

LA GESTIÓN DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL: EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO*

María José Álvarez Gil

Universidad Carlos III de Madrid

José Manuel González-Páramo

Universidad Complutense de Madrid, IESE Business School

La crisis financiera de finales de los 2000 no es la primera crisis global, ni la única, que ha dado origen a una gran recesión, pero tiene características de singular complejidad. Las políticas económicas, los desequilibrios globales, los fallos regulatorios, los incentivos desalineados y la innovación financiera se han combinado para dar origen a la "crisis de nuestra generación". Este trabajo trata de dar cuenta, con cierta sistemática, de las raíces de la crisis financiera, su transmisión a la economía real, las acciones adoptadas por las autoridades para gestionarla -con particular énfasis en las adoptadas por el Banco Central Europeo-, y sus consecuencias a medio plazo. El artículo se cierra con un vaticinio sobre lo que probablemente será la "nueva normalidad".

Palabras clave: crisis financiera, política monetaria, fallos regulatorios, canales de transmisión, la nueva normalidad, BCE, *crisis management*.

1. INTRODUCCIÓN

Transcurridos más de cinco años desde el comienzo de la crisis, la más severa en varias generaciones, podemos extraer algunas lecciones sobre la eficacia de las medidas adoptadas para restablecer la

(*) La elaboración de este artículo ha sido parcialmente financiada por los proyectos 2011/00033/001 (Ministerio de Ciencia e Innovación) y 2008/00059/004 (Dirección General de Universidades de la Comunidad de Madrid).

estabilidad y la solidez del sistema financiero y de la economía. Reflexionar en voz alta sobre la crisis de la última parte de los 2000 y su gestión supone un esfuerzo por luchar contra la paradoja de Cirka y Corrigan (2010), según la cual, aunque somos testigos de numerosas crisis de todo tipo, hemos avanzado de forma lenta y limitada en lo que se refiere a su estudio en el marco de nuestros programas de formación académica. Las nociones que aquí se incluyen son observaciones personales que pretenden ayudar a entender qué y cómo explicar dicha crisis de 2008 y, de modo particular, la política monetaria actual, cuyo carácter no convencional es históricamente novedoso. Los comentarios se centran en la crisis financiera global de 2007 a 2010. Las peculiaridades de la crisis de deuda soberana europea, 2010-2013, requerirían un tratamiento específico que en este trabajo no se aborda.

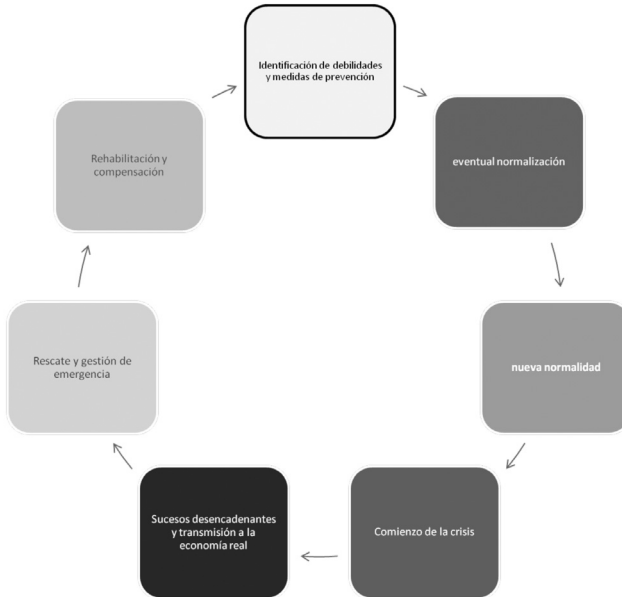
En este artículo se busca proporcionar una base factual que ofrezca una visión suficientemente amplia de cómo se gestionó desde el Banco Central Europeo la crisis financiera de 2008 y de lo que sucedía antes y después de estas actuaciones. En todo momento se pueden presentar las objeciones que plantean Boin *et al.* (2005) o Wooten y James (2008) sobre la usual dificultad de contar con este tipo de datos. En este trabajo se intentan minimizar tales limitaciones recurriendo a la experiencia de primera mano de sus autores, tanto como Consejero del BCE, como desde la cercanía que proporciona ser observadora externa vinculada como profesora visitante a la Universität Goethe de Frankfurt.

El trabajo se estructura de la siguiente forma. El segundo epígrafe examina la idea de crisis y ofrece una taxonomía de las crisis, que permita el estudio y gestión de estos procesos. En los epígrafes siguientes iremos abordando las sucesivas etapas características de la crisis de 2008 y su gestión por parte de un actor clave, la autoridad monetaria, el BCE. El trabajo concluye con una prognosis sobre los nuevos tiempos.

2. CRISIS: TIPOLOGÍA Y GESTIÓN

Shrivastava *et al.* (2013, p. 8) distinguen las siguientes etapas generales en la gestión de la crisis: (i) analizar las causas, (ii) comprender las consecuencias, (iii) diseñar y aplicar estrategias de resolución de la crisis y (iv) ajustar el sistema al nivel de la normalidad. Turner y Pidgeon (1997) y Shrivastava *et al.* (1988), entre otros autores, consideran que la crisis es un proceso que acontece y se despliega a lo largo del tiempo y del espacio, generando diferentes impactos. El gráfico 1, elaborado a partir de Shrivastava *et al.* (2013), aborda el estudio de las crisis como si éstas fueran, en efecto, procesos. Esta representación tan simplificada ayuda a comprender cómo ha evolucionado cada crisis, cómo ha sido su gestión y cómo podrían abordarse las siguientes, partiendo de las enseñanzas aprendidas.

