictorio que requiere ser gobernado. Entregado a su pura facticidad, a las leyes de su desenvolvimiento espontáneo, ese proceso de globalización terminará acentuando los desequilibrios y las inequidades entre los pueblos de la tierra. Por eso, y para quienes confían en las virtudes morales de la democracia, uno de los principales desafíos de la hora presente es el de dar los pasos que sean necesarios para gobernar la globalización y someter esos procesos, bajo tantos respetos espléndidos, a la voluntad democrática de todos.



## Presentación de Narcís Serra por parte de Ernesto Ottone, director de la Cátedra Globalización y Democracia

Señor rector, estimados amigos y amigas:

S Narcís Serra, con quien inauguramos nuestra cátedra, tiene algo de hombre del Renacimiento por la diversidad de sus intereses y contribuciones. Hombre clave en la reciente historia política de España, desde muy joven se inició en la lucha política contra el franquismo, cuando esa lucha no estaba exenta de riesgos.

Una vez instaurada la democracia en España, fue consejero de política territorial en la Generalitat de Catalunya; elegido alcalde de Barcelona, desempeñó dicho cargo entre 1979 y 1982, iniciando cambios muy importantes en esa ciudad. Posteriormente, y durante nueve años, en el complejo período de una transición inconclusa, fue ministro de Defensa de España, diputado por Barcelona en cinco legislaturas y vicepresidente del gobierno presidido por Felipe González durante cuatro años.

Hombre de estudio, doctor en economía y *research fellow* en la London School of Economics, preside actualmente el Centro de Investigación y Documentación de Barcelona (CIDOB) y el Instituto de Barcelona de Estudios Internacionales (IBEI).

Ha publicado diversos libros; su título más reciente es *La transición militar. Reflexiones en torno a la reforma democrática de las fuerzas armadas* (2008) y ese mismo año, en colaboración con Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía, publicó el libro *The Washington Consensus Reconsidered. Towards a New Global Governance*. El primero se convertirá, sin duda, en un clásico de ese tema tan importante para los latinoamericanos. El segundo es de una gran actualidad y se relaciona directamente con la conferencia de hoy.

Narcís ha estado volcado siempre a los problemas internacionales; ha cumplido múltiples misiones públicas y en el mundo privado en América Latina; como gestor empresarial se desempeña hoy en los directorios de Telefónica en Brasil y en Chile, y en España preside La Caixa de Barcelona.

Como si todo esto no bastara para mantener ocupada a una persona, es presidente del Museo Internacional de Arte de Cataluña, que, final-

mente, por la satisfacción que le produce mostrar sus impresionantes avances, me parece que es lo más le gusta hacer.

Para nosotros, la Universidad Diego Portales, es un orgullo que Narcís inaugure nuestra cátedra.

# La resolución de la crisis es una tarea global

## Conferencia de Narcís Serra

(Transcripción editada de la grabación de la ponencia)

### Sumario

Introducción .....	17
1. El origen de la crisis .....	17
Factores macroeconómicos .....	19
Fallos en la gestión del riesgo .....	30
El papel de las agencias de calificación .....	31
Fallos de gobierno corporativo .....	31
Fallos de regulación, supervisión y gestión de crisis .....	32
2. Alcance global .....	35
Tareas pendientes .....	47
3. La necesidad de una solución multilateral .....	51
Basilea II .....	54
Bretton Woods III .....	55
i. Cambios a la estructura interna .....	55
ii. Ampliación de recursos .....	56
iii. Emisión de derechos especiales de giro .....	56
Conclusión .....	57





## Introducción

Mi propósito no es dar una conferencia económica, aun cuando haré muchas referencias a la economía, sino preparar el terreno para las reflexiones políticas con las cuales concluiré. Y puesto que estamos en una cátedra de globalización, he intentado poner énfasis tanto en la dimensión global de la crisis que estamos viviendo como en la necesidad de que la solución sea global. Voy a dividir la exposición en tres partes. Primero, vamos a analizar la crisis que vivimos. Segundo, reflexionaremos sobre esa dimensión global, y por último entregaré algunas reflexiones políticas, adelantando desde ya que no creo que haya otra solución que la multilateral. Vamos por la primera parte.

### 1. El origen de la crisis

Aquí me gustaría enfatizar una sola idea. Tenemos una crisis muy profunda –que no quiero comparar con la del 29–, pero que es global. El mundo está sufriendo, sin duda, la crisis más profunda que ha vivido desde 1929. Ello no se debe a una sola causa. Por lo menos debemos referirnos a cinco causas:

- Factores macroeconómicos.
- Fallos en la gestión del riesgo.
- El papel de las agencias de calificación.
- Fallos de gobierno corporativo.
- Fallos de regulación, supervisión y gestión de crisis.

Cuando aquí digo *factores macroeconómicos* en primer lugar, estoy siendo benevolente. Ha habido *errores macroeconómicos*, como veremos luego, una excesiva creación de liquidez y sobre todo una situación en la cual coexisten países con déficit comercial enorme y otros con superávit comercial enorme, que obviamente no podía mantenerse para siempre en el tiempo.

En lo referente a los *fallos en la gestión del riesgo*, aquí la responsabilidad se encuentra en los sistemas financieros de muchísimos países, siendo el mayor, evidentemente, Estados Unidos. También debemos considerar a Inglaterra, en el sentido de que la City de Londres fue un

foco importantísimo del sistema financiero y de los mercados financieros internacionales.

Han fallado, además, *las agencias de calificación* y las agencias de rating. Si no hubieran fallado, gran parte del proceso sería mucho más suave, porque la creación de activos tóxicos, como hablaremos luego, habría sido muy inferior.

Han existido también *fallos del gobierno corporativo*. Hay que reflexionar sobre el funcionamiento de todas nuestras empresas. Ha habido fallos de gobierno corporativo no sólo en lo referente al sistema de incentivos, de bonos variables ligados a cantidades, salarios excesivos, remuneraciones que no pueden ser atribuidas a ningún trabajo humano porque no existen trabajos humanos que tengan un precio de cincuenta millones de dólares anuales. Todo esto ha sido fatal para desencadenar la crisis, porque esos ejecutivos han ido a cumplir objetivos de cantidades y no de calidad de gestión o de mantenimiento de rigor frente al riesgo.

Luego de los fallos de gobierno corporativo existen los *fallos de regulación, de supervisión, de gestión de la crisis*. Los reguladores, sean internacionales, del Fondo Monetario Internacional, o sean nacionales, como la Reserva Federal, el regulador inglés, los europeos y otros, no han sabido detectar la crisis. No han sabido tutelar la generación de derivados y de activos que fatalmente tenían que llevar a esta situación y, sobre todo, han mantenido un enfoque de la supervisión que es oportuno cuando todo va bien, pero el enfoque de pensar que se tiene que vigilar a alguna entidad que puede ir mal o que puede quebrar ha fracasado, ya que lo que ha ido mal es todo el sistema, para lo cual los reguladores no estaban preparados.

Ningún regulador ha tomado precauciones frente a lo que podríamos llamar el riesgo sistémico, sino que han empezado a correr cuando han fallado algunas entidades concretas, pero, incluso al principio, en el momento de la caída de Bear Stearns, el regulador creyó que con los mecanismos para resolver las crisis de alguna entidad bancaria podía resolverse el asunto.

La suma de todo eso nos ha llevado a la crisis. Vamos a verlo con más detalle.

### ***Factores macroeconómicos***

He dicho que la primera línea de responsabilidad se encuentra en los factores macroeconómicos y allí encontramos una *excesiva creación de liquidez, innovación financiera*, sobre todo *de derivados sin regulación suficiente* –recordemos al respecto la frase de Greenspan que hoy aparece tremenda cuando señala que “la creación de derivados era el resultado de la creatividad financiera y de la vitalidad del sistema financiero norteamericano”–, la *reducción del ahorro* y un *fuerte aumento del crédito*.

Todo el sistema económico en el mundo occidental o en muchos países –y allí cito a Estados Unidos, pero también cito al mío, España, o Inglaterra– lo vivimos con un *exceso de demanda sin ahorro*, porque prácticamente todo el producto iba al consumo, iba al gasto, y viviendo de esa manera del ahorro de otros, situación muy propensa a las burbujas, siendo éstas, a su vez, muy propensas a hacer crisis.

El otro tema es el de los grandes desequilibrios globales –a lo cual doy mucha importancia– sobre todo el déficit comercial permanente de Estados Unidos y también de España o de Inglaterra, y el superávit permanente de China, Japón, etc., con una relación de apoyo mutuo que se ha revelado como viciosa.

En este momento en China están atrapados con un volumen de reservas inmenso en dólares, que no pueden transformar en otra divisa, ya que caería el dólar y las reservas que quedan perderían su precio.

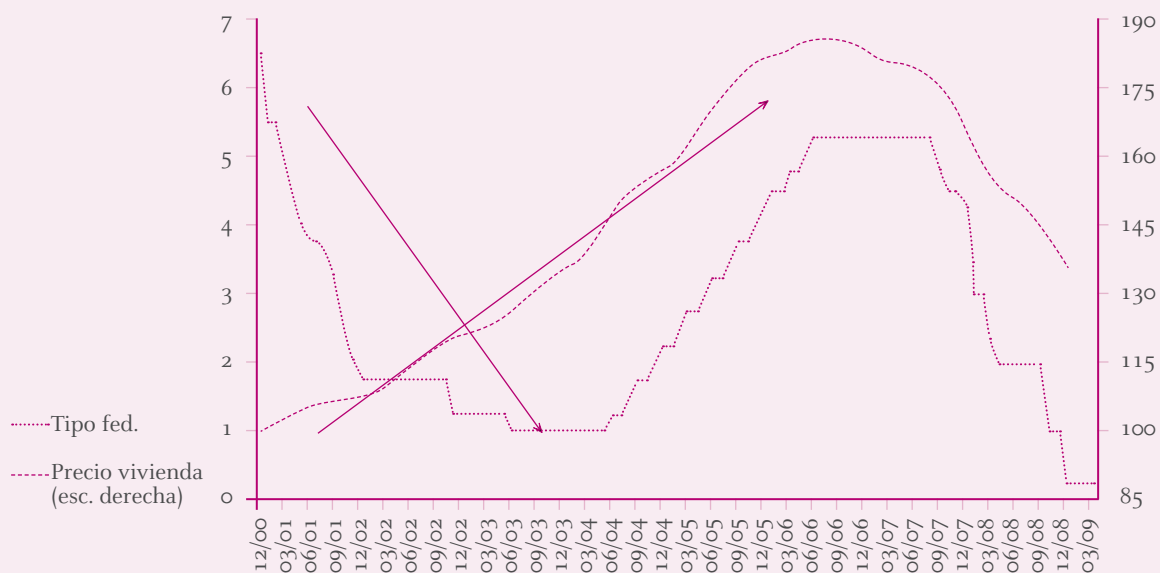
Con esa relación de trampa recíproca Estados Unidos tenía que aceptar que la moneda china fuera bajísima y que eso permitiera a China tener un volumen de exportaciones enorme y poder aumentar reservas y usarlas comprando deuda norteamericana, permitiendo así compensar la falta de ahorro en Estados Unidos. Estas cosas llevadas a este extremo no pueden sostenerse indefinidamente: explotan en algún momento.

Por último está la *falta de transparencia y la valoración inadecuada del riesgo*. Yo estoy absolutamente a favor de que se creen productos fi-

nancieros nuevos que perfeccionen el mercado, pero hemos de ser tajantes: cualquier innovación financiera que no incremente la transparencia no debe ser aceptada. O dicho de una manera más moderada, cualquier innovación financiera que reduzca la transparencia debe ser vetada.

