

LAS GRANDES CUMBRES INTERNACIONALES. Su repercusión en España

RAFAEL MORALES-ARCE

Académico de Número de la Real Academia de Doctores de España
Catedrático de Economía Financiera

1. LA CUMBRE DE WASHINGTON

La grave crisis financiera internacional propició la convocatoria de una serie de Cumbres de Jefes de Estado o de Gobierno que tuvieran la oportunidad de reflexionar sobre las problemas que afectan a las principales economías mundiales, así como la de orientar las medidas que podrían adoptarse para tratar de neutralizarlos.

La primera de ellas, la de Washington, se celebró durante los días 15 y 16 de noviembre de 2008, y en ella estuvieron presentes representantes de los países que constituyen el denominado G-20, países representativos de los diferentes segmentos y niveles de desarrollo socio-económico en el mundo. Contó con la participación de España, a quien le fue cedida la «silla» por la República Francesa, que ya contaba con su Presidente en su condición temporal de Presidente de turno de la Unión Europea.

1.1. Los grupos participantes en la cumbre

El Grupo de mayor importancia existente hasta el momento era el antiguamente denominado «G-7», formado por **Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá**, que, tras la incorporación de **Rusia**, en 1997, pasó a denominarse «G-8», y, tal y como hemos indicado, la **Unión Europea**.

Este bloque suma casi **dos terceras partes de la riqueza** del planeta y absorbe **más de la mitad** del comercio internacional.

Participa, igualmente, el denominado «G-5», integrado por **China, India, Méjico, Brasil y Sudáfrica**, que surgió en el año 2003 —para defender los intereses agrícolas de los países participantes en la Ronda de Doha— en el marco de los veinte países de mayor potencial económico. Se considera que es la voz de los países en desarrollo frente a los más industrializados. Este grupo suma, aproximadamente, el **42 por 100** de la población mundial.

El «**G-20**», por tanto, viene a ser el resultante de la integración de los dos anteriores y de algunos países adicionales: **Corea del Sur, Indonesia, Australia, Turquía, Arabia Saudita y Argentina**. Se añaden a éstos, **España y Holanda**, invitados que refuerzan la representación de la **Unión Europea**.

El Grupo fue creado en 1999 tras la crisis financiera de finales de esa década, dando voz a los países emergentes. Entre todos absorben el **90 por 100** del Producto Nacional Bruto mundial; el **80 por 100** del comercio internacional global —que incluye el que se desarrolla en la Unión Europea— y **dos tercios** de la población mundial.

Participan, además, otras organizaciones, como el **Foro de Estabilidad Financiera** —presidido actualmente por el Gobernador del Banco de Italia—; el **Fondo Monetario Internacional**; el **Banco Mundial** y la **Organización de las Naciones Unidas**, representante del conjunto de los casi doscientos países del mundo.

No estuvo presente el **Presidente electo de los Estados Unidos**, Barak Obama, aunque ha contado con dos representantes invitados a la Cumbre.

En los anexos 1 y 2 recogemos dos clasificaciones de los principales países del mundo: una, en función de su población, Producto Interior Bruto y Deuda sobre esta variable macroeconómica, y la otra, por la magnitud de su renta per-cápita. Aunque sus datos difieren en el caso de algunos países, el peso específico de aquellos que lo integran es evidente para comprender la presencia en este tipo de cumbres.

1.2. Objetivos de la cumbre

Conforme a lo expresado por Daniel Price, responsable de la Casa Blanca para los asuntos económicos internacionales, las reuniones plenarias que se celebren tratarían de satisfacer los objetivos siguientes:

- Elaborar un consenso sobre las causas fundamentales de la actual crisis.
- Revisión de las medidas adoptadas por los diversos Gobiernos hasta la fecha, y decisiones inmediatas adicionales.
- Discusión de principios comunes de reforma, como por ejemplo: mayor transparencia; refuerzo de la integridad de los sectores financieros; mejores regulaciones y una mayor y más efectiva cooperación internacional.
- A la vista de lo anterior, lograr un acuerdo sobre un plan de acción que identificara medidas concretas a aplicar.
- Organizar grupos de trabajo que prepararan recomendaciones para hacer frente a un reto descrito como «enormemente complejo». Las propuestas obtenidas serán consideradas en futuras reuniones del G-20, como las de Londres y Nueva York, a celebrar a lo largo de 2009.