Gráfico 1 VISIÓN DE LA GESTIÓN DE LA CRISIS COMO UN PROCESO



Fuente: elaboración propia a partir de Shrivastava *et al.* (2013).

Resulta difícil asumir que las crisis se puedan gestionar. Lalonde y Roux-Dufort (2013) indican que gestionarlas implica planificar, guiar, controlar... pero, la pregunta entonces es, si las crisis fuesen únicas, como muchas veces se tiende a creer por desinformación, ¿cómo podrían ser éstas planificadas, guiadas y/o, controladas? ¿Y cómo se podría enseñar a gestionar las crisis siguientes? También habíamos podido leerlo anteriormente en Fernández Sánchez (2010). Obviamente las crisis no son únicas. Pueden parecerlo, pero normalmente es posible encontrar semejanzas y diferencias con las previas, y a partir de esa comparación, podrían recomendarse líneas de actuación. Gundel (2005), propone una tipología de las crisis, la cual distingue entre convencional, impredecible, intratable y fundamental. Si la crisis que queremos abordar se aproxima más a uno u otro de estos tipos de crisis, podríamos prevenirnos y emprender su gestión con mayor agilidad, precisión y premura y empleando las herramientas más adecuadas.

Las crisis *convencionales* son crisis predecibles sobre las que las organizaciones tienen capacidad de influencia. Ejemplos de este tipo de crisis pueden ser algunas catástrofes naturales, los defectos en productos que hacen que hayan de ser llamados a reparar, etc. La formación de los gestores de crisis de este tipo debería enfocarse al estudio de los modelos de planificación "clásicos" (Mintzberg, 1994a, 1994b) y a su adecuación al tipo de contingencia que se presente.

Las crisis *impredecibles o no anticipables* son aquéllas sobre las cuales las organizaciones podrían actuar, pero que resultan difíciles de prede-

cir, complicando la selección de las posibles respuestas y la escala adecuada de las mismas. Existen mecanismos de respuesta, pero no se sabe cuándo habrá que usarlos. La enseñanza en estos casos debería dirigirse a canalizar de la mejor forma posible la aplicación de estas medidas ya disponibles, a partir de las herramientas sugeridas por Weick (1993): la posibilidad de improvisar, la existencia de roles fluidos, la capacidad para mantener un sistema de interacciones mutuas y una relativa sabiduría.

Las *crisis intratables* sí se pueden predecir, pero no hay forma de resolverlas, habida cuenta de la alta complejidad de los sistemas en que se manifiestan, que impide a los directivos comprender su dinámica subyacente. Se sabe cuándo habría que usar mecanismos de defensa, pero no cuáles son éstos. Para Gatot y Jacques (1997), lo relevante en este tipo de crisis y su adecuada gestión radica en comprender el proceso que hace que un problema pequeño se acelere, así como los factores que actúan como aceleradores, dando lugar a una crisis.

Por último nos referiremos a las crisis *fundamentales*, que serían aquéllas que ni se pueden predecir, ni se puede actuar sobre ellas. Ahora bien, como la impredecibilidad completa no existe, Roux-Dufort (2007) nos señala que hemos de pensar en estas crisis como eventos de gran magnitud que nos fuerzan a pensar más allá de las soluciones y modelos convencionales. Esta línea de pensamiento la encontramos también en Lindbeck (1993) en su obra sobre *Paro y Macroeconomía*. Por así decir, estas crisis nos permiten identificar vulnerabilidades en las que antes no se había detenido nuestra atención, ayudándonos a establecer mecanismos y fuerzas de cambio y transformación e identificando los desequilibrios sociales, organizativos e individuales que suelen dar lugar a la ruptura. El cuadro 1 sintetiza estas ideas y la tipología presentada.

Cuadro 1
SIMPLIFICACIÓN DE LA TIPOLOGÍA DE CRISIS

Tipo de crisis	¿Cuándo ocurrirá?	¿Cómo gestionarla?	Conocimientos clave
<i>Convencional</i>	Sí se sabe	Sí se sabe	Aplicar adecuadamente los modelos de planificación (escuela de Mintzberg)
<i>No anticipable</i>	No se sabe	Sí se sabe	¿Cómo aplicar las soluciones conocidas de la forma más ágil y rápida posible?
<i>Intratable</i>	Sí se sabe	No se sabe	¿Qué factores aceleran la aparición y desarrollo de la crisis? ¿Cómo? ¿Cuánto?
<i>Fundamental</i>	No se sabe	No se sabe	¿Dónde están las vulnerabilidades? ¿Qué mecanismos se podrían aplicar y qué interrelaciones existen entre ellos?

Fuente: elaboración propia a partir de Gundel (2005).

