

## WASHINGTON, 15-N: EN DEFENSA DE LAS LIBERTADES ECONÓMICAS

La primera pregunta que nos deberíamos hacer es por qué se celebró la reunión de Washington. Al fin y al cabo, al anfitrión le quedaban muy pocas semanas al frente de la Administración americana. La cita tenía lugar después de las elecciones norteamericanas del 4 de noviembre, por lo que los resultados de la cumbre no podían apoyar a las candidaturas de su partido. Para el resto de delegaciones, también les podía resultar incómodo estar liderados por una Administración americana de signo muy distinto de la que iba a ocupar la Casa Blanca a partir del 20 de enero. A priori, por tanto, todo parecía indicar que una reunión de estas características debería haberse dejado para los primeros meses de 2009, ya con una nueva Administración americana con mayor capacidad negociadora y mayor margen para liderar los resultados de la cumbre.

Sin embargo, las circunstancias no admitían demora. El entorno financiero internacional había comenzado a deteriorarse en julio de 2007. En el verano de ese año aparecieron los primeros síntomas de que el mercado financiero se había excedido en la financiación del sector inmobiliario en Estados Unidos, haciendo insostenible una expansión económica que se

---

Álvaro Nadal es diputado. Secretario de Economía y Empleo del Partido Popular. Técnico Comercial y Economista del Estado.

basaba en parte en un crecimiento continuo e imposible del precio del inmobiliario. Entre julio de 2007 y abril de 2008, el número de insolvencias en el sector financiero obligó a la toma de medidas extraordinarias por parte de las autoridades económicas de todos los países. Países tan defensores de la economía de mercado como Estados Unidos o el Reino Unido, se vieron obligados a intervenir con medidas de emergencia. Tras un verano de 2008 relativamente tranquilo, los meses de septiembre y octubre pusieron de manifiesto que la profundidad de la crisis era mucho mayor que lo que inicialmente se había calculado y que era precisa una actuación todavía más contundente de las autoridades financieras para evitar riesgos sistémicos. A partir de la quiebra de Lehman Brothers, se precipitan los acontecimientos que parecen poner en peligro la propia existencia del sistema financiero mundial, lo que obliga a las autoridades económicas a tomar medidas desconocidas desde el final de la Segunda Guerra Mundial. La política monetaria fija tipos de interés mínimos, se inyectan cantidades ingentes de liquidez en el sistema financiero, se compra capital de las empresas financieras por parte del sector público, se toma el control de entidades financieras por la Autoridad, se prohíben algunas operaciones “especulativas” en las bolsas, etc. Incluso los países en los que los principios de libertad económica tienen más arraigo tomaron medidas de intervención en la economía de mercado más propias de los sistemas socialistas.

Además, lo descrito sólo eran las consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero. El traslado de los efectos de la misma a la economía real se empieza a sentir de forma importante en la segunda mitad de 2008. La dificultad para restaurar la confianza en los mercados financieros provoca una recesión de crédito tan importante que se resienten el consumo de las familias y la inversión empresarial. Todos los países del mundo desarrollado entran en recesión, y las economías emergentes ven frenado su crecimiento económico. Las cifras de desempleo empiezan a subir y los volúmenes de comercio internacional a contraerse. La crisis financiera se traslada a la calle y, lo que es peor, se sabe que lo peor de la contracción real está por venir a lo largo de 2009 y principios de 2010.

En el terreno ideológico, el origen de la crisis financiera abonaba el terreno para que resucitaran las posiciones contrarias a la libertad de mer-

cado. La crisis financiera y sus consecuencias sobre la economía real eran la demostración palpable de los resultados a los que llevaba “el capitalismo salvaje anglosajón”. Desde ese punto de vista, era preciso, por tanto, volver a restaurar controles a la libertad económica e incrementar el peso del Estado en la economía para frenar los excesos del capitalismo. Es en este contexto, tanto económico como en el debate de ideas, cuando se convoca esta cumbre. Desde el comienzo, la Administración americana planteó un doble objetivo para la reunión: el establecimiento de los principios que deben regir el orden económico internacional y el establecimiento de cauces de actuación para ayudar a solventar la actual crisis y prevenir futuras.