1.3. Las intervenciones más destacadas

Una de las de mayor interés, celebrada dos días antes del comienzo de la cumbre, fue la del Presidente norteamericano, George Bush, en la Bolsa de Nueva York, en la que adelantaba una serie de cuestiones que podrían orientar el desarrollo de la cumbre, de las que destacamos las siguientes:

- La actual crisis financiera no ha sido un fracaso del sistema de libre mercado, y la respuesta no es intentar reinventarse el sistema.
- El G-20, que con la Unión Europea, representa el 90 por 100 del total de bienes y servicios producidos en el mundo, debe concentrarse en las reformas necesarias para prevenir futuras crisis, pero sin poner en duda el sistema capitalista responsable de materializar «prosperidad y esperanza» a la gente de todo el mundo.
- Insistió en la conveniencia de posibilitar acuerdos sobre una serie de medidas tales como: la mejora de nuestras obligaciones contables a fin que los inversores tuvieran una idea más clara sobre los riesgos que estaban asumiendo, hasta un aumento coordinado de la vigilancia sobre complicadas transacciones financieras. Sin eludir orientar hacia un reparto más equitativo del poder de decisión en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.
- Los cambios que se propicien no debían generar más requisitos, límites y trabas que pongan en peligro el comercio internacional y el libre flujo de inversiones. Señaló que algunos críticos equiparan el sistema de libre empresa con la «avaricia, la explotación y el fracaso». Por otra parte, la alternativa de intervención gubernamental no constituye una panacea aceptable o efectiva en comparación con el crecimiento sostenible.
- Que sería una terrible equivocación que unos pocos meses de crisis pusieran en duda la superioridad del sistema capitalista con las reglas establecidas tras la Segunda Guerra Mundial. Al igual que cualquier otro sistema diseñado por el hombre, el capitalismo no es perfecto, con riesgo de producir abusos y excesos.
- Con gran vehemencia, el Presidente ha rechazado las críticas coreadas por Gobiernos, como el de España, atribuyendo a las insuficientes regulaciones en Estados Unidos, en especial, las referidas a las «hipotecas subprime», la actual crisis crediticia internacional. Entiende que muchos países europeos han tenido más extensas regulaciones y, aún así, experimentan problemas casi idénticos a los norteamericanos.
- La historia ha demostrado, continuó el Presidente, que el mayor reto a la prosperidad económica no es demasiada poca ingerencia del Gobierno en el mercado, sino un exceso de tal ingerencia.

1.4. Acuerdo para la puesta en marcha de algunas medidas

Los países participantes se pusieron de acuerdo para poner en marcha cinco grandes paquetes de medidas, unas, de forma inmediata, y el resto, a medio plazo, para superar la dificultad de la situación económica, medidas que se reseñan a continuación:

- Reforzar la transparencia de los mercados financieros y de los requerimientos a productos financieros complejos. Desvinculación de las remuneraciones de la toma excesiva de riesgos.
- Fortalecer la regulación, la supervisión preventiva, la gestión del riesgo y la seguridad que los mercados, agentes y productos estén regulados o sujetos a supervisión acorde a sus circunstancias.
- Proteger la integridad de los mercados financieros mundiales, de inversores y consumidores, evitando conflictos de intereses, previniendo manipulaciones ilegales del mercado, actividades fraudulentas y protegiendo contra los riesgos ilícitos.
- Llamamiento a los reguladores para formular sus reglas de forma consistente. Incremento de la cooperación y coordinación con todos los segmentos del mercado, incluyendo a los flujos de capital transfronterizos.
- Instar a la reforma de las instituciones nacidas tras los acuerdos de Bretón Woods¹ para reforzar su legitimidad y efectividad. Se propone dar más voz a las economías emergentes en desarrollo y países pobres.

1.5. El papel de España en la cumbre

España ha tenido una mayor preocupación por la formalidad de estar presente en esta cumbre que por preparar las medidas que aconseja nuestra situación socio-económica, hasta el punto que nuestros representantes no estuvieron presentes en la sesión preparatoria para redactar el Acuerdo Final, sesión que se celebró el 13 de noviembre.

Se ha olvidado que estamos atravesando una coyuntura con caída del ritmo de crecimiento económico; con una fuerte aceleración del desempleo en los últimos meses de este ejercicio; con unas cuentas públicas para 2009 con premisas macroeconómicas en exceso optimistas y con una vuelta a la endémica situación de déficit público que, veremos, con total seguridad, al cierre de 2008 y a lo largo de 2009. Estos eran nuestros problemas sobre los que, hasta entonces, no se habían adoptado medidas acordes a la situación. Sólo al término de la cumbre, el Presidente del Gobierno anunció la presentación en el Congreso de un paquete de medidas el 27 de noviembre, medidas que se comentarán más adelante.