3. LA CRISIS DE 2008: PROCESO DE GESTIÓN

Aún podemos recordar vívidamente la operación “liquidity-providing fine-tuning with full allotment” que el BCE sacó adelante el 9 de Agosto de 2007 para evitar el equivalente a una “sequía súbita” en el mercado de dinero interbancario en euros. Después de más de cinco años, aún se siguen tomando medidas de este tipo y no puede decirse que la crisis haya acabado definitivamente. Al humor clarividente y un tanto cínico de Albert Einstein se debe la expresión: “La teoría es cuando se sabe todo y nada funciona. La práctica es cuando todo funciona y nadie sabe por qué”. En este caso hemos combinado la teoría y la práctica: nada funciona... y nadie sabe por qué. Éste es, en la jerga de algunos economistas, uno de los equilibrios múltiples posibles. El equilibrio malo, ciertamente. Y, en efecto, en las semanas posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre y octubre de 2008, todo un 11-S financiero, nada funcionaba y nadie sabía por qué. Era un tiempo de “cisnes negros”, que es como Nassim Taleb (2007) denomina a aquellos acontecimientos impredecibles, de vasto impacto y consecuencias. Fueron semanas en las que todo era posible, sin que tuviéramos idea de la probabilidad de ocurrencia de los distintos escenarios, algunos de los cuales resultaban difíciles de imaginar y cuyas consecuencias para nuestra vida eran imposibles de evaluar. Podemos pues aventurar que nos encontrábamos en una crisis del tipo que en el epígrafe anterior se ha denominado “fundamental”, ajustándose a las reflexiones de los ya mencionados Roux-Dufort (2007) y Lindbeck (1993).

Durante los años previos a agosto de 2007, todo parecía funcionar, y creíamos que entendíamos por qué. La *teoría de los mercados perfectos y completos* nos explicaba el acceso generoso al crédito y la casi desaparición del riesgo financiero, y la *teoría de la “gran moderación”* daba una narrativa coherente a lo que algunos dieron en llamar, en alusión al cuento infantil de Souther (1837), la *“economía de ricitos de oro”*: una economía con un dinamismo suficiente para crear empleo a buen ritmo, pero no excesivo, pues ello generaría inflación, contándose para evitarlo con la ayuda de los bancos centrales y con la flexibilidad de los mercados.

Desde otoño de 2008 sabemos que falló todo. Fallaron los gobiernos y sus políticas fiscales, los bancos centrales, los supervisores y los reguladores financieros, los bancos y sus mecanismos de control, y todos los ciudadanos que, por ignorancia o avaricia, participaron con entusiasmo en la fiesta financiera e inmobiliaria.

3.1. Las condiciones previas

En la génesis de la crisis encontramos una combinación singular de factores que han afectado tanto al entorno “macro” del sistema financiero, como al comportamiento “micro” de instituciones y segmentos específicos del mercado. Y, además, se pusieron de manifiesto notables deficiencias en la regulación financiera y la supervisión.

En lo referente al marco macroeconómico, a fines de los noventa comienzan a observarse los llamados “desequilibrios globales”. En esos

años, algunas economías emergentes, principalmente asiáticas, con productividad muy dinámica, pero sistemas financieros y de protección social poco desarrollados, comenzaron a acumular un exceso de ahorro y elevados superávits por cuenta corriente. Al mismo tiempo, en algunas economías avanzadas, especialmente en EE.UU., las tasas de ahorro privado cayeron fuertemente, al tiempo que el dinamismo de la innovación y liberalización financieras facilitaban la financiación con deuda de una demanda interna en rápida expansión, lo que se tradujo en déficits crónicos por cuenta corriente.

La persistencia de grandes desequilibrios financieros durante un largo período, junto con unas condiciones monetarias y fiscales relajadas en un entorno de baja inflación, fomentaron un incremento significativo del endeudamiento de las familias, las empresas y los bancos, un aumento considerable del apetito por el riesgo y una desviación creciente de los precios de las viviendas y otros activos respecto de sus valores fundamentales.

Pasando a examinar los factores microeconómicos, la causa principal de la crisis se puede encontrar en la notoria infravaloración del riesgo, registrada en un contexto de rápida innovación financiera, que facilitó la aparición de productos opacos y "sistemas bancarios en la sombra". En el entorno macroeconómico descrito, los tipos de interés y las primas de riesgo descendieron a niveles excepcionalmente bajos en términos históricos, fomentando la "caza de rendimientos" por parte de los inversores.

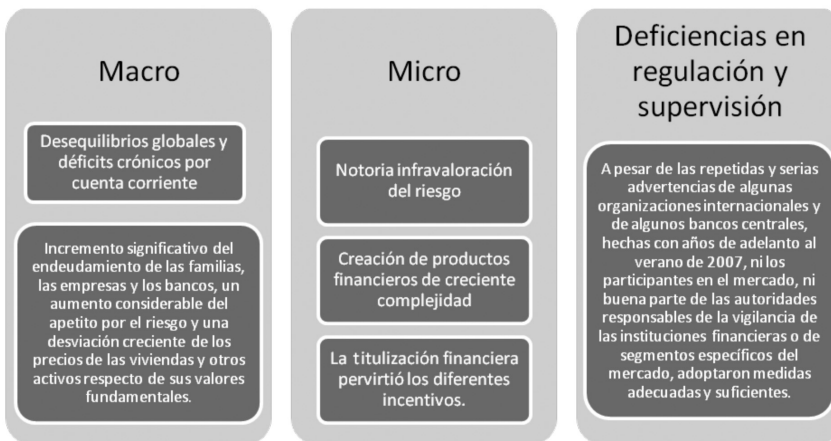
El sector financiero internacional respondió a la vibrante demanda de activos creando productos de creciente complejidad, y en especial, formas muy sofisticadas y poco transparentes de titulización, con riesgos difíciles de evaluar. Debido a esto, no existían mercados secundarios para muchos de los nuevos instrumentos, dando lugar a riesgos de valoración y de liquidez considerables, al tiempo que la opacidad de la distribución del riesgo hizo, y sigue haciendo, difícil conocer y valorar las exposiciones de las entidades financieras.

