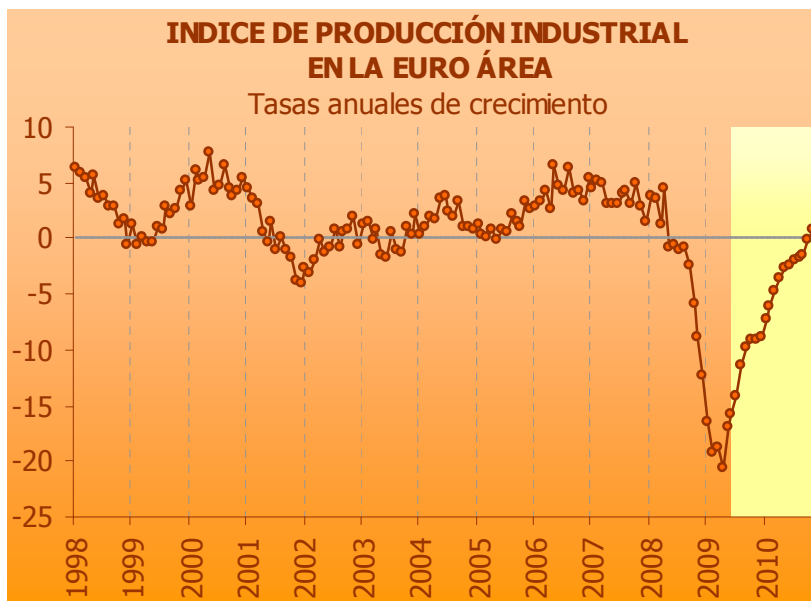




PARA 2009 SE ESPERA UNA CONTRACCIÓN DEL 14.3%, CON UNA MEJORA DE DOS PUNTOS FRENTE A LA PREVISIÓN ANTERIOR



Fuente: Eurostat & IFL(UC3M)
Fecha: 14 de julio de 2009

EL MERCADO DE TRABAJO EN ESPAÑA SEGUIRÁ DESTRUYENDO EMPLEO EN 2009 Y 2010 CON TASAS DEL 6.6 Y 2.3%. LA TASA MEDIA DE PARO ESPERADA PARA 2010 ES SUPERIOR AL 20%.

PREVISIONES DE EMPLEO, ACTIVOS Y PARO				
Tasas de variación anual en %				
	2007	2008	2009	2010
Ocupados	3.1	-0.5	-6.6	-2.3
Agricultura	-2	-5	-3.7	-4.2
Industria	-0.9	-1.1	-13.5	-12.3
Construcción	6.1	-10.9	-22.4	-7.6
Servicios	3.8	2.1	-2.4	0.2
Activos	2.8	3	1.4	0.8
Tasa de paro	8.3	11.3	18.3	20.9

Fuente: INE & IFL(UC3M)
Fecha: 24 de julio de 2009

Comentario Macroeconómico Buscando reformas para el sistema financiero

Michele Boldrin

Pág. 88

"A principios de Junio, el elefante dio a luz a un ratón. No en tamaño físico - ya que el documento que presentó el Presidente Obama y que contiene sus planes de reforma financiera era de 88 páginas - sino en su contenido. Finalmente, ha resultado positivo, que no pudiera comentar este asunto el mes pasado, ya que esto ha dejado pasar el tiempo y me permite tener hoy una mejor perspectiva sobre lo que el documento sugiere y la Administración USA quiere hacer. La evaluación inicial, no sólo mía, sino de muchos comentaristas, no era buena. Pero un mes después, dicha evaluación es probablemente peor: esto no es lo que el mundo necesita. Espero que alguien vuelva a intentarlo pronto."

Previsiones macroeconómicas para la economía Noruega

Gunnar Bårdsen y Ragnar Nymoén

Pág 83

A partir de este mes el BIAM publicará con frecuencia trimestral una sección específica sobre la economía Noruega. La modelización econométrica sobre la que se basa este análisis ha sido desarrollada a lo largo de varios años por Gunnar Bårdsen (Nowegian University of Science and Technology) y Ragnar Nymoén (University of Oslo). La labor econométrica realizada por los autores permite obtener predicciones sobre numerosas variables y por un periodo que, en este número, se extiende hasta 2012. Las principales series analizadas son inflación total y subyacente, evolución del crédito y de los salarios, así como crecimiento del PIB y evolución del paro. Los resultados incluyen de intervalos de confianza al 70% y vienen acompañados con un breve comentario.