¹ Celebrada entre el 1-22 de julio de 1944, por los países que resultarían vencedores en la Segunda Guerra Mundial.

Pero, independientemente de ello, la Presidencia del Gobierno había solicitado las opiniones de los rectores de las instituciones financieras; de empresarios y sindicatos, así como del representante del primer partido de la oposición. Imaginamos que con las aportaciones recibidas, y su propia posición personal, habría elaborado un documento de síntesis para desarrollar en los escasos ocho minutos que ha dispuesto para su intervención en la cumbre.

Por todo ello, y volviendo a la posición española, si ésta se hubiera planteado de forma más política que económico y financiera, probablemente no habría encajado en la que se adivina será la postura de los países de mayor peso específico en estos debates. Por lo que se conoce, si el Presidente del Gobierno hubiera utilizado el documento preparado por la Fundación Ideas, afín al Partido Socialista, que incluía velados ataques al neoliberalismo y a las políticas económicas de los Estados Unidos, su participación habría tenido menos «lustre» que el originado por su discurso final, más razonable en el contexto en que se desarrollaba, y centrado en la solicitud de medidas genéricas, tales como:

- Políticas formales coordinadas para estimular las economías.
- Nuevas regulaciones de los sistemas financieros, con mayor transparencia y control.
- Una nueva cultura corporativa que evitara remuneraciones astronómicas y beneficios injustificados para los actores de grandes operaciones financieras.
- Reactivación de las economías y puesta en orden de los mercados.
- Y, de manera especial, requerir la intervención en los mercados, pero sin coartar el respeto al principio de libertad económica.

Algo que, por su generalidad, no estaría nunca en desacuerdo con el pensamiento de la mayoría de los participantes.

En todo caso, la presencia de España en el «asiento» reservado a Francia, suscitó un cierto malestar en otros países europeos, especialmente Holanda, Luxemburgo y la República Checa, si bien por diferentes razones. Holanda, por poner un ejemplo, ocupa el lugar 17.º en la economía mundial y tiene un sistema financiero que ocupa el 7.º lugar del mundo. Luxemburgo, por ser la nación con mayor nivel de renta per cápita, y, finalmente, la República Checa, por ser el país que a principios de año sustituirá a Francia en la presidencia de la Comisión Europea.

1.6. Los pasos más importantes a partir de la culminación de la cumbre

Entre ellos, cabe destacar los siguientes:

1. Creación de un Colegio de Supervisores, como especie de filtro de escrutinio y control sobre las treinta instituciones financieras más importantes del mundo. El Colegio, en principio, no actuaría como una nueva institución internacional con autoridad para dictar regulaciones financieras para todos sus países miembros.

2. Creación de un sistema de «alerta temprana» que sea capaz de captar y avisar antes que se produzcan efectos indeseables originados por una crisis del sistema.
3. Creación, por la Reserva Federal USA, de un centro de intercambio de información con el fin de estandarizar y limitar el riesgo asociado con alguno de los instrumentos financieros más opacos y exóticos.
4. Preparar otra reunión de esta Cumbre para el primer trimestre de 2009, con la determinación que se localice en Londres.
5. Generar un marco institucional que promueva la estabilidad financiera, con un especial énfasis en la supervisión y regulación.
6. Algunas propuestas se orientan a la creación de una organización ad hoc similar a la Organización Mundial del Comercio.
7. Potenciar la capacidad financiera del FMI para apoyar la estabilidad económica de los países emergentes.
8. Revisar en su definición y magnitud las medidas de capital a aplicar en el marco del denominado «Basilea-2».
9. Promulgar la normativa que evite los conflictos de interés de las Agencias de Calificación o Rating con sus clientes.
10. Otras medidas en las que coinciden los expertos:
 - 10.1. Tratamiento de las instituciones financieras no bancarias.
 - 10.2. Regular las actividades de los «Hedge Funds» y «Private Equity».
 - 10.3. Elaborar reglas de rescate y contabilidad para que no distorsionen la competencia.
 - 10.4. Establecer la regulación adecuada, no excesiva.
 - 10.5. Respetar la libertad de los movimientos de capital y las adquisiciones transfronterizas.
 - 10.6. Revisar el modelo de originación de productos financieros artificiales para distribuirlos cuando no existe demanda para ellos.

A fin de contar con las ideas de todos, los países convocados deberían presentar sus propuestas antes de que terminara el mes de marzo de 2009, con lo cual podrían debatirse en la reunión de Londres. Para ello, se constituyó un grupo formado por los representantes de **Gran Bretaña, Brasil y Corea del Sur**, como responsables de la presentación de la ponencia que se elabore con la participación de la totalidad de los que ahora han estado presentes.