**Figura 1. Política monetaria y precio de la vivienda.**

Tipo de interés en porcentaje e índice de precios de viviendas 100 = dic 00



Fuente: Reserva Federal y Standar & Poor's

Les he dicho que lo primero era el aumento de liquidez. En la figura 1 tienen ustedes el descenso del tipo de interés en Estados Unidos. En el 2001 es explicable, fue una reacción del gobierno nor-

teamericano a un tema que no tiene nada que ver con la economía, el ataque a las Torres Gemelas. En ese momento temieron un pánico en la economía e inyectaron liquidez y redujeron el tipo de interés para evitar una reducción en la actividad económica.

Cuando bajó el tipo de interés, subió el precio de las viviendas y de todos los activos físicos, debido a que había mucha liquidez.

El dinero estaba barato y cuando el dinero está más barato es más fácil comprar viviendas, comprar inmuebles, etc.

Cuando vieron que se producía inflación, la Reserva Federal fue subiendo los tipos de interés, hasta el año 2006, y esta subida moderó el crecimiento de los activos inmobiliarios, y luego, a partir de agosto de 2007 –mes donde se dieron los dos golpes de la crisis–, a la burbuja inmobiliaria creada por los bajos tipos de interés y el exceso de liquidez se añadió una nueva conducta viciosa por parte del sistema crediticio norteamericano, las hipotecas *subprime*.

Las *subprime* eran hipotecas otorgadas a personas que, como sabía la entidad que las otorgaba, eran insolventes –en el argot norteamericano los llamaron *ninjas*, que quería decir “non income, non job, non assets”. Nadie previó que el otorgamiento de esas hipotecas nos llevaría al desastre.

También son hipotecas de ese estilo aquellas en las cuales durante los tres primeros años no se hace más que pagar un tipo de interés simbólico, ya que quienes toman la hipoteca creen que pueden seguir pagando, pero luego de tres años, cuando viene otro tipo de interés y tienen que recuperar lo que no han pagado en los tres primeros, se hunden y el propietario muchas veces tiene que entregar la casa –porque en Estados Unidos se produce algo que en Chile no se produce, ni en España tampoco, y es que el sujeto que ha pedido la hipoteca no es el titular de la hipoteca, la hipoteca se liga al edificio–.

Quien ha pedido una hipoteca responde de ella, con el edificio aquel, o con otro, pero siempre responderá de la deuda que como persona ha contraído.

Aquí tenemos ya un primer punto de algunos hábitos del mercado crediticio norteamericano, que se han demostrado perniciosos. Las hi-

potecas tienen que ser para las personas que las piden, no para edificios que no son sujetos, porque así se crea, además, otra conducta inadecuada, la de *originar y distribuir*, la cual se da cuando las entidades que dan crédito rompen la relación de la entidad que dio el crédito y evaluó el riesgo con la persona que lo ha obtenido, por medio de paquetizar muchos créditos y pasarlos a otras entidades, olvidándose de aquel crédito.

**Figura 2. Concesión de hipotecas subprime en EE.UU.**  
 Volumen en miles de millones de USD y peso en %



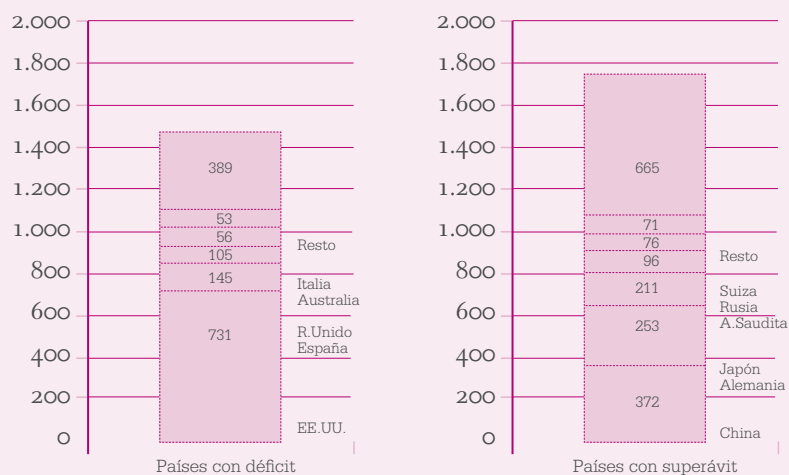
Fuente: Joint Center for Housing Studies (JCHS)

La figura 2 muestra que se daban normalmente unos 200 mil millones de dólares de hipotecas *subprime*, pero con la burbuja en los años 2004, 2005 y 2006 se dieron más de 600 mil millones. Tenemos enton-

ces, en total, 2 billones de dólares que están allí y que son el origen de la toxicidad enorme de todo el sistema financiero norteamericano, pues dos billones es mucho dinero.

**Figura 3. Balanza por cuenta corriente (2007)**

Miles de millones de dólares



Fuente: FMI

Otro desequilibrio que he mencionado –y que aumentó la dimensión de la crisis– es el déficit. En la primera columna de la figura 3 aparece el déficit norteamericano del 2007.

El del 2008 es casi idéntico; sólo aumenta el déficit de Inglaterra. El déficit norteamericano en 2007 era de 731 mil millones de dólares; España tiene el honor de ser el segundo país del mundo con mayor



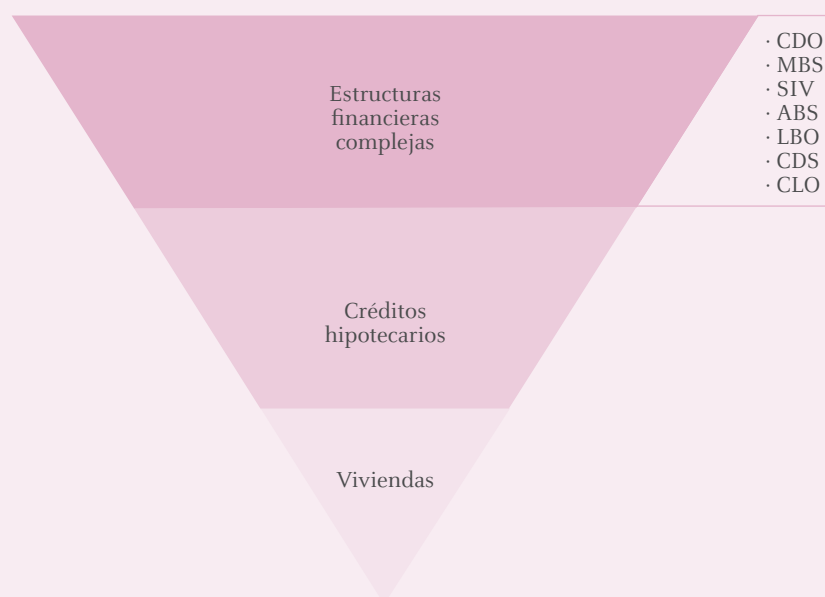
déficit comercial, y el tercero es Inglaterra. Esos tres países suman casi un billón de dólares de déficit anual.

La otra columna muestra los países que tienen superávit, China, Alemania, Japón, y los productores de petróleo, como es obvio y normal. Pero este cuadro, que no revestiría mayor gravedad si representara sólo un año, se ha prolongado muchos años, lo que ha creado una situación que terminó por explotar por la facilidad que tuvo Estados Unidos para financiar su exceso de gasto.

Por otro lado, el ahorro de Estados Unidos los años 2006 y el 2007 ha sido negativo, es decir, el consumo de la sociedad de Estados Unidos es superior al PIB. Ello, por la creencia de que China lo financia todo. Un país que consume más de lo que produce genera burbujas por definición.

Las autoridades españolas también deberían haber actuado antes, porque el déficit español en relación a nuestro PIB es superior al de Estados Unidos: es el 10% del PIB. Las autoridades españolas deberían haber actuado antes enfriando la economía, enfriando el exceso de gasto en viviendas y en el mundo inmobiliario para evitar la situación en que ahora se encuentra el país.

Figura 4.



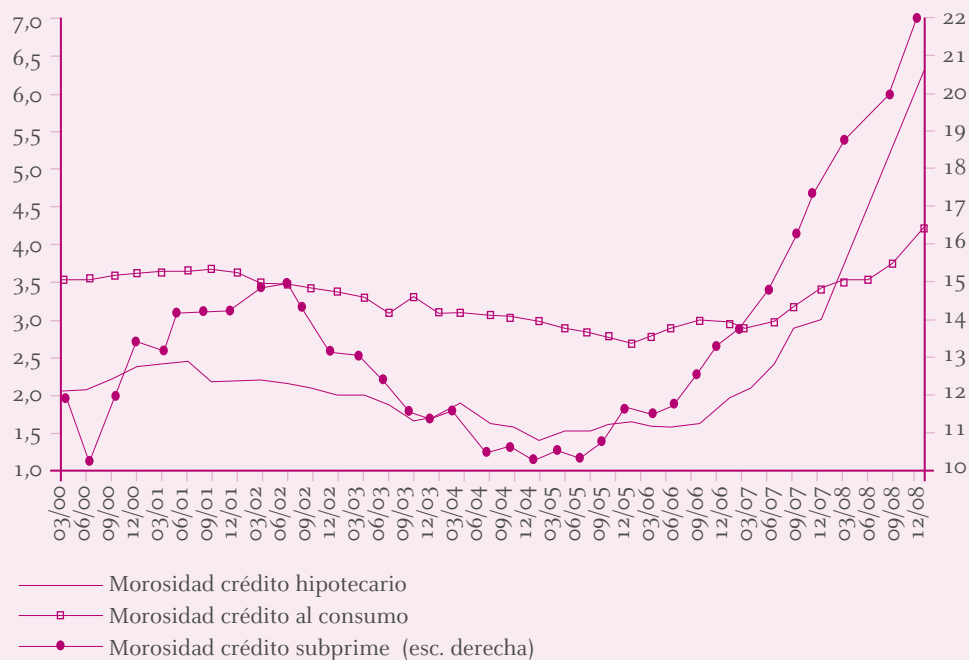
La figura 4 intenta mostrarnos lo anterior de manera sencilla. Ello puede corresponder a Estados Unidos, Inglaterra, Irlanda o España. Tenemos que el sistema financiero, sobre un valor de las viviendas o de los activos inmobiliarios del momento, entrega unos créditos hipotecarios. En el caso norteamericano, y si nos atenemos a los *subprimes*, el sector de créditos hipotecarios ya es mayor que el de vivienda, pero sobre esos créditos se genera una cantidad de derivados que son muy superiores en volumen a los activos físicos que son el colateral, o la base inicial, de toda esa pirámide invertida. MBS es Mortgage Base Security, CDS es Credit Default Swaps, CDO es Collateral Debt Obligation. Luego incluso se crearon los CDO<sup>2</sup> e incluso los CDO<sup>3</sup>.

¿Qué eran todos esos derivados, estas estructuras financieras complejas? Eran paquetes de hipotecas que había dado un determinado banco, los cuales los paquetizaba, los titulizaba o securitizaba, es decir, emitía unos bonos, los colocaba en el mercado, cobraba ese dinero y podía volver a dar créditos.

El problema no está en la titularización. En España, por ejemplo, se practica de manera más virtuosa que en Estados Unidos, ya que el Banco de España no autoriza a ninguna entidad crediticia española a titularizar el 100% de un paquete de créditos. Siempre se tiene que quedar al menos el 20% en su balance para responsabilizarse de aquellos créditos que dio y de los cuales debió investigar el factor de riesgo. Si el banco dio créditos sin mirar el riesgo, que tenga por lo menos un 20% en su balance, para castigar el descuido en estudiar el factor de riesgo.