Buscando Reformas para el Sistema Financiero

A principios de Junio, el elefante dio a luz a un ratón. No en tamaño físico -ya que el documento que presentó el Presidente Obama que contiene sus planes de reforma financiera era de 88 páginas- sino en su contenido. Finalmente, ha resultado positivo, que no pudiera comentar este asunto el mes pasado, ya que esto ha dejado pasar el tiempo y me permite tener hoy, una mejor perspectiva sobre lo que el documento sugiere y la Administración de EE.UU quiere hacer. La evaluación inicial, no sólo mía, sino de muchos comentaristas, no era buena. Pero un mes después, dicha evaluación es probablemente peor: esto no es lo que el mundo necesita. Espero que alguien vuelva a intentarlo pronto.

Permítanme tratar de resumir la razón por la cual sigo apostando por una evaluación negativa: 1) porque deja sin respuesta todas las grandes preguntas, 2) porque no se involucra con las bases fundamentales de la actual arquitectura financiera mundial, 3) porque, simplemente, añade más burocracia y más controles a una estructura que ya era complicada e ineficaz, y, por último, 4) porque da más poder, mucho poder, a los organismos reguladores que nos fallaron antes, sin alterar su estructura interna y sus incentivos. Resumiendo: ¿son estas reformas susceptibles de reducir la probabilidad de otro desastre financiero y de fomentar un crecimiento económico sostenido con un sistema financiero sano? No lo creo. Voy a organizar mis comentarios a lo largo de los cuatro "porqués" recién mencionados.

1) Las grandes preguntas. En mi opinión hay tres grandes cuestiones que deben abordarse. Primero: ¿por qué los reguladores de los bancos y de las instituciones financieras no actuaron correctamente durante el período 2001-2007? ¿Por qué las instituciones financieras (especialmente en los EE.UU., pero también en Europa) asumieron el insoportable riesgo que asumieron? ¿Por qué el público estadounidense - aproximadamente durante el mismo período, pero, en realidad, desde mucho antes - siguió acumulando tanta deuda, una deuda que no podían pagar? La propuesta de Obama no aborda seriamente ninguna de estas cuestiones fundamentales. Esto resulta tan claro, una vez que se toma tiempo para leerse el documento, que me pregunto: ¿de qué otra manera puedo explicarlo sino diciendo "léetelo, y si encuentras algo relevante infórmame!?" El aspecto más preocupante de la propuesta está relacionado con la primera de mis tres grandes cuestiones, un problema que el gobierno podría arreglar directamente, a diferencia de los otros dos, que solamente puede abordar de forma indirecta. Aquí el juego es evidente: "la captura de el

regulador". Dejando de lado los casos de corrupción, (sobre los cuales, extrañamente, nada ha aparecido hasta el momento) el asunto aquí es bastante sencillo: las agencias reguladoras fueron, y son, capturadas por la industria financiera. Y no sólo las pequeñas agencias federales, sino que el Congreso (que se negó a actuar, por años, con Fannie y Freddie), la Reserva Federal, la SEC: se trata del núcleo de nuestro sistema regulador. Este núcleo no funcionó, porque "veía" el mundo a través de los ojos de los gestores de las grandes instituciones financieras. ¿La propuesta de Obama dice o propone algo importante sobre este asunto? Nada, absolutamente nada. Este asunto no parece un problema para quien escribió el documento. De hecho, hay que decir que esto no ha parecido ser un problema para los principales comentaristas y para los políticos en los EE.UU. y en otros lugares (pero especialmente en los EE.UU.) desde el comienzo de la crisis. Excepción hecha para unos pocos, aislados y no muy visibles académicos (entre ellos, yo) nadie se parece haber planteado la cuestión. Nadie ha planteado: esperen un segundo, ¿por qué la Fed y la SEC y el Congreso no actuaron, con las facultades que ya tenían, en 2004, 2005, 2006, 2007? Por ejemplo, la SEC, sólo recientemente, ha decretado el aumento de las exigencias de capital para los fondos del mercado monetario, algo que podría haber hecho hace cinco años, o más. ¿Por qué ahora y no entonces? En otras palabras: ¿qué lleva a la administración Obama a creerse que añadir más poderes a los reguladores, que no utilizaron durante mucho tiempo los poderes que ya tenían, dará lugar a unas intervenciones adecuadas la próxima vez?