1.7. Las primeras reacciones

Los mercados no han reaccionado favorablemente con el conocimiento de los resultados de la Cumbre de Washington. Aunque analistas y expertos consideran que la Declaración de los asistentes recoge, de manera razonable, una adecuada evaluación de las causas de la crisis financiera y de las medidas que han de ponerse en práctica, los resultados esperados se proyectan a un horizonte que excede el medio plazo, con escasas actuaciones que pudieran tener una eficacia inmediata.

Las Bolsas de todo el mundo, que ya habían descontado su escasa confianza en los resultados de la cumbre, cerraron con pérdidas diarias y anuales del tenor siguiente:

Índice	Caída de la sesión (%)	Caída anual (%)
IBEX-35	3,77	44,12
EUROSTOXX 50	3,80	46,25
DOW JONES	2,63	37,63
S&P	2,58	42,06
NASDAQ	2,29	44,12
NIKKEI	+ 0,71	44,33

Más abultadas en el entorno europeo que en Norteamérica y Japón, aunque el Nikkei presentaba pérdidas al día siguiente, tras hacerse pública su entrada en recesión. En todo caso, las pérdidas anuales son de gran entidad, acercándose inexorablemente al cincuenta por ciento del valor que tenían los índices a comienzos del año.

Pero hay también otras consideraciones latentes en los mercados. Entre otras, destacamos las siguientes:

- Como decíamos, la falta de confianza en una pronta recuperación de la normalidad para la economía real.
- El conocimiento de la entrada en recesión de economías muy significativas: Estados Unidos, anunciada ayer por el Presidente de la Reserva Federal; Alemania, Italia y la ya citada de Japón. Hay otros países que entrarían a continuación, como son los casos de Francia y España.
- El temor en algunos entornos a que las fuertes dotaciones para los rescates de entidades financieras puedan provocar suspensiones de pagos en algunos países. Se pone, incluso, el caso de Estados Unidos, con compromisos superiores a los 1,2 billones de dólares, que incrementarán el ya déficit crónico de sus cuentas públicas. Los valores de riesgo de la Deuda Pública de países emergentes y desarrollados están cotizando al alza.
- Los anuncios de despidos en corporaciones industriales, y, también, financieras, de una gran entidad. El último caso conocido, el del segundo gran banco norteamericano, Citigroup, que despedirá a casi el 15 por 100 de su plantilla en todo el mundo, unas 50.000 personas.

Confiamos que, a partir de ahora, y como se ha indicado, antes del 27 de noviembre, nuestras autoridades, con la colaboración de las fuerzas sociales y de personas de reconocido prestigio en este campo, procedan a preparar las medidas orientadas a neutralizar los efectos más perversos de la crisis que padecemos.

2. LA CUMBRE DE LONDRES

Como continuación a la Cumbre de Washington, el Gobierno británico invitó a los países que componen el G-20 a una reunión para actualizar la situación de los problemas que se abordaron en aquella cita y proponer nuevas medidas al respecto. A tal fin, la ciudad de Londres fue el lugar elegido para estos debates que ya contaron con la presencia del nuevo Presidente norteamericano, Barack Obama, así como con una serie de aditamentos complementarios —como la presencia de grupos anti-sistema— que no habían sido protagonistas en el anterior evento.

El comunicado oficial al término de la cumbre ha incluido las decisiones siguientes:

- Ampliación en un billón de dólares la capacidad de intervención de los organismos multilaterales. Principalmente, se triplican los recursos del Fondo Monetario Internacional hasta los 0,75 billones de dólares.
- El conjunto de los países inyectará un total de 5 billones de dólares en la economía mundial antes que finalice 2010. La mayor parte de estos planes ya se habían anunciado por parte de las naciones participantes.
- Respaldo de 0,25 billones de dólares para ayudas al comercio internacional. Se rechaza la idea de que el cierre de los mercados promueva el bienestar. Los Estados se comprometen a no caer en el proteccionismo.
- Se crea un nuevo organismo encargado de reforzar la supervisión internacional que activará sistemas de alerta temprana.
- Adopción de limitaciones a las retribuciones recibidas por los administradores y ejecutivos bancarios. Los pagos excesivos de bonos y los sueldos de aquellos deben basarse en «principios nuevos, más duros». Los paraísos fiscales serán difundidos en una «lista especial». Si los países no cooperaran podrían ser sometidos a penalización.
- Venta de una parte de las reservas de oro del Fondo Monetario Internacional para ayuda a los países menos desarrollados.
- Acuerdo sobre la necesidad de actuar urgentemente para concluir la Ronda de Doha, de liberalización del comercio mundial.
- Finalmente, el G-20 subraya su compromiso de lucha contra los efectos más perversos del cambio climático.