Como vemos, estamos delante de un paquete enorme de estructuras financieras complejas, que rompen la relación de la entidad inicial que dio un crédito y el riesgo que calculó, o la toma de riesgo de esa entidad que autorizó el préstamo. El riesgo en los créditos dados inicialmente por los bancos se encuentra ahora en todo el sistema financiero en paquetes de todos esos distintos documentos. Los CDS (Credit Default Swaps) no son más que una forma de seguros sobre los documentos anteriores, y esa estructura es la que, al ir creciendo a un volumen mayor que el inicial, ha preparado la situación para la crisis que estamos viviendo. Todo esto se ha hecho, además –tal como lo denuncia Krugman en sus últimos artículos– porque el sistema financiero norteamericano ha más que doblado su peso en el PIB en unos cuarenta años. Krugman afirma que no hay ninguna necesidad de que el sistema financiero se lleve el 8% del producto bruto, ya que podría cumplir perfectamente la función de financiar con la mitad de ese peso.

**Figura 5. Tasa de morosidad en Estados Unidos**  
En porcentaje

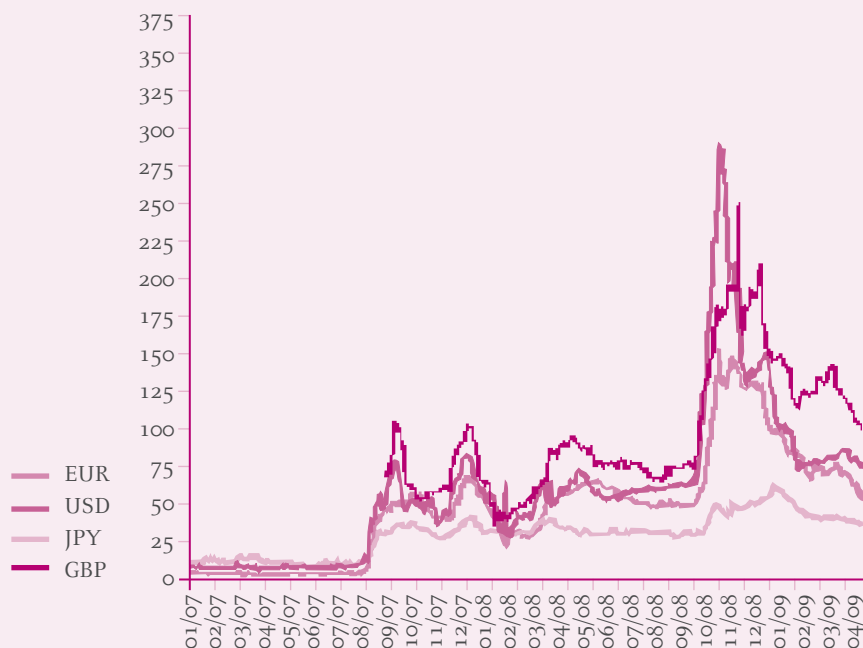


Fuente: Reserva Federal

Como hemos visto, cuando sube el tipo de interés de la Reserva Federal, poco a poco es más caro tener créditos, es más caro comprar viviendas, y a partir de ese punto –finales de 2006 y cuando explotan Freddie Mac y Fannie Mae– los precios inmobiliarios caen, y no sólo esto: la morosidad se dispara (figura 5). Evidentemente, no hay sistema que resista que un paquete grande de los créditos entregados tenga una morosidad del 22%.

No hay creación de beneficios que pueda tapar esa situación, razón por la cual la banca norteamericana paquetizaba para librarse del riesgo. Toda esta situación lleva a que el riesgo se dispare y que los primeros en desconfiar de los demás sean los propios bancos, desconfiando de sus pares. El público aún no tenía conciencia de la crisis o de que el costo del préstamo interbancario se había disparado en agosto de 2007. Sólo la tuvo cuando se produjo la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

**Figura 6. Prima de riesgo interbancaria**  
Diferencial LIBOR-OIS a 3 meses en puntos básicos

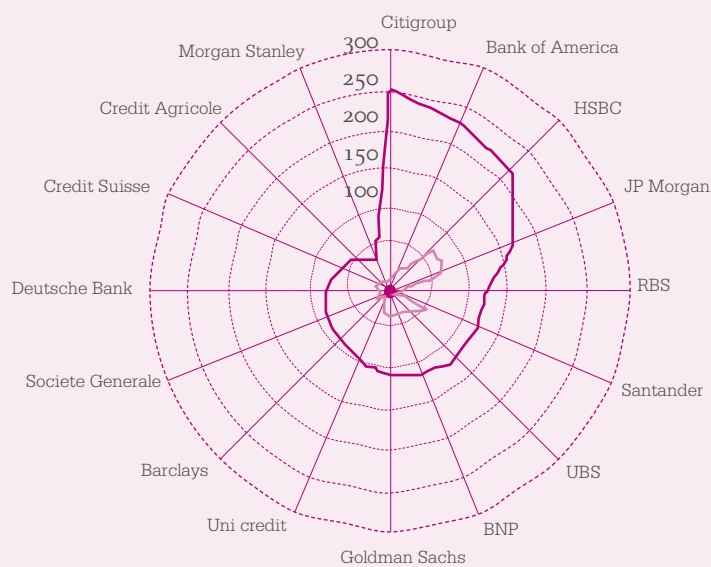


Fuente: Reuters

Posterior a eso, las cosas han ido mejorando, pero aún estamos mal. Piensen ustedes que antes de la crisis de 2007 el *spread* del interbancario sobre los tipos normales era de 10 puntos básicos (0,1). En octubre de 2008 llegó a 350 puntos básicos, y ahora en Estados Unidos estará en 100 puntos básicos, es decir, diez veces más que cuando empezó la crisis. Además, los bancos han perdido sustancialmente su valor (figura 6).

En la línea más oscura (figura 7) podemos ver lo que valía cada uno de los bancos señalados en 2007. Ese año, el Citigroup valía en bolsa 250 mil millones de dólares, y en este momento vale 10 ó 15 mil. Hay otros un poco mejor: el HSBC sólo ha caído al 30% de su valor; pero otros han caído prácticamente a cero, como el Royal Bank of Scotland.

**Figura 7. Valor en bolsa de los principales bancos**  
Miles de millones de dólares



Fuente: Reuters

### *Fallos en la gestión del riesgo*

El siguiente factor que examinaremos es el relacionado con los *fallos en la gestión del riesgo* que aparece en la siguiente tabla.

Fallos en la gestión del riesgo
Desconocimiento de la interacción entre crédito y liquidez
Stress-testing basado en hipótesis suaves y erróneas
Falta de transparencia de mercados y entidades
Modelo de originar y distribuir
Infravaloración del riesgo por entidades y supervisores

En primer lugar, no hubo suficiente conocimiento de la interacción entre crédito y liquidez; los bancos no fueron conscientes de eso que se llama reflexividad, lo cual no sólo se aplica en política, sino también en la economía. El precio de los activos físicos, el precio de un inmueble, depende de la situación, de la capacidad de compra en un momento determinado, pero también depende de la voluntad de dar crédito del sistema bancario. Si éste tiene voluntad de dar crédito debido a que tiene mucha liquidez, automáticamente facilita la compra, y sube el precio. Por eso, el valor de los activos físicos no es independiente de la conducta de la banca, y la banca no tuvo conciencia de su actividad como un motor de la subida anual de los activos físicos, creando la burbuja.

En segundo lugar, los *stress-testings* o los informes que se deben hacer al regulador –Banco Central Español o Europeo– estaban todos pensados en situaciones de estrés absolutamente ridículas, donde por ejemplo los precios de la bolsa o de los activos físicos caían y esto era aceptado.

En lo referente a *falta de transparencia en mercados y entidades*, podemos decir que cuando se paquetizaban hipotecas, no se aclaraba

qué proporción había de *ninjas* o de *subprimes*, y las agencias de rating dieron su aprobación sin que hubiera transparencia respecto a lo que había allí dentro.

El *modelo de originar y distribuir* es otro fallo. Por *originate and distribute* se entiende que la banca da el crédito pero luego se lo puede sacar de encima. Si la banca da el crédito y luego se lo puede sacar de encima, no tiene ningún interés en vigilar el riesgo del crédito que ha dado, porque luego se lo pasará a un *hedge fund*, o a una entidad de seguros –como AIG– que tiene que gastar sus reservas en algo y se olvida o deja de vigilar el riesgo al dar el crédito. Éste es un factor importantísimo de todo lo que ha pasado. La *infravaloración del riesgo por entidades y supervisores* se deriva de lo anterior, así que sólo lo dejaré enunciado.

### ***El papel de las agencias de calificación***

El papel de las agencias de calificación ha fallado en la metodología, pero, sobre todo, ha presentado conflictos de intereses con los emisores de títulos. Quien paga a la agencia de rating es quien paquetiza y, por lo tanto, la agencia de rating tiene tendencia –porque quiere cobrar– a ponerle el triple A al cliente que le paga. Este procedimiento debe ser revisado seriamente. En mi opinión, quien tendría que pagar a las agencias de rating debería ser el sector público o el cliente, quien necesita saber fehacientemente cuánto vale un determinado activo financiero. Si quien paga es quien lo emite, la información de rating puede estar viciada. Existen pocas agencias de rating en el mundo; imaginen que sólo había cuatro, y el Citigroup era un cliente enorme. Entonces, el interés de las cuatro agencias de rating de mantener buena relación con el Citigroup era importantísimo, porque constituía una parte muy sustancial de su facturación anual, incluso al dividirla entre ellas cuatro.

### ***Fallos de gobierno corporativo***

Básicamente, hubo dos. El primero tuvo que ver con un desconocimiento de los productos y exposición. Existen ejemplos de bancos que parecen importantísimos, de primera línea, y cuyos consejos de admi-



nistración no entendían los derivados, ni que era un CDO<sup>2</sup>, ni cómo se había estructurado un vehículo fuera de su balance. Entonces, los órganos de gobierno no sabían lo que estaban gobernando, y esto ocurrió no para un banco de provincia de un país emergente, sino para bancos muy grandes de países desarrollados.

El segundo fallo se relaciona con el sistema de remuneraciones. Los bonos iban por la cantidad de créditos que se otorgaban, y si yo cobro por la cantidad de créditos que otorgo, miro poco el riesgo, porque lo que me interesa es la cantidad. Ese sistema de remuneraciones decidido por los propios ejecutivos ha sido un factor importantísimo, hasta el punto de que el G20 lo ha estudiado de manera destacada en su reunión de Londres.

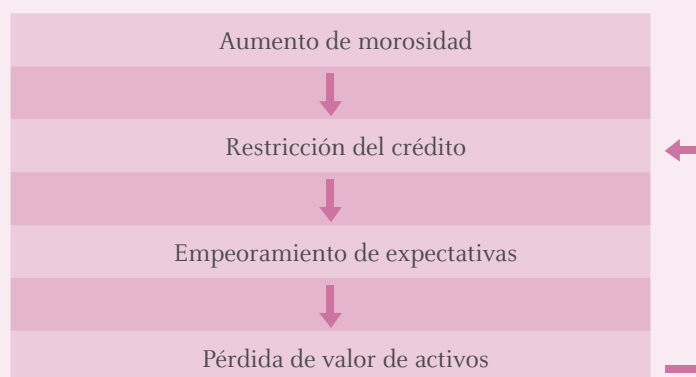
### ***Fallos de regulación, supervisión y gestión de crisis***

Sobre los *fallos de regulación y supervisión*, no me extenderé, ya que sólo quiero poner de relieve la falta de atención a los riesgos sistémicos. Todos creían que había que tener mecanismos por si caía el Northern Rock, o hasta el Bear Stearns, pero nadie pensó –porque era inconcebible– que cayera todo el sistema. Y, paradójicamente, lo que estábamos construyendo con estos desequilibrios macroeconómicos, con estas burbujas financieras y con esa falta de transparencia era precisamente la caída del sistema, no de unos cuantos bancos concretos. La prueba es que no queda ningún banco de inversión en Estados Unidos. Cuando todo se cae, es que aquel sistema no funcionaba.