De esta forma, la titulización financiera pervirtió los incentivos de emisores, intermediarios e inversores, causando una notable relajación de los criterios para la concesión de crédito y una sorprendente concentración de riesgos en la banca. La falta de incentivos para analizar y hacer un seguimiento a los prestatarios explica que muchos inversores adquiriesen activos de mala calidad.

Una pregunta clave es por qué estos inversores no prestaron mayor atención a los riesgos que asumían. Sin duda, éstos hicieron dejación en su obligación de análisis previo del riesgo, y confiaron excesivamente en las agencias de calificación, actitud a la que no fueron ajenas las regulaciones financieras. Estas agencias estaban, y siguen estando, sujetas a posibles conflictos de intereses que es imperativo erradicar. De igual manera, las remuneraciones y los incentivos basados en los beneficios a corto plazo tendieron a enseñorearse del sector financiero, animando la toma de un nivel de riesgo excesivo, en detrimento de la solidez a largo plazo de las instituciones financieras.

Como ya se ha dicho, la explicación de la crisis financiera sería incompleta sin traer a colación las deficiencias de los marcos de regulación y supervisión. Una de las lecciones de la crisis es que, en muchos casos, los mecanismos tradicionales de supervisión han demostrado ser insuficientes para identificar a tiempo la naturaleza y la magnitud de los riesgos, así como para imponer medidas preventivas y correctoras. De hecho, a pesar de las repetidas y serias advertencias de algunas organizaciones internacionales y de algunos bancos centrales, hechas con años de adelanto al infausto verano de 2007, ni los participantes en el mercado, ni buena parte de las autoridades responsables de la vigilancia de las instituciones financieras o de segmentos específicos del mercado, adoptaron medidas adecuadas y suficientes. Así que, en un principio, y siguiendo la terminología de Guntel (op. cit.), podemos pensar que la crisis de 2008 arrancó como una crisis del tipo "intratable", puesto que se intuía el riesgo en que se estaba incurriendo, pero no se sabía, o no se quería saber, cómo tratarlo (cuadro 1). El cuadro 2 resume la génesis de la crisis de 2008.

Cuadro 2
SÍNTESIS DE LA GÉNESIS DE LA CRISIS DE 2008



3.2. Sucesos desencadenantes y transmisión a la economía real

Como sucede con frecuencia, las crisis financieras se desencadenan por eventos de relevancia aparentemente escasa. En el verano de 2007, tras unos meses de anormal volatilidad, el mercado de hipotecas "subprime" y las titulaciones que tenían estas hipotecas como subyacente comienza a sufrir problemas de liquidez. Algunos "bancos en la sombra" europeos rechazan reembolsar estos productos, ante la imposibilidad de fijarles un precio. La refinanciación de sus posiciones en dólares se hace muy difícil, lo que desplaza las tensiones a los mercados monetarios, y entre ellos el de "swaps en divisas". Y es a través de este canal, y del de la incertidumbre asociada a las exposiciones de los bancos al mercado "subprime", como se inician las turbulencias financieras. Inicialmente,

éstas fueron contenidas por inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales. Sin embargo, las percepciones de riesgo se reajustan, creándose un fenómeno de contagio que progresivamente afecta a todos los activos conectados con la propiedad inmueble. Las subsiguientes espirales de iliquidez van transformándose en problemas de insolvencia, que llegan a su clímax con la quiebra de Lehman Brothers. Y de esta forma, lo que comenzó como una crisis de liquidez en un segmento del mercado, se convirtió en poco más de un año en una crisis financiera sistémica de carácter global, con una pérdida generalizada de la confianza que se manifiesta ya en consecuencias reales, con una drástica caída del comercio internacional y un desplome de las tasas de crecimiento. Todo ello llevó a evocar la crisis de 1929 como más claro precedente histórico.

Cuando se compara la crisis del 29 con la situación actual pueden apreciarse algunas divergencias notables. Mencionaremos en primer lugar la diferencia en el ritmo de recuperación. Las comparaciones históricas indican que el colapso de la actividad económica mundial durante el primer año de la presente crisis fue tan severo como durante la Gran Depresión, o incluso más, pero también que la recuperación se inició en una fase mucho más temprana: un año ahora frente a tres entonces. Al mismo tiempo, en la crisis actual, el derrumbe inicial del comercio mundial fue más acusado y más sincronizado que durante la Gran Depresión: casi un 30% de caída en tan solo cuatro meses, desde septiembre del 2008 hasta enero del 2009. Este dato se atempera al constatarse que la contracción del PIB y la destrucción de puestos de trabajo durante esta crisis han sido menos acusadas que en la Gran Depresión, con excepciones notables: en el caso de Alemania el desempleo ha caído, mientras que en España casi se ha triplicado.

Una segunda diferencia digna de mencionar es que aunque en ambas crisis se ha producido una desestabilización de los mercados financieros y de los sectores bancarios, la primera señal se dio en segmentos muy diferentes: la bolsa en 1929 y el mercado de créditos hipotecarios de alto riesgo en el 2007. En ambos casos, los sistemas financieros internacionales y nacionales sufrieron graves desajustes, que dieron paso a un colapso de la actividad económica e industrial mundial.