Independientemente del comunicado oficial, han trascendido algunos comentarios de interés, entre los que destacamos los siguientes:

- En el acuerdo no se incluyen medidas de estímulo fiscal, que fueron solicitadas por Estados Unidos, pero sobre las cuales no había unanimidad, en especial entre los países europeos, Alemania y Francia. El temor de estos ante la subida del endeudamiento público estaba en el fondo de su posición.
- La conveniencia de haber incluido el estudio de una regulación más estricta tanto de los riesgos de determinadas operaciones como del derivado del uso de algunos instrumentos financieros, como los Hedge Funds. Tales productos se incluirán en un registro especial, en el que contendrá información específica sobre su nivel de apalancamiento.
- Se ha considerado que la cumbre podría ser «el punto de inflexión de la crisis económica», expresión que sólo el tiempo demostrará su veracidad.
- Ha sido muy importante la exigencia de mayores dotaciones a «provisiones» para las entidades financieras en entornos expansivos. Con ello podrán afrontar con mayor facilidad los periodos recesivos.
- No ha habido unanimidad en el fondo sobre la supresión de los paraísos fiscales. Algunos países, como China, que mantiene los de Hong-Kong y Macao, se oponen rotundamente a esta medida. Se mantendrá, en cambio, la lista que elaboró en su día la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Con posterioridad, otros países como Suiza, Liechtenstein, Uruguay, Filipinas, Costa Rica y Malasia, han anunciado una cierta modificación de la situación actual.
- La aportación extraordinaria al Fondo Monetario Internacional contará con una contribución directa de España, que se ha estimado en 4.000 millones de euros, aunque no tendrán su origen en los Presupuestos Generales del Estado correspondientes al año 2009, sino de las reservas propias del Banco de España.
- Se elimina el Foro de Estabilidad Financiera, que es sustituido por el Consejo del mismo nombre, que será una especie de «supervisor» de los mercados financieros internacionales. Alemania y Francia consideran que previamente deben reformarse los mercados financieros pero sin que las ayudas otorgadas sirvan para conducir al «proteccionismo» a las entidades financieras.
- Se espera que a partir del segundo trimestre de 2009, las entidades tengan libertad para valorar sus activos. Con ello se pone fin al criterio «mark to market» (valoración a precios de mercado) lo que supondría, a corto plazo, una elevación de los resultados de las entidades hasta el 20 por 100, pero, a largo plazo, una mayor opacidad de los balances y la utilización de valoraciones ficticias, impidiendo, finalmente, un rescate fluido de sus activos «tóxicos».
- No ha sido muy explícita ni convincente la postura «anti-proteccionista» sobre el comercio internacional. Tan sólo una breve alusión a los objetivos de la Ronda de Doha.
- Con esta reunión, y la anunciada para celebrar en Nueva York, antes de finalizar el año, podría consolidarse el G-20 como grupo multilateral para la

búsqueda de soluciones a problemas económicos de tipo global. Se supone que, previamente, los Ministros de Economía de estos países, en la reunión a celebrar en Escocia en el mes de noviembre de 2009, concreten y maticen los acuerdos adoptados y preparen las medidas concretas que puedan ser ratificadas en la agenda de la nueva Cumbre.

- Finalmente, señalar que los mercados de valores de todo el mundo reaccionaron al alza tras conocer la conclusión de la Cumbre. En España, el Ibex-35 subió el 4,69 por 100, y algo parecido sucedía en Londres (+ 4,78 por 100); Nueva York (con subidas entre el 2,7 y el 3,3 en Dow Jones y Nasdaq) y en Tokio (+ 4,6 en el Nikkei), aunque en las sesiones sucesivas, las Bolsas volvieron a su proceso habitual de volatilidad.

Y, hasta aquí, una síntesis de lo acordado en las Cumbres de Washington y Londres. Veamos ahora las medidas que, como consecuencia de aquéllas, anunciaron las autoridades económicas españolas.

3. LAS PRIMERAS MEDIDAS CONTRA LA CRISIS FINANCIERA

Las turbulencias que se están produciendo en los mercados financieros internacionales aconsejaron a las autoridades económicas la preparación de una serie de medidas que, con diferente alcance e intensidad, tratarán de reducir los efectos de aquéllas. Se iniciaron en el entorno norteamericano, con gran repercusión en los medios de comunicación, y, seguidamente, en los países europeos —en especial, Gran Bretaña— y organizaciones multilaterales, como la Unión Europea.