¿Por qué todo esto ha caído? Pues porque se ha reducido el valor de las viviendas, por la crisis, y los valores de la bolsa. Si esos valores se han reducido, la desproporción aumenta. Pero además había prácticas viciosas, como las *subprimes*, el *originate and distribute*, lo que resquebraja el edificio siguiente, que son los créditos. El resultado de todo eso es que los activos superiores como los CDS o CDO no eran más que activos tóxicos. Ésta es la crisis que tenemos en este momento. Las burbujas que se crearon por los aumentos viciosos de precios aumentaron la morosidad, los bancos han restringido el crédito, y esto reduce

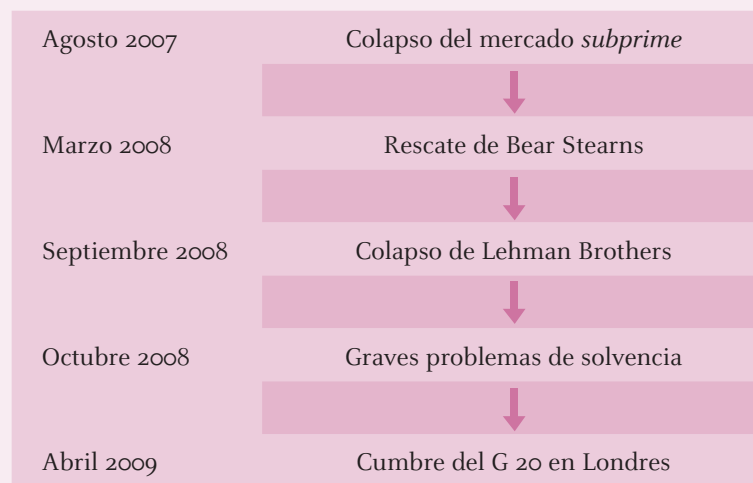
no sólo las expectativas sino el nivel de actividad económica real. Al reducirse esto, se pierde el valor de los activos, y con esto los bancos vuelven a restringir el crédito para equilibrar sus ratios de solvencia. De esta manera tenemos un círculo vicioso que –a gran velocidad– ha creado la crisis en la que estamos.

#### Círculo vicioso de la crisis



La cronología de la crisis comienza con el colapso del mercado *subprime* en agosto de 2007; posteriormente viene el rescate de Bear Stearns en marzo de 2008. Luego, el punto culminante de la crisis fue la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008 –piensen ustedes que durante cinco días fue posible que todo el sistema financiero norteamericano cayese–. Después vinieron los grandes problemas de solvencia creados por la crisis, donde queda claro que todos los bancos tienen un capital irrisorio respecto a la nueva situación y, finalmente, habría que considerar todos los planes fallidos de ayuda como el Paulson o el de Gordon Brown, hasta llegar a la cumbre del G20.

### Fases de la crisis financiera



## 2. Alcance global

Figura 8. Previsiones de crecimiento del FMI

Tasa de variación en porcentaje

	2007	2008	2009			2010		
			nov/08	ene/09	mar/09	nov/08	ene/08	mar/09
Mundo	5,2	3,2	2,2	0,5	-1,0/-0,5	3,8	3,0	1,5/2,5
Economías avanzadas	2,7	0,8	-0,3	-2,0	-3,5/-3,0	1,6	1,1	0,0/0,5
EE.UU.	2,0	1,1	-0,7	-1,6	-2,6	1,5	1,6	0,2
Área del euro	2,6	0,9	-0,5	-2,0	-3,2	0,9	0,2	0,1
Japón	2,4	-0,7	-0,2	-2,6	-5,8	1,1	0,6	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo	8,3	6,1	5,1	3,3	1,5/2,5	6,2	5,0	3,5/4,5

Fuente: FMI

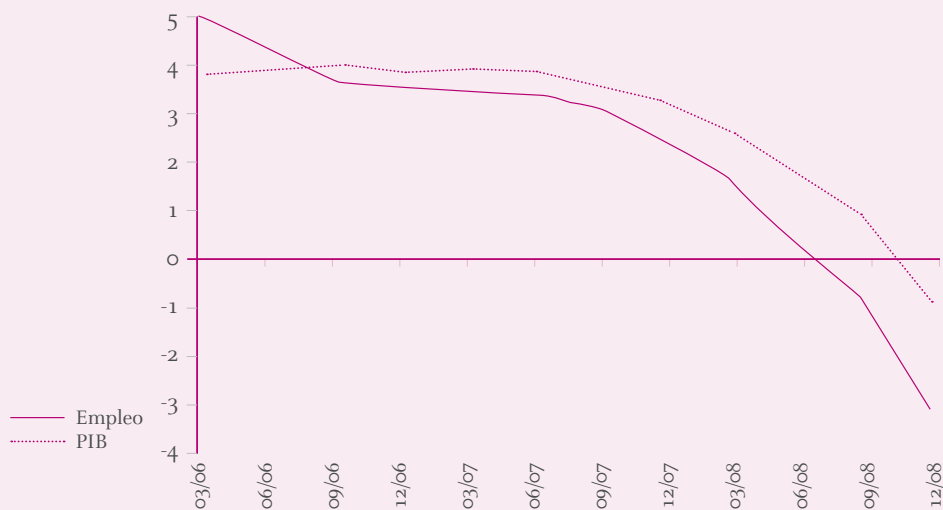
Como vemos en la figura 8, la economía mundial ha entrado en recesión. Para noviembre de 2008, se pensaba que la economía mundial aumentaría en un 2,2%. Luego, en enero de 2009, se proyectó un 0,5%. En este momento, la proyección es que el PIB caiga entre un 1 y un

0,5%. Esto pasa en todos los países por igual. Además, las exportaciones de todos los países han caído en picada.

En la figura 9, vemos el caso de España, el cual es uno muy común. El PIB crecía alrededor del 4% hasta el 2007, y ahora, en el último trimestre de 2008, estamos en -1%. Es decir, en sólo un año el PIB cayó vertiginosamente.

En la figura 10, vemos que el consumo privado en España cayó, en el cuarto trimestre de 2008, en 0,7%. Esto es desconocido en la historia española de los últimos cincuenta años. Las exportaciones cayeron al 7,9% y, por suerte, las importaciones cayeron al 13%, lo que redujo el déficit comercial.

**Figura 9. PIB y empleo en España**  
Tasa de crecimiento interanual



Fuente: INE

Figura 10. Evolución del PIB en España en 2008

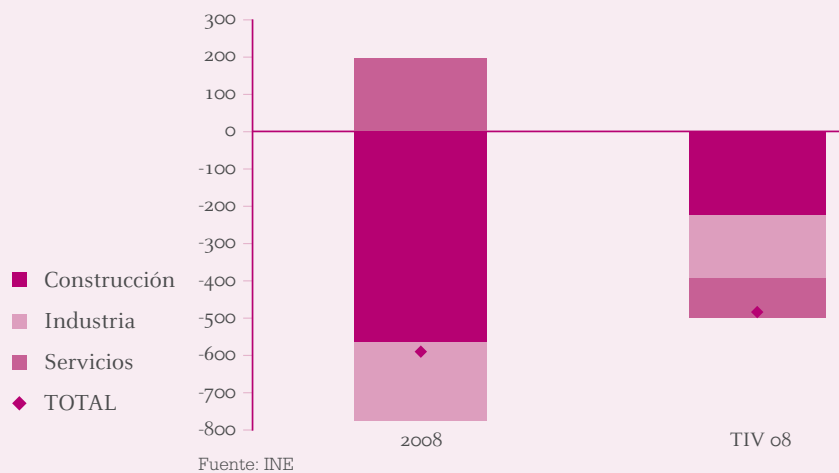
Tasa de variación interanual en %	2008			
	1T 08	2T 08	3T 08	4T 08
PIB	2,7	1,8	0,9	-0,7
Consumo privado	2,0	0,8	-0,1	-0,7
Consumo público	3,7	5,0	6,1	-2,2
Formación bruta de capital fijo	2,4	-0,8	-4,1	6,3
<i>Bienes de equipo</i>	5,2	1,8	-1,3	-9,3
<i>Construcción</i>	0,2	-3,1	-7,3	-10,9
Residencial	-1,7	-7,6	-14,8	-19,6
No residencial	2,2	1,8	0,9	-1,4
<i>Otros productos</i>	0,9	3,2	2,5	3,7
Variación de existencias*	0,1	0,1	0,0	0,0
Exportaciones	1,8	4,4	1,5	-7,9
<i>Exportaciones de bienes</i>	4,9	5,3	3,4	-10,0
<i>Exportaciones de servicios</i>	4,6	2,6	-2,4	-3,5
Importaciones	3,6	1,8	-2,0	-13,2
<i>Importaciones de bienes</i>	4,1	2,0	-2,1	-14,4
<i>Importaciones de servicios</i>	1,7	0,9	-0,5	-8,7
Demanda interna*	2,6	1,2	-0,2	-3,0
Demanda externa*	0,1	0,6	1,1	2,3

\*Aportación al crecimiento interanual del PIB

Fuentes: INE

En la figura 11, vemos que durante el año se han perdido empleos en la construcción y la industria, pero en el último trimestre se han sumado todos los sectores.

**Figura 11. Empleo por sectores en España**  
Variación en miles de personas sobre período anterior



Haciendo reflexiones globales, recuerdo una reunión con economistas brasileños y con Enrique Iglesias, en junio de 2008, quienes creían que Brasil quedaría al margen de la crisis, o que no sería muy afectado. Bueno, no fue así, ya que el mundo está globalizado y ya no existen compartimientos estancos. Hay cinco factores de contagio de esta crisis.

Primero, las *caídas de las bolsas*, la *depreciación de las divisas* y el *aumento de spreads* de los endeudamientos de los países de América Latina son los canales para que la crisis llegue también a estos países.

Segundo, y esto para Chile está muy claro: el *menor crecimiento de las exportaciones* es otro canal de transmisión de la crisis global. Tercero, el *shock negativo sobre cuenta corriente y fiscal de exportaciones*. Cuarto, el *descenso de inversión extranjera directa*, lo que es dramático en los países de Centroamérica. Por último, y lo que también afecta a esta área, la *caída de los flujos de remesas de inmigrantes*.

En lo que respecta a la bolsa, la figura 12 nos muestra en la línea más clara la Bolsa de Nueva York y en la línea más oscura el promedio de América Latina. Son prácticamente líneas paralelas, aunque se comporta mejor América Latina. Cabe destacar que para la caída de Lehman Brothers las líneas se comportan de manera idéntica.