La tercera diferencia afecta a la naturaleza del colapso financiero reciente, que es mucho más compleja, debido a la sofisticación del sistema financiero. La aparición y desarrollo de la titulización y el modelo bancario de "originar para distribuir", junto con la consiguiente dependencia de los bancos respecto de los mercados mayoristas de financiación, han actuado como canales de transmisión y propagación de las perturbaciones iniciales durante la crisis actual.

En cuarto lugar, el alto grado de integración financiera internacional y la globalización explican por qué las perturbaciones financieras se han transmitido durante la crisis actual de manera más sincronizada, más rápida y más intensa que en el pasado, pero, y he aquí una quinta diferencia, sin sufrir el efecto amplificador contractivo que en los años 30 tuvo el mecanismo del patrón-oro.

Concretando un poco más, probablemente la principal diferencia entre las dos crisis reside en la velocidad de adopción y la envergadura de

las medidas discrecionales adoptadas por las autoridades. Y, en efecto, la crisis del 29 se ha definido como un caso en el que las autoridades fracasaron en la adopción de programas para prevenir el colapso financiero.

Y cabe también recordar un elemento estructural, que ha desempeñado un importante papel en la crisis de 2008: la existencia, en gran parte de las economías actuales, de estabilizadores fiscales automáticos que han contribuido notablemente a atenuar el impacto macroeconómico del colapso de la actividad. Asimismo, un grado de cooperación internacional mucho más alto, en contraste con la oleada de proteccionismo de la década de los treinta, también ha tenido una influencia positiva en la crisis actual. Este alto grado de coordinación es observable tanto entre las autoridades nacionales, dentro de sus ámbitos, como a nivel internacional. A este respecto debe notarse, junto a la activa cooperación de los bancos centrales, el papel central que en la gobernanza económica mundial ha pasado a ocupar el G-20, cuyas cumbres nacieron en 2008 como una respuesta a la doble necesidad de hacer frente a la crisis financiera global y de dar en esta tarea protagonismo a las principales economías emergentes. La intensificación de la cooperación constituye una señal importante del compromiso de la comunidad internacional para mitigar los efectos de la crisis y afrontar sus causas de manera efectiva y duradera. En el cuadro 3 hemos procedido a resumir estas diferencias.

Cuadro 3
DIFERENCIAS RELEVANTES ENTRE LAS CRISIS DE 1929 Y 2008

Diferencia en el ritmo de recuperación	Desestabilización del mercado de créditos hipotecarios	La titulización y el modelo bancario han actuado como canales de transmisión y programación de las perturbaciones iniciales
Integración financiera internacional y globalización han acelerado la transmisión de las perturbaciones financieras, de forma más sincronizada y más intensa	No se ha sufrido el efecto amplificador que desempeñó en su momento el patrón oro	Existencia de estabilizadores fiscales automáticos
	Rápida velocidad de adopción de medidas discrecionales de gran envergadura tomadas por las autoridades, en un marco de alto grado de cooperación internacional	

3.3. *Rescate y gestión de emergencia*

Puede ser útil concebir la respuesta europea en dos fases. En primer lugar, se ha respondido a lo que podríamos llamar los desafíos agudos e inminentes, entendiendo por tales los cambios en la confianza de los

inversores y la psicología del mercado, que provocaron pánico en los mercados y el contagio transfronterizo.

Es posible distinguir dos líneas de defensa principales en este primer tipo de respuesta. La *primera* ha consistido en el aumento de la provisión de liquidez por parte de los bancos centrales. Con las medidas extraordinarias de provisión de liquidez los bancos centrales trataron de que la sequía de fondos en los mercados financieros no se tradujese en un desplome del crédito. En la zona euro, el BCE puso en marcha su política de "apoyo reforzado el crédito", consistente en ofrecer al sector bancario facilidades para refinanciarse (expansión de las garantías admitidas, alargamiento de los plazos de los préstamos, subastas de fondos a tipo de interés fijo con adjudicación plena de las pujas, financiación en dólares, y compra de cédulas, entre otras), con la finalidad de evitar un recorte masivo de líneas de crédito que hubiera traído consigo una depresión similar a la de los años 30.

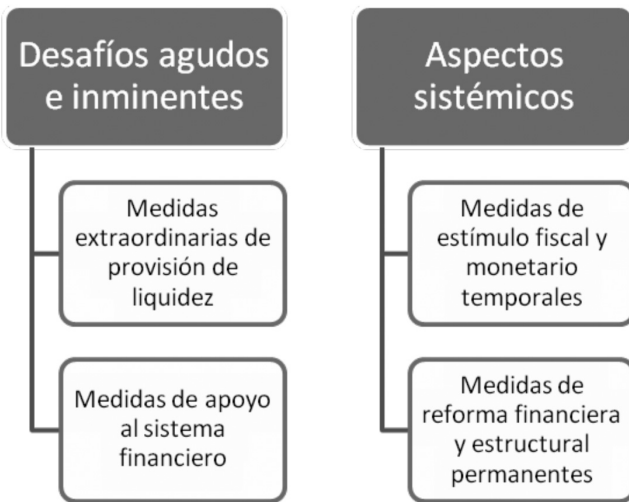
La *segunda* incluye las múltiples medidas destinadas a garantizar y reforzar la estabilidad financiera. En relación con estas medidas de apoyo al sistema financiero, destinadas a contrarrestar la pérdida de confianza que siguió a la caída de gigantes financieros como Lehman Brothers o AIG y la desaparición de la banca de inversión norteamericana, éstas consistieron en garantías en la emisión de deuda bancaria, inyecciones de capital y esquemas de protección de activos, por un importe cercano a los dos billones de euros en la zona euro. La magnitud de estos apoyos, coordinados y vigilados por la Comisión Europea, siempre remunerados a favor del contribuyente y que en gran parte ya han caducado, llegó a equivaler a dos veces el PIB anual español (algo más de 2 billones de euros). Esta segunda línea de defensa ha evitado la implosión del sector financiero y, con ella, la del sustento de nuestras actividades básicas, pues pocas de ellas pueden sobrevivir tal como las conocemos sin el concurso del ahorro y el crédito.