¿Qué hay de las otras dos preguntas? Yo esperaba, por ejemplo, un poco de atención a la gobernanza corporativa de las instituciones financieras y al porqué los hogares de EE.UU. se endeudaron tanto. Bueno, es injusto por mi parte decir que el documento no aborda estas cuestiones: en cierto sentido las menciona. Sólo que se trata de un sentido equivocado.

Por ejemplo, el gobierno propone que los reguladores emitan directrices sobre la remuneración de los directivos bancarios, con la intención de "mejorar" la relación entre estas remuneraciones y los valores para los accionistas. También quiere establecer una "mayor" correlación, entre las indemnizaciones pagadas por las empresas financieras y los resultados de sus préstamos a largo plazo, y exigir el voto (pero no vinculante...) de los accionistas sobre las compensaciones de los ejecutivos. En otras palabras, el gobierno no se pregunta (por lo tanto, no contesta) la verdadera cuestión difícil de "si" y "por

qué" los sistemas de compensación de los ejecutivos originaron, y originan, incentivos para malas inversiones. Tampoco se pregunta, si estos malos incentivos podrían corregirse mediante mecanismos de mercado frente a nuevas reglas; un aumento de los requisitos de capital, una mayor participación de los ejecutivos en el capital de riesgo de las instituciones financieras, una mayor competencia inducida por una política de lucha contra los monopolios en el sector financiero, y así sucesivamente. Que quede claro: no creo saber las respuestas a estas preguntas; yo sólo conozco que estas son las preguntas que debemos hacernos, y tratar de responder, antes de hacer cualquier otra cosa. El documento, en cambio, presume que estas cuestiones ya se han resuelto y que la respuesta correcta fue: "nosotros" (el gobierno) lo arreglaremos todo. Que no se preocupen los accionistas y los demás participantes en el mercado, que los reguladores saben cómo hacerlo. Son gente inteligente, estos reguladores.

En otra parte del documento se lee, sobre la "prevención" necesaria para impedir que las personas "poco sofisticadas" negocien "de forma inapropiada" con derivados. ¿Qué significan estas palabras? Lo mismo de antes: muchos de vosotros no sabíais lo que hacíais, pero nosotros sí que lo sabemos. Así que, no se preocupen, confíen en nosotros que lo sabemos mejor y le impediremos repetir los errores de antes. Los ejemplos pueden continuar al infinito: una larga lista de vagas prohibiciones, destinadas a la microgestión de las empresas, de los mercados e, incluso, de los ahorros de los empleados (como la idea de regular la composición de las carteras de los fondos de pensiones IRAs).

Al mismo tiempo que se nos pide, confiar en los "nuevos" reguladores (que son, después de todo, los de siempre) atribuyéndoles más competencias, no se encuentra ni una sola palabra de "auto-crítica" de las políticas anteriores. La crisis financiera, al parecer, fue completamente debida a los comportamientos del mercado y de los agentes privados, mientras que las políticas no desempeñaban ningún papel. Sin molestarse en aportar pruebas que apoyen estos supuestos, se sostiene que la crisis se debió a "decisiones irracionales" por parte de los prestamistas y de los prestatarios, así como a las "lagunas" (nótese: lagunas, no a la actuación errónea o a la pasividad de la supervisión) en la "estructura de regulación financiera". El informe sugiere solucionar las "lagunas" añadiendo más poderes de reglamentación y de microgestión, como ya se ha discutido. El importantísimo papel que tuvieron los errores de, por ejemplo, la Reserva Federal, la Securities and Exchange Commission y del Congreso, nunca se menciona.

De este modo, no hay mención alguna del papel que desempeñó la Reserva Federal desde 2001 en adelante (desde los tiempos de Greenspan, como he recordado muchas veces en esta columna) imponiendo tipos de interés demasiado bajos, y manteniéndolos demasiado bajos durante demasiado tiempo. Que no es pequeño descuido, si me lo permiten. Junto con esto, el informe del Presidente omite mencionar que, cuando las señales de las burbujas de activos y de crédito (causadas por los bajos tipos de interés) empezaron a ser bastante claros, al menos desde 2005, la Reserva Federal (y la SEC, y el Congreso, etcétera) sólo miraron hacia otro lado y, como todos sabemos, no hicieron nada o lo que hicieron lo hicieron mal. Hay que decirlo claro, de una vez: no se trata sólo de que Greenspan lo hizo mal, Bernanke también lo hizo mal como casi todo el FOMC (algunas voces disidentes estaban allí entonces como están ahora, pero no parecen capaces de hacerse oír), al igual que el Congreso, al igual que la mayoría de las Fed regionales (de nuevo, no todos: los de Minneapolis nunca se equivocaron sobre los tipos de interés), al igual que el Tesoro. Ni una palabra sobre los errores de estas personas, no una sustitución, no una señal de cambio o incluso preocupación. ¿Por qué? Repito aquí lo que Gary Becker ha señalado en su blog: "Muchos de los altos funcionarios económicos de la Administración estaban implicados en estos fracasos de la regulación y, puesto que la idea central del informe es que necesitamos más regulación, no es sorprendente que el informe diga que los reguladores han aprobado".