**Figura 12. Índices bursátiles en EE.UU. y América Latina**  
Índice 100 = 02/07/07



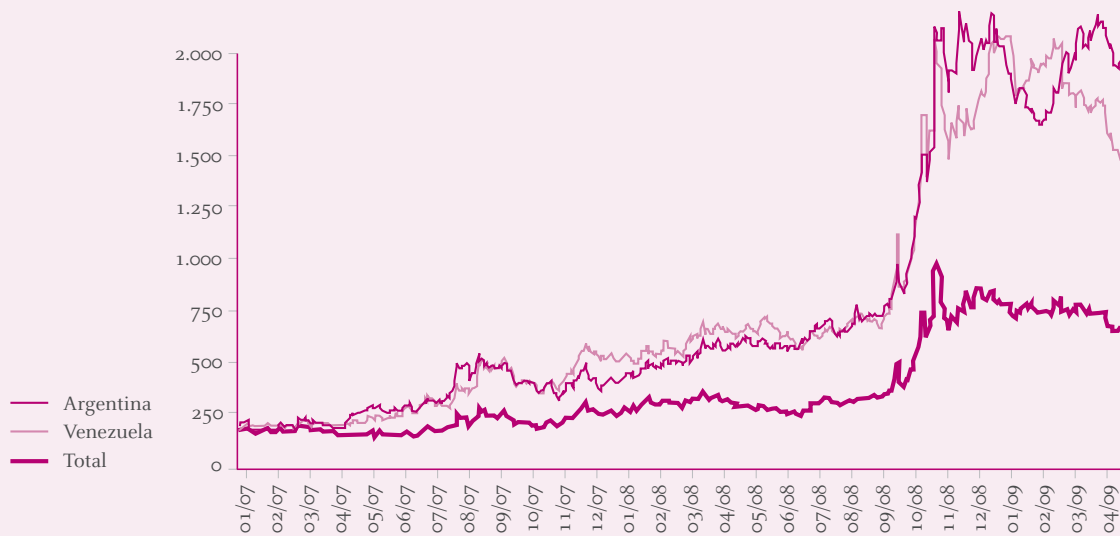
\*Promedio ponderado de los índices generales de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de Reuters y FMI

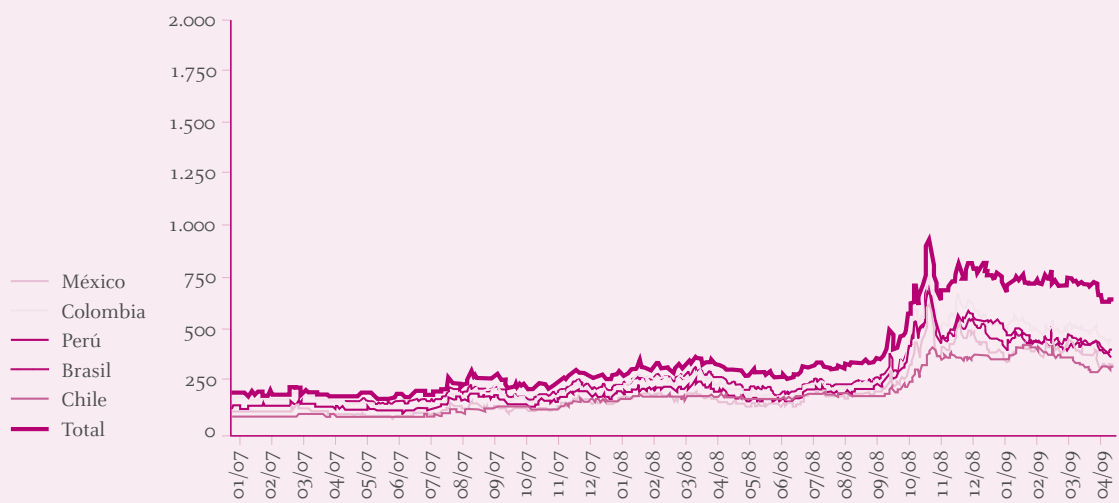


Las primas de riesgo, como vemos en la figura 13, también han subido, pero no para todos los países de igual manera. Vemos que Argentina y Venezuela suben más que el promedio de América Latina, mientras que Chile y Brasil se sitúan por debajo. La influencia del verano de 2008 esta clarísima. De esta manera, tanto a Chile, Brasil o España les cuesta más endeudarse o salir al mercado internacional.

**Figura 13. Diferencial de rentabilidad de bonos soberanos emergentes\***  
En puntos básicos



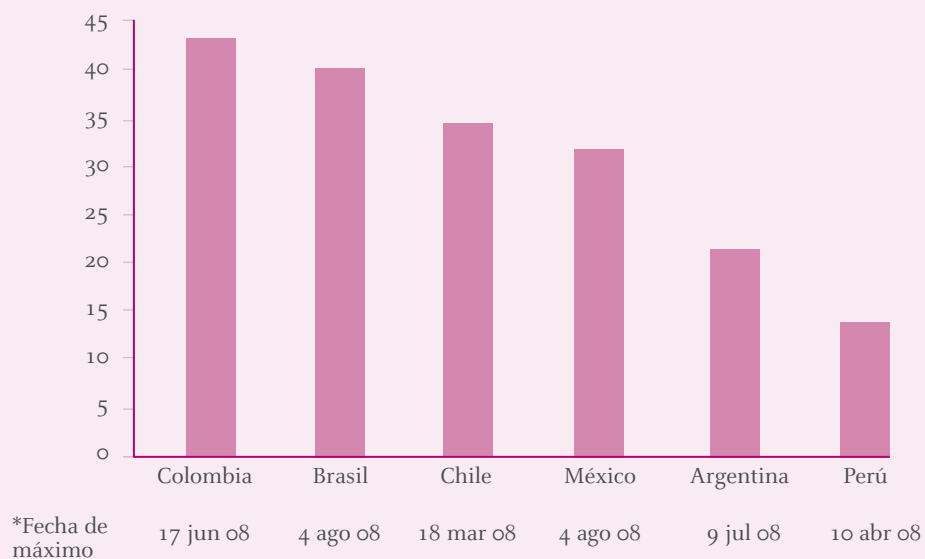
\*Índices EMBI+ para el total y por países, salvo EMBI global para Chile.



Fuente: JP Morgan

En lo que respecta a las monedas, podemos ver en la figura 14 la diferencia de cotización de éstas desde su punto más alto hasta hoy. Colombia ha perdido casi un 45%, Chile ha perdido más de 30%. Así, este canal de transmisión o de globalización de la crisis también ha funcionado.

Figura 14. Depreciación acumulada de divisas latinoamericanas frente al dólar desde máximos en 2008\*  
En porcentaje

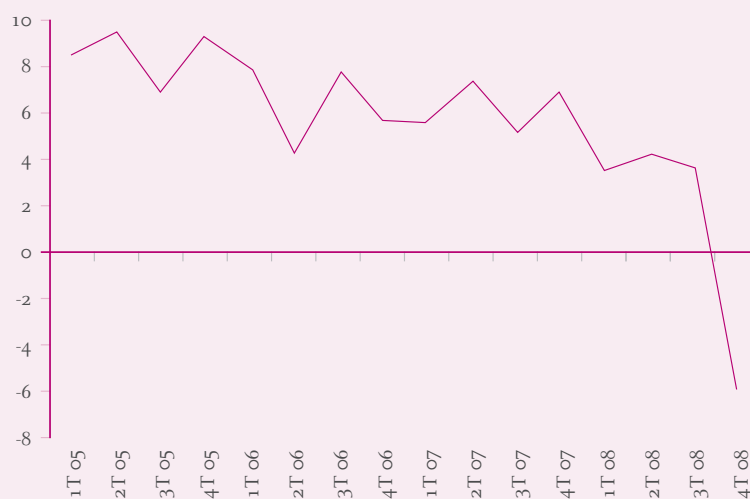


Fuente: Caixa Catalunya a partir de Ecwin

En la figura 15 vemos el índice de exportaciones mundial, el cual cae en picada desde el tercer trimestre del 2008. Por esto yo siempre digo que Lehman Brothers señala la caída en picada de todo.

**Figura 15. Exportaciones de bienes y servicios en América Latina\*.**

Tasa de crecimiento interanual



\*Promedio ponderado de las variaciones en Argentina, Brasil, Chile Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Caixa Catalunya a partir de Cuentas Nacionales

Otro canal de transmisión es el precio de materias primas, el cual ha descendido en picada desde julio de 2008 (figura 16). Éste es un índice complejo de materias primas, pero puede comprenderse que el petróleo prácticamente tiene el mismo comportamiento. Esto es una transmisión directa de la crisis a los países exportadores de materias primas, en todo el mundo.

Figura 16. Índice CRB de precios de materias primas en dólares.  
Índice 100 = 01/01/2002



Fuente: Reuters

La figura 17 es algo compleja, pero explica lo que ha pasado en América Latina. En el eje horizontal dibujamos qué países tienen superávit fiscal o presupuestario, y en el eje vertical ubicamos a los países según tengan o no superávit comercial, es decir, con el extranjero. Vemos, por ejemplo, que México no tiene ni superávit ni déficit presupuestario, y ocurre lo mismo en su balance de cuenta corriente, lo cual es una si-

tuación muy correcta. Lo que ha pasado con la crisis es que Chile sigue teniendo superávit presupuestario, pero ha perdido en el balance de cuenta corriente, aunque básicamente todos los países se han quedado en el cuadrante negativo, es decir, en el cuadrante de déficit presupuestario y déficit comercial, en especial los países de América Central.

Figura 17 (a). América Latina: resultado fiscal y cuenta corriente, 2006-2007  
En porcentajes del PIB

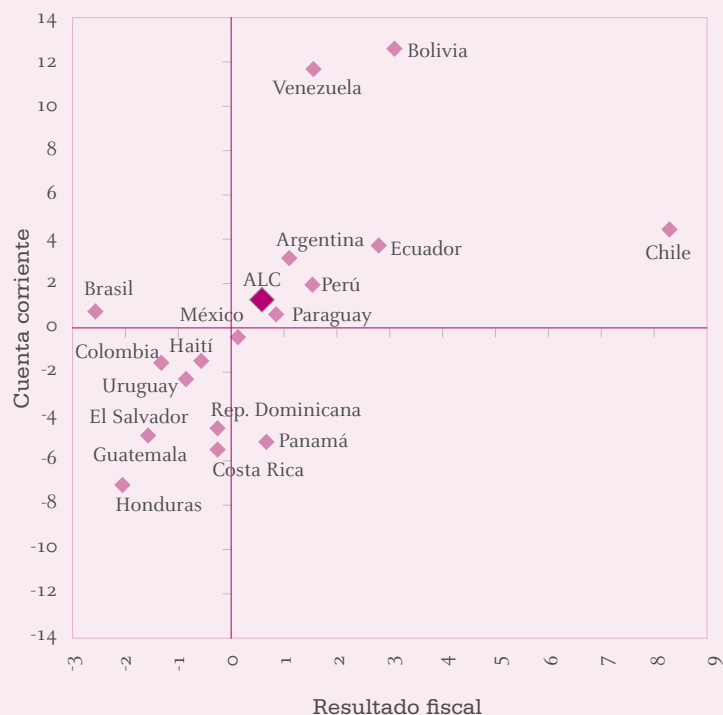
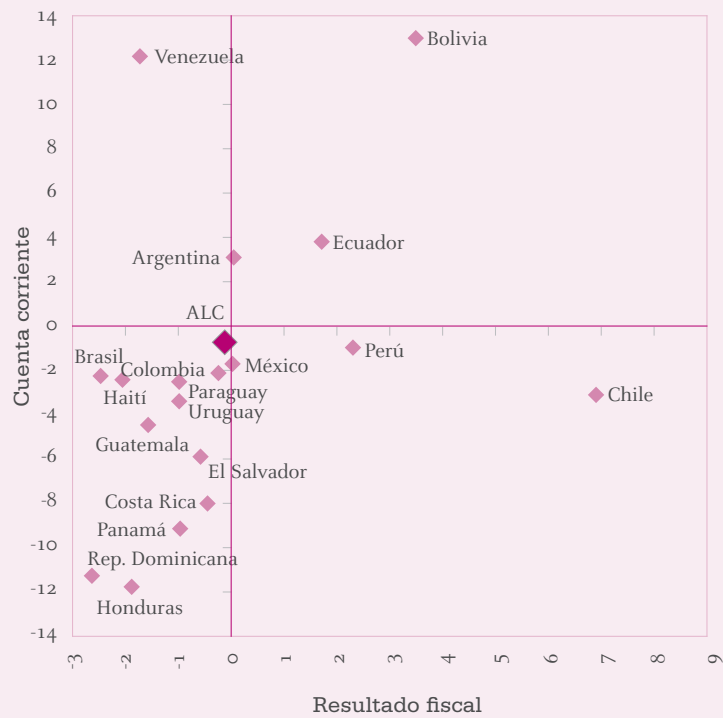


Figura 17 (b). América Latina: resultado fiscal y cuenta corriente, 2008  
 En porcentajes del PIB



Fuente: "América Latina: ¿cuáles son los márgenes de acción frente a la crisis?", presentación de José Machinea, director de la cátedra Raúl Prebisch de la Universidad de Alcalá.