El segundo tipo de respuesta del BCE se ha dirigido a responder a los aspectos sistémicos de la crisis, es decir, a las debilidades subyacentes económicas e institucionales que han llevado a que cobrasen vida los efectos agudos. Estas actuaciones han de ir dirigidas a encontrar una solución sostenible a la crisis y evitar un resurgimiento originado en la debilidad de la economía real. Así pues, como tercera línea de defensa tenemos las extraordinarias medidas de estímulo fiscal y monetario. Los denominados estabilizadores automáticos –esto es, los aumentos de gastos como las prestaciones por desempleo, y las menores recaudaciones impositivas que acompañan a la caída de nuestros ingresos y nuestro consumo- han contribuido significativamente a la expansión fiscal.

Dadas las perspectivas de una grave recesión, los gobiernos de la zona del euro decidieron reforzar el impulso presupuestario, al anunciar en otoño de 2008 una serie de medidas discrecionales coordinadas de estímulo a la actividad. Según las estimaciones de la Comisión, el impulso presupuestario representó en Europa cerca de un 5% del PIB acumulado para 2009 y 2010. Se trata de una cifra muy elevada, también en comparación con otras grandes regiones económicas.

Una característica clave de las medidas de estabilización adoptadas ha sido su vocación de temporalidad, bien diferente de la deseable permanencia de las medidas de reforma financiera, fiscal y de mercados. La sostenibilidad de la recuperación ha pasado y pasa por aplicar con diligencia “estrategias de salida” adecuadas de la que ha sido una respuesta de emergencia, en lo fiscal, en lo monetario y en lo financiero. Cualquier estrategia de choque prolongada en exceso convierte el remedio en algo peor que la enfermedad, y esto explica en parte los problemas que subsisten a ambos lados del Atlántico. El cuadro 4 sintetiza gráficamente este epígrafe.

Cuadro 4
RESCATE Y GESTIÓN DE EMERGENCIA



3.4. Identificación de debilidades y medidas de prevención

En el ámbito monetario, cabe recordar que desde el principio de la crisis, el BCE ha ajustado significativamente su política monetaria en respuesta a la disminución de los riesgos para la estabilidad de precios en la zona del euro. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció una reducción de 50 puntos básicos de su tipo de interés de referencia, en una acción coordinada con otros bancos centrales, incluida la Reserva Federal. Desde entonces, el BCE redujo los tipos en 350 puntos básicos hasta el 0,75%, nivel sin precedentes al que se ha mantenido desde Julio de 2012.

A más largo plazo, las medidas adoptadas sólo podrán demostrar su utilidad para sentar las bases de un crecimiento y prosperidad sostenida si se aplican de forma consistente con los objetivos de estabilidad de precios, estabilidad financiera y sostenibilidad presupuestaria; esto es, si se entiende que las medidas adoptadas son necesariamente temporales. La política monetaria no ha iniciado su proceso de normalización en la zona del euro, debido al desencadenamiento de la crisis de deuda soberana,

que no es objeto de este trabajo. Son ya excepción las garantías y apoyos al sistema financiero salvo en economías de la periferia. El reto continúa siendo el reequilibrio de las finanzas públicas, algo que tienen en común los EE.UU., el Reino Unido, Japón y algunas economías de la periferia de Europa. Y en el caso de la zona euro, estas dificultades fiscales están en la raíz de una de las paradojas más llamativas de nuestra actualidad. Porque frente al resonante éxito que ha sido el euro durante sus trece años de existencia, también es cierto que la zona euro es hoy el epicentro de las tensiones financieras a nivel global.

Más de cinco años de profunda crisis han confirmado la necesidad de reforzar el marco de supervisión macroprudencial del sistema financiero y su relación con el marco tradicional de supervisión de entidades, sectores y mercados. El creciente papel de los factores macrofinancieros, la intensidad de las relaciones entre mercados e instituciones, así como el elevado grado de integración financiera internacional, requieren un refuerzo de la normativa de supervisión macroprudencial. En este contexto, la Unión Europea se ha dotado a sí misma del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (CERS), con el mandato de identificar y evaluar los riesgos para la estabilidad del sistema financiero de la Unión Europea y de emitir alertas si considera que los riesgos detectados parecen significativos. Cuando resulte apropiado, el CERS podrá complementar dichas alertas con recomendaciones sobre las medidas correctoras que convenga adoptar.