Las autoridades económicas españolas, siguiendo estas pautas, promovieron tres decisiones de gran importancia:

- El Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los niveles de protección del **Fondo de Garantía de Depósitos** en los establecimientos de crédito.
- El Decreto-Ley 6/2008, de la misma fecha, por el que se crea el **Fondo para la Adquisición de Activos Financieros**, y, finalmente,
- El Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de **Medidas Urgentes en materia económico-financiera** en relación el plan de acción concertada de los países de la zona euro.

Analizamos seguidamente el contenido sustancial de estas normas, añadiendo, en letra cursiva, una primera valoración de las mismas.

En la primera de ellas, relativa a la **garantía en los depósitos bancarios**, se acuerda elevar hasta los **100.000** euros el máximo de indemnización a los inversores que tuvieren un depósito de aquella naturaleza. Se multiplica por cinco respecto al nivel hasta ahora establecido, y se duplica sobre el mínimo que ha acordado la Unión Europea, 50.000 millones de euros. El nuevo límite será por titular y cuenta en un establecimiento de crédito.

Nada se dice respecto a algunas cuestiones de indudable interés: a) En primer lugar, como y quienes serán los financiadores de tal aumento de la garantía. Hasta ahora, se nutría con las aportaciones de las propias entidades bancarias, que, hasta la fecha, habían acumulado unos recursos disponibles próximos a los 6.000 millones de euros. Pero con este saldo, sin nuevos ingresos, será muy difícil atender a las contingencias potenciales que se derivasen de una situación de dificultad. No debe olvidarse que en la actualidad, el volumen total de depósitos supera los 1,2 billones de euros, con lo que el saldo citado no alcanzaría el 0,5 por 100 de esta última cifra. b) Por otra parte, las autoridades económicas, el propio Banco de España, la Comisión Europea y medios de comunicación internacional, como Financial Times, vienen sosteniendo que el sistema financiero español goza de la máxima solvencia por lo riguroso de su supervisión y por no haber realizado las atípicas operaciones de gran riesgo que han sido habituales en otros entornos. Si tal afirmación fuere real, ¿qué sentido tiene garantizar los depósitos por aquel importe, 100.000 euros, que no estimamos sea el habitual en la mayor parte de los ahorradores, sino el de un reducido número de personas que, de sospechar dificultades en la entidad en la que materializan sus ahorros, habrán tenido información, criterio y tiempo para realizar una inversión alternativa? c) Por último, las autoridades económicas, hasta una semana antes de adoptar la decisión de subir el nivel mínimo de garantía, sostenían que tal medida no sólo no era necesaria sino que ni siquiera se la habían planteado. Tal postura, sostenida en público con ocasión del Foro Económico Deloitte, celebrado en Madrid el pasado 2 de octubre, lejos de tranquilizar al auditorio, servía para alimentar las dudas de los participantes sobre la solvencia real del sistema.

La segunda de las normas, el Decreto-Ley por el que se crea el **Fondo para la Adquisición de Activos Financieros**, empieza por manifestar en su preámbulo que las entidades españolas de crédito tienen una posición sólida fundada en: su elevada solvencia; su amplia base de depósitos y la supervisión del Banco de España, pero como el acceso a la financiación está muy restringida, se hace necesario impulsar la financiación a empresas y ciudadanos desde las entidades de crédito. Para ello, se articula la siguiente estructura:

- Crear un **Fondo para la adquisición de activos financieros**, que se adscribe al Ministerio de Economía y Hacienda, que tendría como objetivo el apoyo de la oferta de crédito a la actividad productiva de empresas y particulares, para lo cual se inyectarán recursos líquidos para la adquisición de activos en poder de las entidades bancarias.
- El **Fondo será financiado** con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe entre 30-50.000 millones de euros. Inicialmente, se destinan 10.000 millones, ampliable al intervalo indicado, todo ello para el ejercicio de 2008.
- El Fondo se nutrirá de **recursos allegados** a través de la emisión de Deuda Pública.
- Los **rendimientos** que eventualmente pueda obtener el Fondo, así como los activos financieros en que se hayan materializado sus dotaciones, se integrarán en los recursos disponibles de aquél, salvo que se destinen al Tesoro Público.