### *Tareas pendientes*

América Latina tuvo, los últimos seis años, resultados espectaculares tras reducir la inflación, el déficit, la deuda pública y la deuda externa, mejorar la apertura al exterior y desarrollar su sistema financiero. En general hizo una macroeconomía muy sana. En 2007 la inflación de la región fue de 5,4% en promedio, y la deuda externa de un 22%, índices que ya los quisiera Inglaterra. En crisis anteriores, y ésta es otra característica de lo que está pasando, los países emergentes se quedaron “colgados de la brocha” y porque el Fondo Monetario Internacional no actuó, acumularon muchas reservas –no sólo Chile, sino también Brasil–. Lo que falta es combatir la pobreza y la indigencia que puede crear esta nueva situación, que no disminuya la acumulación de capital físico y de infraestructura, y la dotación de capital humano y la educación.

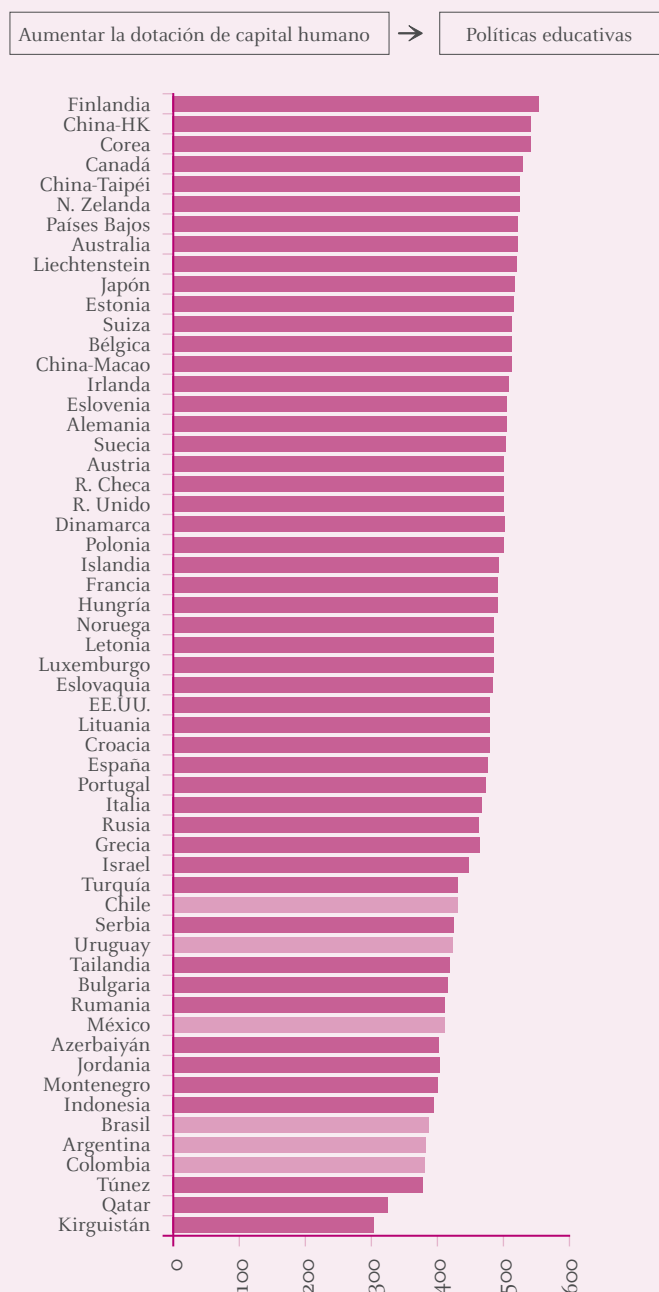
Tabla 3. Indicadores económicos de América Latina y el Caribe

		1992	1997	2002	2007
Inflación	%	164,2	13,1	8,7	5,4
Balanza cuenta corriente	%PIB	-2,6	-3,1	-0,9	0,4
Deuda externa	%PIB	36,8	32,4	42,3	22,8
Servicio deuda externa	%PIB	5,5	6,7	9,3	5,6

La figura 18 muestra el indicador PISA 2008, donde Chile es el primer país de América Latina, pero claramente, en relación a los demás países, podemos ver que queda mucho por hacer en políticas educativas.



Figura 18. Resultados académicos del informe PISA 2006\*  
Puntuación (OCDE = 500)



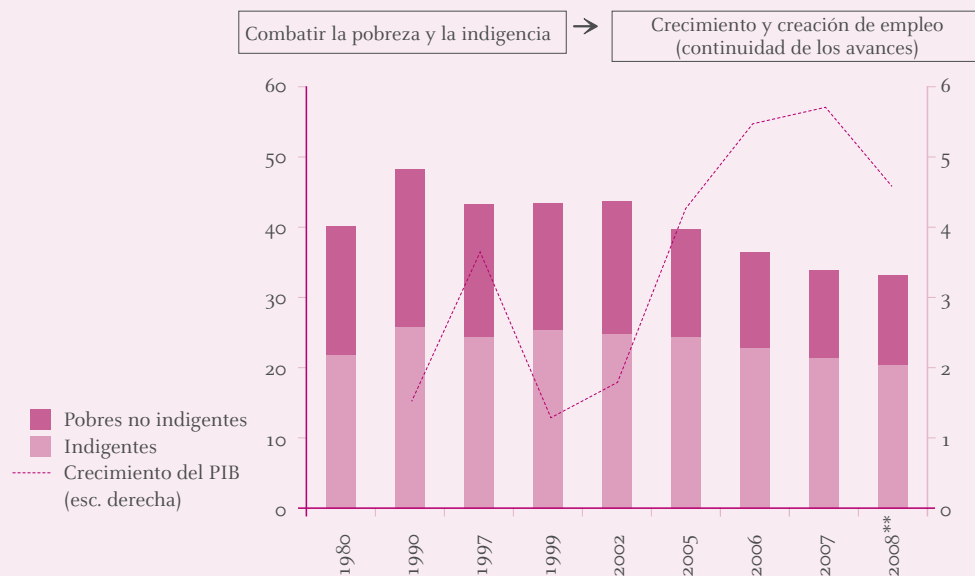
\*Promedio simple de las puntuaciones en ciencias, lectura y matemáticas.

Fuente: OCDE

La figura 19, por otro lado, nos muestra los índices de pobreza y crecimiento económico en América Latina y se distinguen los niveles de pobreza e indigencia con la división del Banco Mundial y de las Naciones Unidas. Si comparamos con el año 1980, los pobres no han disminuido mucho, pero los indigentes sí. Lo que probablemente se produce es un traspaso de población que era indigente a pobre, y de pobre a no marginalizada. Es necesario ver lo que va a pasar con este indicador en el futuro.

**Figura 19. Pobreza y crecimiento económico\* en América Latina**

En porcentaje de personas y tasa de variación media anual



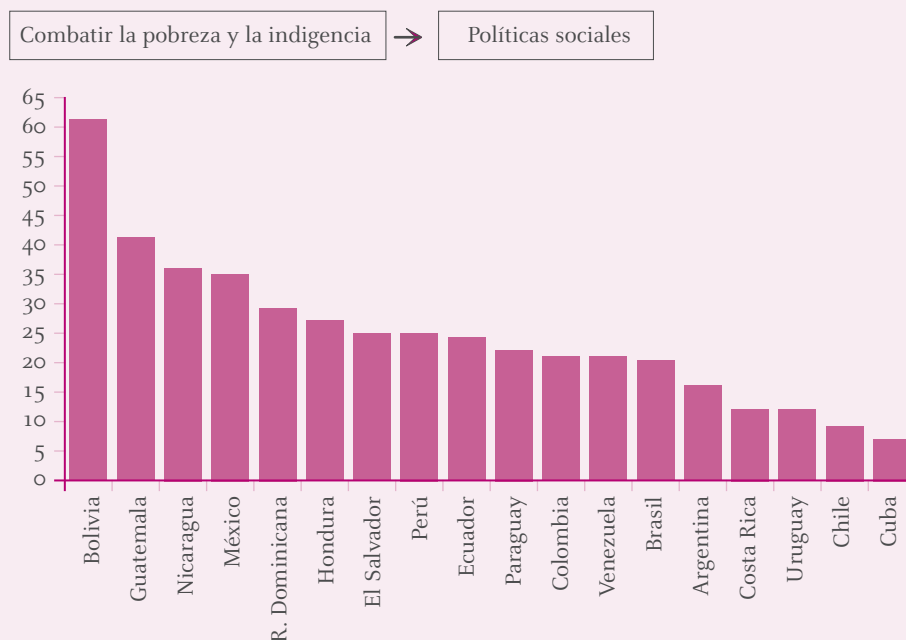
\*Crecimiento medio anual desde el anterior año disponible.

\*\*Estimación de la pobreza por CEPAL.

Fuente: CEPAL, y FMI

Finalmente, la figura 20 muestra el indicador de mortalidad infantil, para que vean que no siempre hemos de hablar de producto interno bruto. El país que tiene mejor indicador es Cuba, seguido de Chile. Si Cuba ha logrado ese nivel tan bajo de mortalidad infantil, a pesar de tener el nivel de renta que tiene, podríamos plantearnos que ese nivel ha de ser posible en los demás países latinoamericanos.

**Figura 20. Tasa de mortalidad en niños menores de 5 años (2006)**  
En tanto por mil



Fuente: Banco Mundial

### 3. La necesidad de una solución multilateral

Cuando se inició la crisis ya teníamos una crisis de gobernanza. La crisis de gobernanza mundial es provocada en parte por la política de la administración Bush, y sin duda provocada por el hecho de que han emergido países del peso de China, India, Brasil o Sudáfrica que no tuvieron un reconocimiento en la estructura, en la arquitectura de gobernanza mundial diseñada luego de la segunda guerra mundial. Yo suelo decir que sí están incluidos en la arquitectura monetario-financiera mundial, la cual se diseñó también en 1945, en el célebre acuerdo de Bretton Woods. Sin embargo, éste fue cambiado radicalmente por Richard Nixon sin convocar a nadie, cuando desligó el dólar del oro y obligó a todo el mundo a que sus divisas tuvieran que cotizarse y pasar a tipos de cambio flexibles o móviles. Esto se conoció como el Bretton Woods II. Lo que necesitamos hoy es un Bretton Woods III y, en este sentido, algunas de las cosas del G20 en Londres son positivas.

¿Por qué necesitamos una nueva gobernanza? Por la pérdida de influencia de Estados Unidos, por el peso de las economías emergentes y por la inadecuación de los organismos internacionales, sobre todo del Fondo Monetario o el Banco Mundial. Por esto, únicamente las soluciones multilaterales serán estables, ya que sólo las soluciones aceptadas por una inmensa mayoría de la comunidad mundial lo serán, y para que sean aceptadas habrán de ser multilaterales.