Asimismo, supervisores y reguladores han de prestar más atención a los retos derivados del arbitraje regulatorio. De hecho, muchos procesos de innovación financiera y todo un sistema financiero "en la sombra" florecieron con la finalidad de eludir el cumplimiento de la normativa, y en particular, la referida a las exigencias de capital. Abordar este problema es urgente en el contexto actual, dada la importancia de las instituciones financieras multinacionales grandes y complejas que operan con diferentes regulaciones nacionales. A este respecto, la respuesta europea -reglamento único y sistema único de supervisión- ha sido muy destacada. Ya se han realizado notables progresos en los foros internacionales en lo que respecta a identificar y aplicar las medidas correctoras necesarias. En septiembre de 2010 se alcanzó el acuerdo "Basilea III", que es un paquete de nuevas medidas de regulación sobre las exigencias de capital, definición de capital, apalancamiento y liquidez. Su plena vigencia, tras un amplio periodo de transición, contribuirá a mejorar la resistencia del sector bancario internacional y su capacidad para resistir las perturbaciones, al aumentar apreciablemente la cantidad y la calidad del capital regulatorio y de los activos líquidos. Y al mismo tiempo, se está progresando con rapidez en otros frentes, como: la introducción de un marco regulador efectivo para las instituciones sistémicamente importantes, el desarrollo de prácticas de remuneración adecuadas a la estabilidad financiera, la transparencia de las instituciones financieras, los instrumentos y los mercados que sean relevantes para la estabilidad sistémica, evitar un arbitraje regulatorio, la excesiva influencia de las agencias de calificación en los marcos de regulación y la mejora del funcionamiento de los mercados de derivados.

En cuanto a la actuación de los bancos centrales en los países occidentales, puede decirse que han desplegado medidas no convencionales con largueza, sin poner en riesgo su credibilidad anti-inflacionista. Esta experiencia refuerza dos ideas clave para la toma de decisiones ligadas a la política monetaria. En primer lugar, que la estabilidad de precios es la principal contribución de los bancos centrales a la estabilidad macroeconómica y, en segundo lugar, que la independencia del banco central es un requisito previo para la credibilidad (González-Páramo, 2012a). El cuadro 5 pretende resumir estas características del proceso hacia una eventual normalidad.

Cuadro 5 PROCESO HACIA LA EVENTUAL NORMALIZACIÓN



4. HACIA UNA NUEVA NORMALIDAD

Como se ha indicado, el impacto inicial de la crisis financiera sobre la economía real vino de la mano del desplome de la confianza, que retrajo el consumo, la inversión, el comercio exterior y las contrataciones. A ello se sumó la pérdida de riqueza de las familias, cuyos activos se vieron seriamente afectados debido al pinchazo de la burbuja inmobiliaria, a la caída de los valores bursátiles, y a la disminución del crédito proporcionado por unos bancos con balances severamente dañados. La intervención de los gobiernos y los bancos centrales proporcionando impulso fiscal, tipos de interés bajos y liquidez abundante evitó la repetición de una nueva crisis de los años 30, y la medidas regulatorias que están en marcha definirán el retorno a la normalidad, una "nueva normalidad".

Nueva por varios motivos. *Primero*, porque necesariamente nos enfrentaremos a una mayor volatilidad macroeconómica y un menor creci-

miento potencial, como ocurrió tras las crisis financieras sistémicas registradas en el pasado. *Segundo*, porque los sectores inmobiliario y de la construcción deberán someterse a un severo y prolongado ajuste en muchos países. *Tercero*, porque tanto la experiencia de esta crisis como los nuevos estándares crediticios impondrán unas valoraciones más rigurosas y conservadoras de activos e inmuebles ofrecidos como garantía del crédito. *Cuarto*, porque el precio de los riesgos de crédito y de liquidez se mantendrá a niveles más elevados que los absurdamente reducidos valores observados en años previos a la crisis, tanto que el riesgo llegó a desaparecer como elemento relevante en las decisiones económicas. *Quinto*, porque las nuevas regulaciones sobre capital y liquidez harán a nuestro sistema financiero más resistente y estable, pero probablemente ello tenga como consecuencia un encarecimiento del coste de la intermediación financiera y, por tanto, del crédito. Y *sexto*, porque los bancos centrales, además de trabajar en la supervisión macroprudencial, tendrán una mayor tendencia a “remar contra el viento”, es decir, a evitar períodos de tipos de interés demasiado bajos mantenidos durante demasiado tiempo, pues hemos aprendido bien las nefastas consecuencias de estas políticas sobre el grado de fragilidad de nuestro sistema financiero (González-Páramo, 2012b). El cuadro 6 agrupa estos elementos diferenciadores.

Cuadro 6
ALGUNOS RASGOS DEFINITORIOS DEL NUEVO NORMAL

Mayor volatilidad macroeconómica y un menor crecimiento potencial	Los sectores inmobiliario y de la construcción deberán someterse a un severo y prolongado ajuste en muchos países	Valoraciones más rigurosas y conservadoras de activos e inmuebles ofrecidos como garantía del crédito
El precio de los riesgos de crédito y de liquidez se mantendrá a niveles más elevados que los reducidos valores observados en años previos a la crisis	Encarecimiento del coste de la intermediación financiera y, por tanto, del crédito	Los gobiernos han de acometer la salida de las medidas expansionistas a gran escala .
Los bancos centrales tenderán a evitar evitar períodos de tipos de interés demasiado bajos mantenidos durante demasiado tiempo	El saneamiento de las finanzas públicas es necesario y urgente	Búsqueda de competitividad y flexibilidad

En suma, en la “nueva normalidad” el sector financiero será más pequeño en relación a la economía y más conservador en sus criterios, el crédito crecerá a ritmos más moderados que en el pasado y su coste será algo mayor.