- La **dirección, gestión y administración del Fondo** estará a cargo de un Consejo Rector, presidido por el Ministro de Economía y Hacienda, y una serie de representantes de este organismo, el Presidente del Instituto de Crédito Oficial, el Abogado General y el Interventor General de la Administración del Estado.
- El Consejo citado será el responsable de **establecer las directrices** de inversión del Fondo; efectuar el seguimiento y evaluación de su actividad; decidir la aplicación de sus rendimientos y aprobar los presupuestos de explotación y capital. Finalmente, será responsable de la aprobación de un informe cuatrimestral de seguimiento de la entidad.
- Bajo la dependencia del Consejo, se establece una **Comisión Ejecutiva**, con la responsabilidad de realizar las operaciones de adquisición, enajenación, disposición y gestión de los activos financieros del Fondo. La Comisión contará con el asesoramiento técnico que estime oportuno, en especial, del Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- El fomento de la **financiación a empresas y particulares**, residentes en España, se materializará a través de la inversión en activos financieros emitidos por entidades de crédito y Fondos de Titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras.
- El Fondo **convocará procedimientos de selección de activos** o realizará adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros.
- Los instrumentos financieros en **que invertirá/desinvertirá** el Fondo serán de máxima calidad y se determinarán por su Comisión Ejecutiva, atendiendo a los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación.
- En todo caso, el **Banco de España** instrumentará las operaciones financieras del Fondo, actuando como agente y entidad depositaria.
- La **Intervención General de la Administración del Estado** será responsable del control del Fondo, a través de auditoría pública, conforme a la legislación presupuestaria.
- Finalmente, y como soporte para el **control público de estas operaciones**, el Consejo Rector enviará a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados un informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo, cuya duración y vigencia será una competencia asignada al Consejo de Ministros.

Estamos ante una institución creada por la petición de los representantes de entidades de crédito potencialmente afectadas por la crisis financiera. Éstas habían solicitado una ayuda por importe próximo a los 100.000 millones de euros, que era el volumen de posibles compromisos para los años 2008 y 2009 del conjunto de Bancos y Cajas de Ahorros. Ello hace pensar que el Gobierno accede inicialmente a una parte de la petición para decidir sobre el resto de lo solicitado en función de las circunstancias.

La incidencia económica de esta operación es de gran entidad. Si bien para el 2008, la dotación se reduce a 10.000 millones de euros, ampliables hasta 50.000, la repercusión económica será de gran entidad. A los tipos de interés entonces vigentes en los mercados financieros internacionales, por encima del 4,5 por 100, representaría tanto unas cargas por intereses en este ejercicio, como otras por amortización del principal en los siguientes, agravando el ya previsto porcentaje sobre el PIB bien en el déficit corriente como en el volumen de deuda pública acumulada.

Inicialmente, nada se decía en el Decreto-Ley de cuáles serán los criterios de inversión del Fondo, cuestión de una gran entidad para valorar con criterio financiero las decisiones adoptadas. Igualmente, la forma de evaluar el impacto que tales inversiones tendrá en la mayor generación de crédito hacia empresas y particulares, que son los destinatarios fundamentales de las medidas que el Fondo trata de estimular. Con posterioridad, y por Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de 31 de octubre, se especifica que el Fondo podrá invertir:

- Mediante compra en firme, en cédulas hipotecarias y bonos de titulización respaldados por cédulas hipotecarias, que hayan sido emitidos con posterioridad al 10 de octubre de 2008; que estén admitidos a negociación en un mercado regulado; que tengan una calificación crediticia triple «A» o asimilada; que tengan un vencimiento o vida media no superior a la que se especifique en cada convocatoria.*
- Mediante operaciones de compraventa dobles, también denominadas simultáneas, en cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, siempre que se hayan emitido a partir del 1 de agosto de 2007; que estén admitidos a negociación en un mercado regulado; que estén incluidos en la lista de activos elegibles del Banco Central Europeo; que tengan una calificación crediticia de, al menos, doble «A» y, finalmente, que el plazo de vencimiento de las operaciones de compraventa doble no sea superior al que se disponga en la convocatoria de cada subasta, siempre superior a doce meses.*

Igualmente, hubiera sido deseable conocer una evaluación objetiva del impacto económico que tendrá la actuación del Fondo. Este tipo de medidas suponen un coste, que, finalmente, será repercutido a los ciudadanos y servirá para valorar la razonabilidad del Decreto aprobado.

Se indica que el Fondo convocará procedimientos de selección de activos que, en cualquier caso, serán de la máxima calidad. Si son de máxima calidad, ¿qué sentido tiene su adquisición? No habría sido más lógico, como se ha realizado en el entorno norteamericano, aludir sin eufemismo a activos de menor calidad —«tóxicos», como allí se dice— puesto que los de máxima calidad no tienen necesidad de ser rescatados. Basta para esperar a su vencimiento para contrastar el buen fin de los mismos.