Este nuevo tipo de "supervisión discrecional" no es pequeño cacahuete: envía un mensaje claro a la Reserva Federal. Es decir, que sus erróneas y perjudiciales políticas monetarias fueron una buena cosa y pueden ser mantenidas en el futuro. Mismo aviso para la SEC, mismo para el Congreso: no hay necesidad de dismantlar Fannie y Freddie, no hay necesidad de trabajar para una mayor competencia en el sector financiero, no hay necesidad de evitar las políticas "progresivas" que, como las que dieron lugar al mercado de los "subprimes", pueden distorsionar las señales de precios de manera espectacular, conduciendo a los agentes privados hacia caminos peligrosos. Los errores, los fracasos, son todos y exclusivamente en el lado privado, y ahí es donde toda la atención debería concentrarse. Desde un cierto punto de vista, todo esto es como decir que, para evitar futuras crisis de este tipo, no hay grandes cambios necesarios en las políticas perseguidas hasta ahora. En general, lo que tenemos que hacer es ser un poco más cuidadosos y aceptar más intervenciones burocráticas en el sistema financiero. Entonces, ¿de qué servía todo este hablar de "cambio histórico", si la solución final es hacer simplemente un poco más de lo mismo?



2) Además de las deficiencias del mercado subprime y los bajos tipos de interés, otro factor "estructural" jugó un papel importante en el desencadenamiento de la crisis financiera, es decir, la existencia (en todos los países avanzados, incluidos los EE.UU.) de una serie de instituciones financieras que son "demasiado grandes para quebrar". Demasiado grandes con respecto al país donde se concentran la mayoría de sus operaciones, se debe añadir, no demasiado grande con respecto a la mundialización de los mercados financieros. Este segundo aspecto es muy importante: Citi, Barclays y Santander son grandes bancos respecto a sus países de origen, pero, a escala mundial, no son gigantes y no parecen ejercer ningún "poder de mercado" apreciable en el flujo mundial de fondos de ahorro e inversión. Lo que los hace realmente grandes, de hecho "demasiado grandes", es que la mayoría de sus operaciones se concentran en un país (el "país de origen", es decir, EE.UU., Reino Unido y España, respectivamente, en mis ejemplos) y que, con respecto a el sistema financiero de su país de origen, cada uno de ellos es "demasiado grande". Si uno de ellos se cae, el sistema financiero de ese país también se viene abajo.

Los gestores de estas instituciones financieras son perfectamente conscientes de sus condiciones especiales y del enorme poder de chantaje que tienen respecto a su país de origen. Por esta razón, se sintieron libres de llevar a cabo la gigantesca toma de riesgo apalancado que asumieron en la primera década de este siglo. Ellos sabían que, pasara lo pasara, se le habría sacado de apuros a cargo del erario público, como sucedió, y que esto no tendría consecuencias particularmente serias para ellos mismos, como sucedió. No sólo, sino que también sabían que, pasara lo que pasara, siempre serían capaces de llegar a una mesa de negociaciones donde negociar con el gobierno y el Banco Central de su país de origen las condiciones de su rescate, como sucedió. Tal vez no exactamente en pie de igualdad, y tal vez con algún costo personal (sobre todo para sus accionistas, tal como sucedió), pero estos son costes bien pequeños frente a los enormes cheques recogidos durante una década y media. Así que la oportunidad parecía demasiado buena para no explotarla, y la explotación se hizo con los éxitos conocidos. ¿Cómo aborda el informe este aspecto crucial de la "arquitectura" de los sistemas financieros nacionales e internacionales?