De igual forma, para alcanzar esa “nueva normalidad”, los gobiernos tendrán que acometer retos difíciles, como la salida de las medidas expansionistas a gran escala, adoptadas durante la crisis para respaldar a la economía a corto plazo. A consecuencia de la formidable expansión fiscal y de

la contracción de la producción, la situación fiscal se ha deteriorado en casi todos los países, en algunos casos de forma muy significativa, a ambos lados del Atlántico y a ambos lados del Canal de la Mancha. En este contexto, los mercados financieros han centrado su atención, cada vez más, en la solvencia de los estados. El saneamiento de las finanzas públicas es necesario y urgente para proteger la sostenibilidad a largo plazo y para garantizar la confianza, prerequisite para volver a crecer y crear empleo.

El ajuste presupuestario, sin embargo, sólo es una condición necesaria para la recuperación. Si miramos a nuestro alrededor comprobaremos que las economías que más rápido se están recuperando –las del centro y el norte de Europa– son aquéllas que, además de una mejor situación de las finanzas públicas, tenían unos mercados de trabajo y de productos más competitivos y flexibles antes de la crisis. Flexibilidad que no equivale a precariedad, sino a capacidad de respuesta y ajuste a las nuevas condiciones sin pérdidas masivas de empleo como las que aquejan a la economía española, que amenazan el presente y el futuro de la generación más joven.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Boin, A.; Hart, P.; Stern, E. y Sundelius, B. (2006): *The Politics of Crisis Management. Public Leadership under Pressure*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Cirka, C. C. y Corrigan, E. A. (2010): "Expanding possibilities through metaphor: Breaking biases to improve crisis management", *Journal of Management Education*, vol. 34, n° 2, pp. 303-323.
- Fernández Sánchez, E. (2010): *Administración de empresas: un enfoque interdisciplinar*, Paraninfo, Madrid.
- Gatot, L. y Jacques, J. (1997): "De l'incident a la catastrophe. Une approche cognitive", *Préventique Sécurité*, n° 33, pp. 94-102.
- González-Páramo, J. M. (2012a): "What has Europe learnt from the crisis?", discurso pronunciado como miembro del Consejo de Gobierno del BCE en la OMFIF Conference, *On the cusp: The world economy at a turning point. Strengthening stability at a time of challenge and change*, Frankfurt am Main, 15 de marzo.
<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120315.en.html>
- González-Páramo, J. M. (2012b) "Closing remarks at the colloquium: Monetary policy in unconventional times", miembro del Consejo de Gobierno del BCE, Frankfurt am Main, 16 de mayo.
http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120516_1.en.html
- Gundel, S. (2005): "Towards a New Typology of Crises", *Journal of Contingencies and Crisis Management*, vol. 13, n° 3, pp. 106-115.
- Lalonde, C. y Roux-Dufort, C. (2013): "Challenges in Teaching Crisis Management: Connecting Theories, Skills, and Reflexivity", *Journal of Management Education*, vol. 37, febrero, pp. 21-50.

- Lindbeck, A. (1993): *Paro y macroeconomía*, Alianza Editorial, Madrid, 1994.
- Mintzberg, H. (1994a): "The fall and rise of strategic planning", *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 107-114.
- Mintzberg, H. (1994b): *The Rise and Fall of Strategic Planning: Reconceiving the Roles for Planning, Plans, Planners*, Free Press, Nueva York.
- Roux-Dufort, C. (2007): "Is Crisis Management (Only) a Management of Exceptions?", *Journal of Contingencies and Crisis Management*, vol. 15, nº 2, junio, pp.105-114.
- Shrivastava, P.; Mitroff, I. I.; Miller, D. y Miglani, A. (1988): "Understanding industrial crises", *Journal of Management Studies*, vol. 25, nº 4, pp. 285-304.
- Shrivastava, P.; Mitroff, I. y Alpaslan, C. M. (2013): "Imagining an Education in Crisis Management", *Journal of Management Education*, vol. 37, febrero, pp. 6-20.
- Souther, R. (1837): "The Story of the Three Bears", en *The Doctor*, Longman.
- Taleb, N. N. (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House y Penguin, Nueva York
- Turner, B. A. y Pidgeon, N. F. (1997): *Man-Made Disasters*, Butterworth-Heinemann Limited.
- Weick, K. (1993): "The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster", *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, pp. 628-652.
- Wooten, L. P. y James, E. H. (2008): "Linking Crisis Management and Leadership Competencies: The Role of Human Resource Development", *Advances in Developing Human Resources*, vol. 10, nº 3, junio, pp. 352-379.

ABSTRACT

The financial crisis of the late 2000s is neither the first nor the sole global crisis that has brought about a huge economic recession. However, it does have certain features of a particular complexity. Mismatched economic policies, global inequalities, regulatory failures and insufficiencies, unadjusted incentives and financial innovation have all combined to give birth to "the crisis of our age". This contribution attempts a systematic approach to the causes of the financial crisis, its spreading to the real (productive) economy, the actions taken by the public authorities to contain it – with a special emphasis on those adopted by the European Central Bank – and its results in the middle term. The article concludes with some insights on what will probably be the "new normality" in the aftermath of the crisis.

Key words: financial crisis, monetary policy, regulatory failures, transmission channels, ECB, crisis management.