## **LOS PRINCIPIOS**

Desde el punto de vista ideológico, frente a la actual crisis caben dos posiciones. La primera, la de los defensores de la libertad económica y de la economía de mercado. Éstos reconocen que se han cometido errores, la supervisión ha sido insuficiente y no se han evaluado correctamente los riesgos. Es, por tanto, necesario revisar los sistemas de control y supervisión, es decir, reparar las piezas del mecanismo que no han funcionado bien. Pero no se pueden poner en duda bajo ningún concepto los principios de libertad que tan buenos resultados han proporcionado a la economía mundial en los últimos 25 años. Gracias a la libertad económica se goza en la actualidad de un nivel de prosperidad y de acceso a una variedad de bienes y servicios desconocidos en la historia económica. La libertad de comercio y de inversión han abierto las puertas a la convergencia en renta de inmensas áreas del mundo que parecían condenadas a la pobreza. Es la libertad económica la que ha permitido la mejora de las condiciones de las economías sometidas a la planificación central hasta final de los años 80. En el mundo desarrollado los procesos de privatización y de regulación han creado enormes ganancias de eficiencia en sectores tan críticos como telecomunicaciones, transporte o energía. Gracias a la libertad económica se dispone de Internet y de las ganancias en términos de información e incremento de la competencia que supone este instrumento. Son tan abrumadoramente grandes las ventajas de la libertad económica, que un fallo

de funcionamiento del sistema en una de sus partes no nos puede hacer replantearnos todo el sistema en su conjunto, sino que debemos centrarnos en poner en marcha mecanismos efectivos que solucionen el problema detectado.

En el otro lado, las posiciones ideológicas de izquierda consideran que la libertad económica era excesiva. La globalización supone un crecimiento de las transacciones comerciales y financieras internacionales que no puede ser controlado por los Estados. Esto genera agujeros en la regulación cuyas consecuencias son crisis financieras como la actual. Es más, la actuación de los agentes económicos lleva necesariamente a abusos de esa libertad que terminan comprometiendo todo el sistema económico. Como no se pueden superar los problemas de información asimétrica que trae consigo la libertad económica, la solución, por tanto, es restringirla. Los defensores de esas posiciones no tienen en cuenta las pérdidas de bienestar que se generan por impedir el normal funcionamiento de los mercados. Tampoco toman en consideración los problemas asociados a hacer efectiva una restricción de la libertad económica que generaría un cúmulo de precios sombra regulatorios, que incentivaría aún más la búsqueda de agujeros con los que saltarse la norma.

Un ejemplo sirve para clarificar esto. Se restringe, por ejemplo, la importación de un determinado bien porque no se puede controlar efectivamente el daño que pudiera realizar al consumidor. Esto encarecerá automáticamente el precio de los bienes sustitutivos de dicho bien en el mercado nacional, incentivando así la búsqueda de medios para conseguir introducir el producto prohibido en el mercado y hacerse con un beneficio económico. En realidad, todo proceso de restricción a la libertad económica supone una restricción de la competencia. Los ganadores netos de esta regulación son los productores del bien protegido, que ven cómo aumentó su poder de mercado y la remuneración a su producción que se vende en el mercado nacional al abrigo de la competencia internacional. Los consumidores, por su parte, son los grandes perjudicados al ver restringido su acceso a una mayor variedad de bienes y sobre todo al ver cómo aumenta el precio. Esto es válido tanto para los bienes y servicios que se intercambian en el mercado internacional como para el mercado finan-

ciero, donde la libertad económica permite situar el ahorro donde obtiene una mayor remuneración y financiar las operaciones de inversión que son más eficientes. Ni que decir tiene que detrás de cada petición de regulación hay un grupo que trata de restringir la competencia para así incrementar los beneficios de su sector.

En definitiva, tomando como punto de partida un fallo importante en el sistema de economía internacional, que ha dado lugar a la materialización de un riesgo sistémico, las posiciones ideológicas socialdemócratas han querido extender el problema al conjunto del sistema y, de esta manera, poner en duda los propios principios de libertad económica. En este sentido, se oyeron muchas voces previas a la reunión de Washington del 15 de noviembre, voces que pedían la refundación del capitalismo, el fin de la globalización salvaje o acabar con el imperialismo económico anglosajón. Nada de ello fue recogido por los Jefes de Gobierno que se reunieron en Washington. De hecho, en la Declaración Final de la cumbre se dice explícitamente: “Nuestro trabajo debe guiarse por la creencia compartida de que los principios de mercado, los regímenes de libre comercio e inversión y unos mercados financieros efectivamente regulados impulsan el dinamismo de innovación y el espíritu empresarial que son esenciales para el crecimiento económico, el empleo y la reducción de la pobreza.”

