Una década de arquitectura

«Produce cierta inquietud la sospecha de que la próxima crisis se generará en segmentos que, hoy por hoy, los reguladores seguramente ignoran»

Hace 10 años, la economía mundial se recuperaba del efecto de las crisis de Rusia y LTCM. Los reguladores y supervisores mundiales se preguntaban qué había funcionado mal; cuáles eran las causas de la propensión a la inestabilidad del sistema financiero internacional y qué reformas podían atenuarla. Mientras se producían estos debates, la burbuja tecnológica comenzaba a desinflarse, se presentía la tragedia en Argentina y pocos sospechaban que una empresa modélica como Enron iba a cuestionar los fundamentos de la contabilidad empresarial y el gobierno corporativo en Estados Unidos.

Diez años después, nos encontramos sumidos en una crisis mucho más profunda, que ha puesto en entredicho el modelo de crecimiento de los países desarrollados, basado en un sistema financiero globalizado y altamente tecnificado. Los reguladores se preguntan nuevamente qué ha fallado, e impulsan reformas de la regulación internacional que impidan los excesos detectados.

Pero la agenda de reformas ha cambiado significativamente: el foco de preocupación ha pasado de los países emergentes a los más desarrollados; de los mercados a los intermediarios; de cómo limitar las ayudas públicas para frenar el "riesgo moral" a una oleada de apoyos sin precedentes a los principales bancos mundiales, acompañada de una expansión fiscal y monetaria que tampoco tiene parangón.

¿Qué ha ocurrido para que la agenda de reformas haya cambiado tan radicalmente? Por un lado, la emergencia de China ha provocado (y continúa provocando) profundas transformaciones en la economía mundial, desde el aumento del precio relativo de las materias primas, hasta la caída de las manufacturas, los desequilibrios globales o la acumulación de reservas en bancos centrales y fondos soberanos emergentes. Estas transformaciones están beneficiando a las economías emergentes exportadoras de materias primas y, al mismo tiempo, permiten mantener tipos de interés reales muy bajos en los principales países por la contención general de la inflación.

Los países emergentes han mejorado su marco institucional y la calidad de sus políticas económicas, a raíz de las crisis de las décadas anteriores. Por el contrario, los países desarrollados han descuidado sus políticas, en parte porque la disciplina de mercado no ha funcionado. En Europa, especialmente, el éxito de la adopción del euro indujo un exceso de confianza tanto por parte de las autoridades como de los mercados, cuyos efectos se han percibido en la fase adversa del ciclo. La preocupación por el riesgo soberano, que hace 10 años sólo parecía existir en algunas economías emergentes, se concentra ahora en los países desarrollados, cuya deuda pública es, en algunos casos, dudosamente sostenible.

En definitiva, 10 años después nos encontramos con una mayor fragilidad financiera global, concentrada en segmentos inesperados, porque se suponía que eran los regulados y supervisados con mayor rigor. Sería una exageración afirmar que no se ha avanzado nada. Parte de la resistencia de los emergentes en esta crisis es atribuible a las reformas emprendidas hace una década. Pero lo que no ha mejorado es la capacidad preventiva de las políticas macroeconómicas y de la regulación financiera. Hoy, como hace 10 años, la regulación reacciona a las deficiencias observadas y, posiblemente, se están sentando las bases para impedir que se repitan los fallos que han generado esta crisis. Pero produce cierta inquietud la sospecha de que la próxima crisis se generará en segmentos que, hoy por hoy, los reguladores seguramente ignoran.

La arquitectura ha mejorado, la casa tiene unos fundamentos más sólidos y podrá resistir un huracán como el que la arrasó la última vez; pero la próxima vez no será un huracán, sino un terremoto o una inundación ::

Santiago Fernández de Lis
es socio-director del Área Internacional de Afi.
E-mail: sfernandezdelis@afi.es