Un ejemplo con el Fondo Monetario. Las cuotas de los países se decidieron en función de la riqueza en un determinado momento. Cuesta mucho modificarlas, porque para hacerlo se necesita el voto del 60% de los países del Fondo, los cuales representan el 85% de las cuotas. Estados Unidos, al tener el 17%, y dada esta mecánica de voto, tiene el poder de vetar cualquier decisión del Fondo Monetario. Como pueden comprender, aquello es insostenible. Ningún país va a aceptar que sólo uno pueda vetar. De hecho, cuando hay vetos, esto significa la ruptura del concepto de multilateralidad, ya que ésta exige que creemos un organismo que se rija por sus propias votaciones, pero donde ningún país pueda vetar sus decisiones.

### La solución tiene que ser multilateral



El multilateralismo es necesario en dos direcciones. En primer lugar, para establecer un nuevo marco regulatorio del sistema financiero internacional y de cada país, ya que si no hay un nuevo marco regulatorio no habrá funcionamiento. La crisis financiera actual ha encontrado a los países en dos situaciones distintas. Por un lado, podemos poner países como España y, por otro, países como Alemania. España ha tenido un crecimiento muy alto en los últimos años y ese crecimiento lo ha financiado endeudándose con el exterior.

La caja de ahorros que yo presido, de igual manera que todo el sistema, ha estado durante siete u ocho años otorgando más créditos que el dinero que recogíamos en nuestras sucursales y la diferencia se iba en emisiones de cédulas colocadas en Alemania, o en países ahorradores, como lo hacía Estados Unidos, que colocaba cédulas en China.

La crisis nos ha atrapado porque se ha secado el mercado interbancario y es muy difícil refinanciar esa deuda cuando vence, siendo esta deuda para cada entidad de unos 2 ó 3 mil millones de dólares por cada año. Sin embargo, países como Alemania fueron atrapados porque que-

daban muchos menos créditos que el dinero que recogían, ya que había mucho ahorro, y esa diferencia la colocaba comprando bonos, títulos y derivados sobre todo norteamericanos. La banca alemana, entonces, está en crisis porque está llena de activos tóxicos comprados precisamente porque no daba suficientes créditos, mientras que la banca española está mal porque dio créditos sobre todo al sector inmobiliario, el cual ahora está en crisis, pero no por los activos tóxicos.

En cualquier caso, si no se crean las condiciones en que todos pensemos que ya no va a haber más derivados no transparentes, que no va a haber más conductas de dar créditos sin asumir el riesgo, ningún banco confiará en el otro. Sin esta confianza no hay mercado interbancario, y sin mercado interbancario el sistema financiero no financia a la economía real.

La arquitectura de las instituciones financieras internacionales también tiene que cambiar. Como les dije anteriormente, esta arquitectura se creó en el 45. También en este año se crearon las Naciones Unidas, todo ello bajo un impulso muy generoso de Estados Unidos, que corrige el error posterior a la segunda guerra mundial, cuando Woodrow Wilson crea la Liga de Naciones y el Congreso y el Senado norteamericanos no aceptan entrar. Al crearse las Naciones Unidas, Estados Unidos entra y, además, crea una estructura de diferenciación internacional para duplicar ese esfuerzo. Lord Keynes propuso entonces soluciones muy neutrales, muy positivas, como crear una moneda internacional basada en una serie de *commodities* que fueran estables, pero los norteamericanos dijeron “nosotros acabamos de ganar la guerra, así que usted no nos puede poner un sistema neutral; a partir de hoy, el sistema financiero internacional, las transacciones internacionales y la liquidez internacional necesaria se financiará con el déficit norteamericano”.

Ése fue el pacto de Bretton Woods; el déficit norteamericano es la forma de tener liquidez en el resto del mundo. Como pueden comprender, eso ya no es sostenible. No podemos vivir con la liquidez aleatoria que nos preste o no el déficit comercial de un solo país. Por esto es necesario reformar el FMI.

Propongo un Bretton Woods III, ya que considero que el Bretton Woods II lo hizo Richard Nixon solo, sin convocar a nadie, pero también propongo un Basilea II.

### **Basilea II**

¿En qué consiste el Basilea II? En primer lugar, el nuevo sistema tiene que *prohibir el originar y distribuir*. Cuando una entidad de crédito da un crédito, tiene que responsabilizarse del riesgo del crédito otorgado, ya que si no responde por el riesgo ya no es entidad crediticia, sino que es otra cosa distinta. Esto debe quedar muy claro, ya que de otra forma no habrá confianza con los países que no resuelvan este punto. En esto no está Chile ni está España, pero sí Inglaterra, que cayó en eso, y esto porque el peso de la City ha condicionado mucho la conducta, incluso la del regulador inglés, porque el gobierno de ese país le decía al Bank of England “oye, no tomes esas medidas de control porque la City perderá peso”. *Todo el sistema debe estar bajo supervisión*. Lo que ha ocurrido en Estados Unidos, donde los *investment banks* no estaban bajo supervisión, es funesto. La prueba de que es tan funesto es que han desaparecido. La supervisión puede ser distinta en los bancos comerciales y los de inversión o entre las empresas de seguros y los *hedge funds*, o en los intermediarios que no sean bancos. Cada regulación puede ser distinta, pero debe existir. Los *investment banks* han desaparecido porque al querer ser no tutelados, tal como una librería o un productor de camisetas, no tenían conexión ni tampoco posibilidad de recurrir al Banco Central como prestamista de última instancia.

Lo anterior explica la caída de Lehman Brothers. Nunca estuvo claro que Lehman Brothers estuviese quebrado; lo que está claro es que nunca tuvo liquidez para sobrevivir, ya que esta entidad no podía acudir al prestamista de última instancia que es el Banco Central, y evidentemente el Banco Central no hará de prestamista de alguien que no está bajo su tutela o supervisión, sino de alguien de quien conoce sus cuentas, las que le son entregadas trimestralmente.

Otra práctica que debe prohibirse es la de los *vehículos fuera de balance*. Para que la proporción de capital en relación a los recursos

fuera aquella que decían las leyes, se tomaba un paquete de créditos, se creaba un vehículo estructurado fuera de balance y se colgaba en un *hedge fund* o donde fuere. Eso no puede ser. Una entidad crediticia debe tener en el balance la fotografía de todo lo que haga y, si ahora lo pensamos, ¿cómo pudo ser que se haya tolerado, de forma general, todos los defectos que yo les he señalado?

Por último, no sólo hay que hacer políticas de prohibiciones, sino también *hacer políticas anticíclicas generales*. La regulación actual es muy cíclica, por ejemplo, el *mark-to-market*. El *mark-to-market* quiere decir que las cosas que están en los balances valen lo que valen aquel día en el mercado. Entonces, cuando hay auge, lo que está en el balance –por ejemplo, de activos físicos, de activos de bolsa, etc.– sube de precio y esto le trae grandes beneficios al banco y éste se envalentona a dar muchos créditos. Cuando esto pase, hay que tener un sistema para obligar a mayores provisiones y a drenar para otros momentos, como lo que Chile hace con los recursos de sus exportaciones a través de un fondo. En el sistema bancario habría que hacer lo mismo y hay que hacerlo una vez resueltos los dos problemas básicos del sistema financiero: recapitalizar a la banca para que tenga la proporción de recursos propios en relación a los créditos que está dando o que dará, y limpiar los activos tóxicos. Si no hemos resuelto esto, no sirve un nuevo sistema.

### ***Bretton Woods III***

#### I. CAMBIOS A LA ESTRUCTURA INTERNA

En relación a un Bretton Woods III, lo primero que hay que hacer es compensar una tendencia que tienen los países ricos a no querer instituciones mundiales organizadas. Estos países prefieren el G7, prefieren el G20. No quieren que las Naciones Unidas o que el FMI discuta eso. No debe ser un grupo de países los que impongan una situación al mundo, sino que el mundo debe tener una forma de convocarse y trabajar. Por esto, lo primero que hay que vencer es la tendencia a las estructuras informales por parte de los países ricos. Segundo, debe existir una estructura en el Fondo Monetario en que de verdad los países pesen lo mismo. En



este momento tiene más cuota de voto, es decir, pesa más en el FMI Bélgica que Brasil. Esto no parece sostenible. No puede ser que en el FMI los países europeos reunidos en cónclave tengan, desde que se fundó, el derecho de nombrar al director. De la misma manera, y esto último no está escrito pero nadie ha protestado, aceptamos que Estados Unidos nombre al director del Banco Mundial. Siempre lo ha hecho. Por esto hay que hacer cambios que verdaderamente reconozcan una forma de ponderación del voto, ya sea por la riqueza o por el volumen de comercio internacional de cada país, y esta ponderación debe ser sostenible y defendible.

#### II. AMPLIACIÓN DE RECURSOS

Esta solución no funcionará si el FMI no cambia, ya que todo su funcionamiento está condicionado por políticas tipo Consenso de Washington, negando los créditos donde éstas no se apliquen. O el Fondo da créditos pensando en que hay que lubricar el comercio internacional y que hay que apoyar a países que van a pasar por momentos difíciles sin condiciones acerca de cuáles sean sus políticas internas, o el FMI no funcionará como banco de aquellos países que queremos que funcionen.

#### III. EMISIÓN DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO

Esto fue un invento de los 60, que se deriva de las ideas de Keynes en el año 1945, pero hoy no son más que una moneda de cuenta, pero si se potenciaran podrían ser la moneda internacional del futuro, haciendo que su valor, por ejemplo, evolucionase en relación a una cesta que pueden ser el dólar, el euro, el yen y la libra esterlina. Recordemos que cuando baja una de esas monedas, sube la otra, lo que da gran estabilidad. El problema de que el FMI adquiera el papel de banco de todas las naciones está en que Estados Unidos no va a perder con facilidad el privilegio de que su déficit sea el financiador mundial, y lamentablemente el G20 reunido en Londres no dijo nada sobre aquello. Más aun, en estos momentos las nuevas cuotas –las cuales son suavísimas, casi sin modificaciones– no se han aprobado porque sólo se han aprobado por el 83% del Fondo, lo que

equivale a todos los países del Fondo menos Estados Unidos y dos pequeños. Además, el FMI debería regular que se crearan normas para los bancos para cada país o para el sistema crediticio a los movimientos de capital. Cuando hay demasiado auge, como por ejemplo los movimientos de capital a corto plazo, habría que exigir depósitos no por parte de países que se defienden, sino al sistema internacional como un todo.

### Conclusión

Todo lo que les he explicado me lleva a la conclusión de que los economistas han de revisar seriamente –y lo digo como economista– sus paradigmas. En primer lugar, hay que poner a un lado la obsesión de los economistas de predecir. La economía, que es una ciencia social, nunca será buena para predecir. Deberíamos estar satisfechos con que la economía ayude a describir un problema, que ayude a explicarlo y que sirva para comparar las posibles salidas a un problema. Con eso ya tendríamos que estar satisfechos y contentos.

Hay un ejemplo extremo: existen dos economistas que ganaron el Premio Nobel por hacer unos modelos matemáticos de predicción de conductas en mercados financieros ¡Y les dieron el Premio Nobel! Animados por la consecución de tan valioso premio, decidieron que este modelo les tenía que ayudar a convertirse en millonarios, así que esos dos señores crearon un fondo de inversión ayudados por una gran computadora, denominado Long-term Capital Management. Este fondo se publicitaba como garantizado por dos Premios Nobel, y la posibilidad de que éste quebrara era de uno cada cuatro millones de años... ¡Pues bien, antes de dos años ya había quebrado!

Ésta es la situación de toda la economía. Aquella economía que tiene más deseo de hacer fórmulas matemáticas brillantes que de resolver problemas debe terminar, les guste o no, y aun cuando sea la economía que se valora en las revistas y que ningún economista que no pertenezca a ella puede publicar nada ni en el *Economist* ni en el *American Review*. Además, la sociedad se cansará de que los economistas hagan artículos ilegibles y basados en el supuesto de que el mercado siempre llega solo al equilibrio.