En la forma siguiente: el informe propone que la FED debería tener la facultad de regular y supervisar muy de cerca las empresas financieras más grandes, reconociendo que estas son, de hecho, demasiado grandes para fallar. La pregunta "¿ya que son demasiado grandes para fallar, se puede permitir que sigan existiendo?" no se hace. No se hace porque

esta pregunta tiene una respuesta sencilla: no, no se debería permitir que sigan existiendo, ya que, en un sistema de mercado, cualquier empresa que sea demasiado grande para fallar es demasiado grande para existir. La solución propuesta, en su lugar, sugiere que un muy desagradable "pactum scelleris" debe ser firmado entre los gobiernos y estos grandes bancos. Se les sigue permitiendo existir y, entonces, cosechar los beneficios que su posición de monopolio les permite. En cambio el gobierno se toma el derecho para intervenir con más frecuencia y más estrechamente en la gestión de estas empresas privadas y, por lo tanto, en los mercados donde estas empresas operan.

Otra ruta es posible, bastante más exigente y complicada, dada la situación actual, pero sin duda más saludable para nuestras economías. Esta requiere, por un lado, la adopción en cada país de medidas de defensa de la competencia tales que las instituciones financieras que se hacen demasiado grandes sean obligadas a "adelgazar" en el mercado del país en cuestión, ampliándose en el extranjero. La misma ruta requiere, por el otro lado, la coordinación entre los gobiernos nacionales, los Bancos Centrales y las autoridades reguladoras, para iniciar el desmantelamiento de un sistema financiero internacional que se basa en "campeones nacionales". Este sistema, debe y puede ser sustituido, por uno en el cual los bancos sean verdaderamente "globales y transnacionales", sin resultar demasiado grandes en cada mercado nacional. Evidentemente, esta política requiere renunciar a una cantidad importante de proteccionismo nacional en el sector financiero y, al mismo tiempo, la creación de agencias reguladoras globales que puedan supervisar adecuadamente las empresas financieras que operan en un gran número de países. ¿Difícil? Sin duda, muy difícil. Pero estos, no otros, son los asuntos que la reciente crisis financiera nos obliga a enfrentar y estudiar.

3) Uno de los objetivos anunciados de la reforma Obama era simplificar el sistema de regulación: su exagerada complejidad ha sido uno de los factores de parálisis más evidente de los últimos años. Los cambios propuestos, al contrario de lo anunciado, hacen el sistema de regulación estadounidense más, no menos, complejo. Además de añadir un par de nuevas agencias, mientras elimina la más pequeña, se introduce un "regulador de los reguladores" que, en mi opinión, sólo ayudara a ocultar responsabilidades o a salir de apuros argumentando que "esto compete a otros" o "no hemos sido autorizados" o "no nos informaron" o "nadie nos pidió la información", y así sucesivamente.

Más importante aún, es el siguiente hecho: los incentivos de los reguladores para regular en vez de



ser capturados no se modifican, permanecen tal cual a los que eran antes. En particular: quién manda dónde y quién nombra a quién - en los lugares importantes, es decir Fed, SEC, FDIC - no ha cambiado en absoluto.

La nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero parece otro inútil carro burocrático destinado a emitir, a menudo, tortuosas y eludidas recomendaciones. Esto es coherente con lo que he señalado anteriormente: la administración de Obama cree que la crisis financiera fue creada por "consumidores irracionales", que no sabían lo que estaban haciendo cuando tomaban préstamos. Toda la evidencia sugiere lo contrario: todo el mundo sabía lo que estaba haciendo, pero el dinero fácil, cuando se arriesga poco personalmente, nunca es rechazado. Los incentivos estructurales para generar más "dinero fácil" también en el futuro no se eliminan añadiendo una nueva Agencia Federal. Esta Agencia, para solucionar el problema del "dinero fácil", tendría que hacer la microgestión de las actividades de préstamo e hipotecarias de unos cientos de millones de personas: imposible, además de ridículo.

La autorización para realizar actividades de seguros se mantiene a nivel de los distintos Estados en lugar de ser centralizada a nivel Federal. Obama, también en este caso, se ha detenido frente a una reforma seria, para evitar tocar intereses bien establecidos. La regla absurda según la cual, el emisor de títulos es el que paga a los analistas, que trabajan en las agencias de evaluación, ni siquiera se menciona. Las agencias de evaluación seguirán siendo poco fiables como lo han sido en las últimas dos décadas. Nada se dice, verdaderamente novedoso, sobre el mercado de derivados "over the counter". Una vez más, esta es una cuestión sin solución sencilla, pero en un documento que tiene por objetivo reestructurar el sistema financiero en su conjunto, habría esperado que el problema se abordara, por lo menos.