Es evidente que para los anfitriones de esta cumbre el objetivo fundamental era asentar estos principios. De hecho, así se establece explícitamente en la convocatoria de la cumbre realizada por el presidente Bush. Desde este punto de vista, el triunfo de los principios de libertad económica es total. Hay que tener en cuenta que la Declaración Final de la cumbre ha sido suscrita por Jefes de Gobierno de muy variadas ideologías y que están al frente de países con muy distintos niveles de renta. Pero es evidente que aquellas personas que están al frente de Gobiernos y que se enfrentan a la realidad a la hora de tomar sus decisiones no pueden dejar de ser pragmáticos. Y, en economía, el pragmatismo pasa por dejar que los mercados funcionen lo mejor posible y reservar al Estado un papel secundario para regular sólo aquello que es necesario, pero hacerlo con efectividad.

## ORÍGENES DE LA CRISIS

Una de las cuestiones que mayor debate suscitó antes, durante y después de la cumbre, fue dónde situar el origen de la crisis y, sobre todo, la responsabilidad de la misma.

La causa inmediata de la crisis hay que buscarla en el verano de 2007, cuando se pone de manifiesto que los niveles de fallidos en el segmento *sub-prime* del sector hipotecario de los Estados Unidos estaban muy por encima de las medias de estadísticas históricas. Como consecuencia de ello, un gran número de cédulas hipotecarias titulizadas sobre estos préstamos perdieron su cotización y, de forma repentina, se volvió ilíquido un mercado que hasta entonces procuraba financiación a una parte importante del sector inmobiliario de los Estados Unidos. A partir de ahí, y dado el entramado de productos estructurados alrededor de estos activos titulizados, se genera una creciente desconfianza en el mercado financiero que terminará provocando la mayor intervención coordinada por parte de los Gobiernos en la historia económica reciente.

Pero si miramos más allá, las verdaderas causas de la actual crisis financiera hay que buscarlas en una multiplicidad de factores complejos que se refuerzan entre ellos.

En primer lugar, las autoridades financieras cometieron una serie de errores de política macroeconómica y de regulación, que propiciaron comportamientos inadecuados tanto en el mercado inmobiliario como en el mercado financiero. Desde la década de los 90, los bancos centrales se fueron centrando cada vez más en el control directo de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria y, en el caso de la Reserva Federal, en la suavización del ciclo económico. A la hora de medir los resultados de la política monetaria, éstos se medían en función exclusivamente del IPC, e incluso, en algunas ocasiones, de la tasa de variación de la inflación subyacente. Los bancos centrales consideraban, sólo como información adicional pero en ningún caso como objetivo a controlar, otras variables como la expansión del crédito o de los agregados monetarios, la evolución de los precios de los activos o el déficit exterior. En un contexto de economías

abiertas en el que se podía importar gran número de bienes industriales desde las economías asiáticas, el índice de precios de consumo seguramente estaba minusvalorando los excesos de liquidez en el sistema económico.

Así, y con el fin de combatir la recesión de 2001, la Reserva Federal llega a producir una rebaja histórica de los tipos de interés desde el 6,5% al 1%. El mantenimiento durante largos periodos de tipos de interés reales negativos propició todo tipo de comportamientos en un mercado financiero en el que los ahorradores estaban ávidos de remuneración, y los bancos e instituciones financieras podían fácilmente apalancarse para financiar una expansión del crédito prácticamente ilimitada.

El segundo error de política económica es de carácter regulatorio y tiene su raíz en la revocación de las barreras existentes entre la banca comercial y la banca de inversiones que, en los años 30, estableció la *Glass-Steagall Act*. Esta regulación, procedente de la Gran Depresión, establecía un rígido marco de separación entre la banca comercial, que toma dinero prestado del público en general, y la banca de inversión, que se financia exclusivamente a través del mercado de capitales. Los bancos comerciales estaban fuertemente supervisados por parte de la Reserva Federal, que exigía coeficientes de liquidez y de solvencia, lo que limitaba sus posibilidades de apalancamiento y por tanto de crecimiento del crédito. A cambio de esta regulación, la banca comercial gozaba del respaldo público a través de la garantía de los depósitos hasta un determinado límite. La banca de inversión, por el contrario, no estaba sometida a este tipo de controles pero tenía rigurosamente prohibido acudir al público general en busca de financiación y tenía muy limitadas sus operaciones con el sistema de banca comercial. A partir de los años 90, esta rígida separación se va diluyendo tanto por la revocación de la legislación como por la aparición de los fondos de inversión. La banca de inversión, al carecer de controles, puede apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial y, de esta manera, beneficiarse del alto precio sombra de la regulación financiera. En un mercado con tipos de interés negativos y los precios de los activos inmobiliarios creciendo a dos dígitos, la tentación de crear instrumentos que permitieran financiar el crédito inmobiliario para luego colocarlo entre inversores ávidos de rentabilidad era inmensa.