Aparte de cambiar esto, hay que volver a John Maynard Keynes, quien nos dijo dos o tres cosas que hoy para mí son sustanciales. Primero, que los mercados no van solos hacia el equilibrio, y puede haber situaciones de paro totalmente sostenidas si no hay intervención del sector público; y, segundo, la defensa de esta intervención en muchos casos. Keynes proponía la política monetaria sólo cuando se estaba en la situación de trampa de liquidez, y ahora estamos cerca de ello. Cuando los bancos centrales tienen un tipo de interés del 0,25 estamos muy cerca de la trampa de liquidez, porque no la puedes bajar más para impulsar la economía.

Además Keynes proponía la intervención del sector público para impulsar el mercado cuando éste por sí solo no va hacia el equilibrio. También introdujo en su análisis un elemento que los matemáticos tienden a ignorar y que es la incertidumbre, y ésta es vital en la situación actual.

El pasado mes, en la *New York Review of Books*, Amartya Sen, otro Premio Nobel, muchísimo más serio que los dos anteriores, dijo que hay que volver a Keynes, porque la incertidumbre es importante, porque el mercado no es independiente de sus instituciones, pero hay que añadir una dimensión que Keynes no tuvo en consideración –hay que reconocerlo–, que es la redistribución de la renta, los impactos de la crisis y la suavización de la crisis desde la perspectiva del *welfare state*.

Amartya Sen tiene razón en eso, y tiene una frase muy bonita en ese artículo refiriéndose a los economistas que he criticado y a los cuales se refiere Krugman como los “fundamentalistas del mercado”, diciendo, de manera menos dura, que ellos no distinguen entre la necesidad del mercado y la insuficiencia del mercado.

El mercado es necesario, pero no es suficiente para regularlo todo, porque, por ejemplo, está poco preparado para regular los bienes públicos.

El bienestar que tenemos está basado en un sistema de salud que el mercado no lo daría en ningún caso; el funcionamiento de Nueva York está basado en un sistema de autobuses, del metro y de transporte público que el mercado no daría en ningún caso. Por lo tanto,

el mercado es necesario pero no es suficiente, en el sentido de que se resuelva siempre los problemas a sí mismo, o que sea suficiente para los problemas que tenemos.

Lo que hemos de hacer es volver *back to basics* y formar un sistema financiero que sirva a la economía. El sistema financiero con todo aquello que les expliqué se ha ido demasiado a la especulación. Uno de los defectos de que no haya regulación no sólo es la falta de transparencia, sino que las entidades financieras, cuando no hay supervisión, tienden al casino, y eso es inexorable. Tienden a la especulación y al juego, tienden a apostar. Un ejemplo de eso es el *short selling*, donde un agente de bolsa le pide a accionistas de una empresa no que le vendan, sino que le presten sus acciones, las cuales después serán devueltas íntegramente en un mes y con un 5% en efectivo. Luego, este agente toma esas acciones, de varios poseedores, las coloca a la venta de golpe, y caen las acciones. Una vez que han caído las vuelve a comprar, devuelve las acciones prestadas, se queda con todo el margen, menos un 5%... ¡Eso es la perversión!

El mercado financiero está hecho para que los ahorrantes entreguen dinero y así se pueda pasar a los inversores, pero no está hecho para que especuladores a la baja, contra las empresas, puedan enriquecerse en dirección opuesta al interés público del sistema en general.

Hay que volver a lo básico. Hay que volver a un sistema financiero cuya finalidad sea financiar la economía real. No ganar dinero en sí mismo ni a través de la especulación. Esto, por un lado, y, por el otro, hay que ver si aprovechamos la crisis para darle un empujón al multilateralismo. Si realmente fuéramos capaces de reformar el FMI pasándolo a ser un organismo más multilateral, habríamos hecho un servicio muy importante a la gobernanza mundial.

Muchas gracias.



## Preguntas y respuestas

### –¿Cómo se soluciona esta crisis?

–Solucionar una crisis es decidir, si se puede, quién la paga. Como vieron en uno de los gráficos, la bolsa vale lo que vale hoy. Los activos inmobiliarios han caído. Esta pérdida ya existe. Una posibilidad es que en un país se puede hacer que esta pérdida sólo resida en el sistema financiero. La consecuencia de esto es que el sistema financiero se hundirá, y un país al cual se le hunde el sistema financiero puede tener un colapso de todo el sistema económico. Otra posibilidad es crear mecanismos para que los promotores inmobiliarios, los propietarios y la banca paguen ese precio, o sostengan esas caídas de precio en una determinada proporción. Otra decisión posible es que sean los promotores, los dueños de activos físicos, la banca y el contribuyente. Entonces, ¿quién pagará el costo del ajuste? Pues, depende en cada país, de la política que éste haga. De momento, es evidente que no lo pagan sólo los países ricos que han originado la crisis. Ya la tenemos en el mundo. Hasta los chinos. Los chinos van a ver no un crecimiento negativo del PIB, pero van a ver su PIB del año pasado dividido por cuatro para este año, lo que es brutal. Todos los países tienen un costo por esta crisis, y a mí me parece esto obvio, de la misma manera que pensar que los países emergentes pueden tener un costo adicional, ya que la reducción de crédito bancario reducirá la inversión y es mucho más probable que se reduzca en mayor medida la inversión de los países ricos en el extranjero que aquella en el interior. Por lo tanto, la inversión extranjera directa en muchísimos países caerá en picada. Para aquellos países en que esto sea un elemento importante de su PIB, tendrán un coste prácticamente sin arreglo. El único arreglo serían créditos del Fondo Monetario con las dotaciones. Aquí tenemos, de todas maneras, un freno, el cual les expliqué antes, los derechos especiales de giro –y toda esa liquidez nueva– se otorgan a cada país según su cuota. Por esto, Estados Unidos, Francia, Alemania, Japón, etc., automáticamente se llevan el 60% de esta liquidez nueva creada por los derechos especiales de giro. Otra cosa sería que renovásemos los estatutos del FMI y las cuotas de estos otros países se pudieran reasignar, pero ello necesita el 85% de

los votos. Por todo lo anterior, quién va a pagar y cómo va a pagar, de momento no lo sabemos. Sabemos que la crisis es global, que los países emergentes pueden pagarla más que los demás. Sabemos que el pago dentro de cada país depende de las políticas internas de distribución. Estoy de acuerdo con Amartya Sen en que a Keynes hay que añadirle la preocupación distributiva y que el paro será el gran indicador del costo de la crisis, como siempre ha sido. Desgraciadamente, el paro es el termómetro de las crisis.

**—¿Qué piensa usted sobre la fortaleza del dólar en el futuro? ¿Va Estados Unidos a declarar el *default* de sus bonos?**

—Hay rumores de que el endeudamiento norteamericano puede llegar a ser insostenible. Calculen ustedes para la renta de España, o de Chile, qué son 700 mil millones de dólares. A este monto llega el Plan Paulson, el cual ahora ya está superado en casi el doble. 700 mil millones de dólares en un año. A esto ustedes tienen que añadir que sólo el Departamento de Defensa, por la guerra de Irak y Afganistán, también cuesta 700 mil millones de dólares al año. Si vamos viendo el endeudamiento que tiene Estados Unidos, es tremendo, y yo no sé cómo irán las relaciones con China. China en la última reunión del G20 ha pedido pasar a moneda Keynes, por decirlo de alguna manera. Lo ha hecho de manera no demasiado contundente, pero ya lo ha hecho. El día en que las reservas de los países que hacen reservas se hagan en una moneda internacional que no es de ningún país, aquel día el dólar estará perdido. Y entonces ya no podrían pagar. Con todo, mi impresión es que ese día aún no está en lo que los ingleses llaman *foreseeable future*.

**—¿Por qué Lehman Brothers no dependía del Banco Central? ¿Qué ventajas le otorgaba esa situación?**

—El culpable de eso, aunque no lo crean, es Clinton: la ley definitiva de separar bancos industriales de bancos comerciales y decir que los industriales no tienen supervisión, por una filosofía que a mí me parece absolutamente ridícula, ya que el sector público sólo tiene que prote-

ger a los depositantes de dinero que están en la banca comercial. A los señores que dan dinero para que éste sea puesto en el mercado se les entendía como capitalistas formados y no había que protegerlos con la supervisión del supervisor central. Esta ley, no sé en qué año, se aprobó con Clinton. Yo les insisto, el Banco Central –que en Estados Unidos es la Reserva Federal– a un organismo que no le conoce las cuentas, que no lo regula, que no lo vigila, pues no le va a prestar dinero o bonos por ventanilla para circunstancias determinadas. Y eso es lo que ha pasado. Goldman Sachs se ha convertido en banco comercial para sobrevivir. Los seis grandes bancos de inversión o han muerto, o se han transformado en bancos comerciales, o se los ha comido el Bank of America. En esto hay que ser determinante; no se tiene que dejar que haga de banco quien no tiene supervisión de sus cuentas, de sus ratios de solvencia, de su mantenimiento de liquidez como banco, y esto no es una norma económica, es una norma de sentido común.

–**¿Bretton Woods III implicaría tasas de cambio fijas?**

–No lo sé. Hay muchos Bretton Woods posibles, ya que no sabemos cómo acabará, pero si el Bretton Woods acabara orientado a que la moneda internacional sean los derechos especiales de giro, entonces cada país podría decidir. O podrían flotar libremente. También existen países que se dolarizan en América Latina. Podría haber países cuyos derechos especiales de giro se ligasen a esto, o a otras formas. De esta manera su moneda no flotaría, pero primero hay que saber qué podemos hacer con el Fondo.

–**Tengo dos preguntas de carácter sistémico, unidas para facilitar la respuesta: ¿Qué futuro ve en la ideología neoliberal, la cual afirma que hay que seguir confiando sólo en el mercado? Y de Guillermo Ríos, economista, profesor universitario, que dice: Si la crisis global sólo es un fallo del mercado, entonces basta racionalizar gestión. ¿O esto será un fallo sistémico intrínseco del modelo de acumulación y reproducción de un sistema sin contrapeso, único y global?**



–Cuando falló el Consenso de Washington, los *neocons* decían que era porque no se había explicado con suficiente rigor. Esto siempre pasará: “el mercado ha fallado porque no hemos dejado que el mercado funcione”. Yo creo que eso no se sostiene, que es evidente que los mercados no tiendan a equilibrio y es evidente que el mercado financiero tiende a procesos de burbuja o de exceso de crisis, pero también es evidente que no tiende al equilibrio porque tiene mecanismos de círculo vicioso y que, por lo tanto, la creación de instituciones de supervisión de salvaguardia, de transparencia, etc., es muy importante.

Yo creo que siempre existirán en la economía personas o profesores, así como en la política, que defiendan que todo lo que ha pasado es simplemente que no hemos dejado que el mercado funcione. Yo creo que en este momento, incluso en Estados Unidos, se dan cuenta de que el fallo del sistema financiero es tan grande que no es que el mercado no ha funcionado, sino que se han cometido muchos disparates precisamente por el fundamentalismo de mercado. Por creer que productos no transparentes, en vez de ser malos para el funcionamiento de la economía, eran el resultado de la creatividad del capitalismo. Yo creo que sí, que habrá un giro importante, y –diré una cosa contestando la segunda pregunta– hemos de repensar el papel del Estado, precisamente porque el mundo se ha globalizado. Esos que dicen que no es necesario el Estado ahora, se equivocan. El papel del Estado en cada nación es, precisamente, ser el defensor de estos intereses en primer lugar, y luego como ajustador, y este rol es mucho más necesario en una economía globalizada que en una economía mundial segmentada.