4) Por último, el nuevo súper regulador, el nuevo, mucho más poderoso, Banco de la Reserva Federal. Esta parece ser la pieza central de la propuesta de la Administración: autorizar al Board de la Reserva Federal para supervisar y regular directamente aquellas empresas que, de acuerdo a la evaluación de la Fed misma, sean capaces de generar algún tipo de "riesgo sistémico". Este último, obviamente, no se define de forma clara así qué: el riesgo sistémico es lo que el Board de la Reserva Federal o el FOMC deciden que sea; la discreción, una vez más, en lugar de las normas. Permítanme citar el blog del Juez Posner sobre este punto ya que resume esta parte de la propuesta con mucha claridad.

<<La Reserva Federal designa a ciertas empresas como "Financial Holding Company de Nivel 1". Sobre

estas empresas la Fed tendría las mismas (tal vez, incluso más) competencias que tiene sobre los bancos comerciales que son miembros del Sistema de la Reserva Federal. El enfoque de la Fed sería sobre "regulación macroprudencial" - es decir: asegurarse que la quiebra de empresas que pertenezcan a la Lista FHC1 no pone en peligro el sistema financiero en su conjunto. La Reserva Federal tendrá el derecho de limitar y controlar varias actividades de estas empresas (en particular: el coeficiente de endeudamiento y su estructura de capital) y de tomar otras medidas para reducir el riesgo de quiebra, por ejemplo, prohibiendo la participación en el comercio de ciertas propiedades (es decir, especular con sus activos). Para evitar que las empresas financieras intenten quedarse afuera de este particular grupo FHC1, no se ha elegido alguna línea de separación clara entre el Nivel 1 FHC y otros no bancos o instituciones financieras. La Fed tendría, entonces, un amplio margen de discrecionalidad en la clasificación de las empresas financieras.>>

Nótese, una vez más, la imprecisión y la ambigüedad: también en este caso, como en el resto de la propuesta, la discrecionalidad es la única regla aceptable. La idea de que sea buena política especificar reglas, normas y consecuencias de antemano y después hacerlas respetar, esta idea tonta ha sido tirada por la ventana. Esto es coherente con el principio inspirador de este documento: las tendencias y las prácticas del pasado no van a ser rechazadas en el futuro. Difícil esperarse algo distinto en un documento contrafirmado, y probablemente escrito, por Lawrence Summers: el riesgo moral siendo el primer hijo de un sistema fundado en la discrecionalidad, da lugar a más riesgo moral en el futuro. Como consecuencia la Fed se convierte en el súper-regulador, el Regulador del riesgo sistémico.

Teniendo en cuenta este abrumador aumento de poderes, sería de esperar que la propuesta también contenga algún detalle acerca de cómo incentivar a la Reserva Federal para que ponga en acción una supervisión eficaz de las entidades financieras, algo que claramente no hizo durante los últimos quince años. No se hace mención alguna de esta cuestión en el texto que he leído: los incentivos para realizar su trabajo siguen siendo cero. ¿Qué más se podía esperar?

Si hay una institución federal que fracasó miserablemente en la última década -año más año menos- es la Fed. En repetidas ocasiones ha llevado a cabo la política monetaria equivocada, ha contribuido en crear la mayor estructura de riesgo moral de todos los tiempos y, por encima de eso, no se ha dado cuenta de las consecuencias de sus acciones hasta que fue demasiado tarde para detener



el desastre. Si la Fed fuera una empresa privada, hubiera tenido que declararse en bancarrota 10 veces, sus ejecutivos estarían desempleados o quizás intentando defenderse en los tribunales federales. Pero la Fed no. El Board de la Reserva Federal y de los bancos regionales (incluidos, en primer lugar, el de Nueva York Fed) seguirá siendo controlado por las mismas instituciones financieras, cuyas acciones se supone que debe controlar. La única diferencia es que, después de la reforma, los Boards serán más potentes que nunca.

Si Obama es el valiente reformador que pretende ser, la propuesta de reforma de nuestro sistema financiero tendría que empezar por lo siguiente: cambiar la composición de los Boards de la Reserva Federal, y hacerlos verdaderamente independientes y responsables ante el contribuyente que, al final, es el que paga la factura. Lo que se ha hecho hasta ahora es exactamente lo contrario. No sólo los Boards no se han tocado, sino que se les ha recompensado por su pésima actuación pasada haciéndolos mucho más poderosos.