En la práctica, se creó un mercado hipotecario paralelo al dominado por la banca comercial tradicional, que es el origen de la crisis de las hipotecas *subprime*. De hecho, tanto las Administraciones republicanas como demócratas, hicieron un esfuerzo consciente de relajar las condiciones para el otorgamiento y titulización de las hipotecas en el segmento *subprime*, como medio de incrementar el porcentaje de propietarios. Es decir, no sólo se consintió sino que se alentó la creación de este mercado hipotecario paralelo.

Otro elemento adicional, que fue objeto de debate intenso entre las delegaciones que participaron en la reunión de Washington, fue el papel que desempeñaron los desequilibrios globales en el origen de esta crisis. Es evidente que el gigantesco déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos, financiado mediante superávit de ahorradores tradicionales como Japón o Alemania, pero más recientemente con nuevos ahorradores como los países productores de petróleo y China, generó un flujo anormal en los mercados financieros internacionales que, de no haber existido estos desequilibrios, no se hubiera producido. En el caso de China, es especialmente llamativo, ya que las autoridades económicas de ese país prefirieron durante años mantener artificialmente la competitividad de su economía mediante un tipo de cambio excesivamente devaluado que supuso una ingente acumulación de reservas en dólares. Una actuación más responsable en materia de política fiscal por parte de las autoridades de los países deficitarios, entre los que destacan España y Estados Unidos, y una política de cambio más realista por parte de China y otras economías asiáticas habrían contribuido a reducir de forma significativa los desequilibrios internacionales.

Por tanto, los orígenes de la crisis los encontramos en una mezcla de responsabilidades del sector público y del sector privado. Al sector público hay que imputarle errores de regulación y supervisión, pero también una política excesivamente expansiva tanto desde el punto de vista fiscal como monetario. Al sector privado se le puede achacar un comportamiento irresponsable, que permitió un crecimiento extraordinario del crédito y del apalancamiento financiero y una actuación poco profesional por parte de unas agencias de *rating* que no supieron superar su conflicto interno de intereses.



## LA RESPUESTA FRENTE A LA CRISIS

Aunque la mayoría de las medidas tomadas por las autoridades de las principales economías son adecuadas y explicables por las extraordinarias circunstancias de la crisis financiera, también es cierto que estas medidas se han tomado casi siempre tardíamente y de forma poco coordinada.

Las medidas se pueden clasificar de tres tipos: medidas para incrementar la liquidez del mercado, medidas para restaurar la confianza en los mercados financieros, y medidas para paliar los efectos reales de la crisis financiera.

Entre las primeras se encuentran las inyecciones masivas de liquidez realizadas por los principales bancos centrales del mundo y la reducción de los tipos de interés nominales. A pesar de estos esfuerzos extraordinarios por parte de los banqueros centrales, que han llegado a aceptar como garantía para las operaciones de descuento activos de dudosa calidad, los resultados han sido muy limitados. Es precisamente la contracción en la liquidez el principal canal de transmisión a la economía real de la crisis financiera.

Entre las medidas destinadas a restaurar la confianza en el mercado nos encontramos con un sinnúmero de actuaciones que pueden ser calificadas como muy extraordinarias. Desde propiciar la compra de entidades financieras en dificultades por parte de otras entidades privadas, a la intervención directa por parte de las autoridades. Se ha procedido a crear líneas de crédito para la compra de activos hipotecarios, a comprar capital directamente de las entidades financieras por parte del sector público y se han creado líneas de avales para garantizar el funcionamiento del mercado interbancario. Todo ello sólo ha conseguido ir muy paulatinamente restaurando la confianza de un fragilísimo mercado financiero.

Por último, en muchos países, se han llevado a cabo programas de política fiscal expansiva que incluyen desde la rebaja de impuestos a programas específicos de apoyo a sectores en dificultades o a las familias que no pueden hacer frente a sus hipotecas.

Los Jefes de Gobierno reunidos en Washington han considerado que estas medidas iban en la buena dirección, pero son claramente insuficientes. Es preciso actuar de manera más coordinada y actuar vigorosamente, especialmente en el área de estabilización de los mercados financieros.

Es muy importante resaltar que en el área de política fiscal el consenso alcanzado en Washington es que los paquetes de estímulo fiscal pueden ayudar a solventar la crisis pero con dos condiciones. La primera es que no todos los países están en condiciones de llevarlos a cabo, bien porque ya se encuentren en una delicada situación financiera en su sector público, o bien porque su sector exterior presente altos déficit. La segunda condición es que todo paquete de estímulo fiscal debe ser compatible a largo plazo con la sostenibilidad de las cuentas públicas. Dicho de otro modo, se da la bienvenida a los paquetes de estímulo fiscal, siempre y cuando se tenga margen para ello y siempre y cuando no comprometa la estabilidad financiera del sector público, lo que provocaría una nueva crisis en unos años. Es evidente que con estas condiciones, España no puede ser uno de los países candidatos a participar en este esfuerzo expansivo de la política fiscal. Ya lo ha hecho en gran medida, y sus condiciones iniciales de altísimo déficit exterior hacen que la principal aportación que pueda hacer la economía española para solventar la crisis internacional sea reducir sus propios desequilibrios.

## LA REFORMA DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

La cumbre de Washington también estableció una serie de líneas de acción para evitar crisis futuras. El objetivo de estas medidas no es constreñir el mercado, sino el establecimiento de un marco regulatorio e institucional preciso que ayude al mejor funcionamiento del mismo.

En el ámbito de la reforma institucional, lo que se plantea es reformar las instituciones financieras internacionales actuales de manera que se refuerce su papel en el ámbito de los mercados financieros. Esto implica también incrementar su legitimidad, dando entrada a las grandes economías emergentes que cada día desempeñan un papel creciente en la economía

global. Así, el objetivo es que el trabajo conjunto del FSF (Foro de Estabilidad Financiera) y del Fondo Monetario Internacional establezca estándares regulatorios aplicables internacionalmente, que permitan un mejor conocimiento de la situación real de los mercados financieros y una convergencia de normas contables y regulatorias. Más transparencia, mejor regulación, evitar el conflicto de intereses y reforzar la cooperación internacional son los principios sobre los que se asienta esta reforma.

## **CONCLUSIONES**

En definitiva, la cumbre de Washington no ha supuesto ni la refundación del capitalismo, ni el fin de la globalización, ni el entierro de los principios de libertad económica. Todo lo contrario, los Jefes de Gobierno de más de 20 países más la Comisión Europea, enfrentados con pragmatismo a la crisis financiera actual pero mirando también a las consecuencias de sus decisiones a medio y largo plazo, concluyeron que los principios básicos de libertad económica sobre los que se ha basado la prosperidad de los últimos 25 años, y el proceso de convergencia de muchas de las economías más pobres del Planeta, deben seguir siendo los principios rectores de la economía internacional.

Al mismo tiempo, esta crisis financiera ha puesto de manifiesto que las instituciones internacionales y la actuación coordinada de los Gobiernos no han estado a la altura del gran mercado mundial que se ha creado en las últimas décadas. Es preciso, por tanto, reformar estas instituciones y crear canales adecuados para incrementar la transparencia y la convergencia de regulaciones. Todo ello dando entrada paulatina en la toma de decisiones a unas economías emergentes con peso creciente en el PIB mundial y que no pueden ser por más tiempo ignoradas.

Desde el punto de vista de las acciones inmediatas, lo más importante es estabilizar el mercado financiero y recuperar su confianza, para lo que son precisas acciones contundentes y coordinadas. Estas acciones se pueden complementar con paquetes de estímulo fiscal, pero siempre y cuando

las condiciones lo permitan. La principal aportación que pueden hacer las economías a la crisis internacional es reducir sus desequilibrios.

Por último, la responsabilidad de la crisis debe ser imputada a errores cometidos tanto por el sector privado, que no evaluó correctamente los riesgos, como al sector público, que incentivó estos comportamientos.