Es muy razonable que sea el Banco de España quien instrumente, gestione y sea depositario de los activos financieros adquiridos, pero, aparte de ello,

no será decisivo en la determinación del tipo de activo, que se reserva para el Consejo Rector y su Comisión Ejecutiva. El papel del Banco supervisor se limita al asesoramiento técnico, lo que le relevará de la responsabilidad fundamental en este tipo de operaciones.

El control por parte de la Intervención General de la Administración del Estado es muy importante. El prestigio y buen hacer de esta institución es conocido. Pero hubiere sido deseable añadir una supervisión complementaria a través de analistas o auditores externos, ajenos a la Administración del Estado, que garantizarían una mayor objetividad.

Por último, entendemos que la información cuatrimestral que se envíe a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados tiene una periodicidad muy reducida. Una medida de esta naturaleza, como es la actividad del Fondo, con las reticencias que está concitando en la opinión pública y en los medios de comunicación, debería ser más frecuente, sugiriendo, adicionalmente, que la Comisión traslade a los ciudadanos una evaluación propia que compare el coste asumido con los resultados conseguidos.

La última de las normas comentadas, el **Decreto-Ley de medidas urgentes en materia económico-financiera**, relacionadas con el plan de acción concertada de los países de la zona euro, entiende que éstas deben ajustarse a los principios de intervención oportuna y limitada en el tiempo; protección de los intereses de los contribuyentes y respeto a las reglas del mercado interior europeo, pero con una **finalidad esencial: permitir que los flujos de crédito lleguen con normalidad a empresas y economías domésticas**, permitiendo que las decisiones de inversión y financiación tengan el marco adecuado.

A tal fin, el Gobierno español ha adoptado la **medida de garantía** cuyas características fundamentales son las siguientes:

- Autorizar el otorgamiento de **avales del Estado** a operaciones de nueva financiación que realicen las entidades de crédito residentes en España. Tal medida será extensible a las entidades extranjeras que desarrollen una actividad significativa en nuestro país. En ambos casos será preceptivo el previo informe del Banco de España.
- Se entienden por **operaciones de financiación** las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios españoles.
- Igualmente, el **aval podrá extenderse a otros instrumentos**, tales como los depósitos interbancarios, siempre coordinado y concertado con las actuaciones de los Gobiernos de la zona euro.
- El **plazo máximo** de la garantía será de cinco años. Y el de otorgamiento de avales finalizaría el 31 de diciembre de 2009.
- El **Ministerio de Economía y Hacienda** establecerá los requisitos que deben cumplir las entidades avaladas, siempre dentro de las condiciones de solvencia que vengán propuestas por el Banco de España.

- Durante el año 2008, el importe máximo de los avales se limita a **100.000** millones de euros, con lo que se considera incrementado en esta cuantía el límite establecido en la Ley de Presupuestos del Estado para el año 2008.
- Los **avales serán concedidos** por el Ministro de Economía y Hacienda de acuerdo con la Ley General Presupuestaria, devengando una comisión que refleje el riesgo asumido por el Estado en cada operación.
- De manera excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, se **faculta al Ministro de Economía y Hacienda** para que autorice la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España, que necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas.
- Los **títulos que adquiera el Estado** en el contexto de este Decreto-Ley no estarán sometidos a las limitaciones legales sobre la cómputo en los recursos propios en las entidades de crédito.

La primera observación que sugiere esta norma es la misma realizada sobre el Decreto-Ley de creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros. Si está acreditada —según las autoridades económicas— la solvencia de las entidades españolas de crédito, ¿qué necesidad tiene el otorgamiento de avales a las operaciones de nueva financiación? Porque emitir pagarés, bonos y obligaciones por parte de entidades que se han calificado como solventes no debería requerir la adición de una garantía suplementaria, a menos que, como nos tememos, alguna de las entidades potencialmente beneficiadas no tengan, como las demás, parecidos niveles de credibilidad para los mercados secundarios. Algo que se pondría de manifiesto en 2009 con la primera crisis de una entidad financiera, la Caja Castilla-La Mancha.

La medida se adopta como consecuencia de la iniciativa de la Unión Europea, y casi un mes más tarde de lo que, unilateralmente, habían avanzado otros países, como Estados Unidos y Gran Bretaña. La Unión estableció un conjunto de disposiciones, bajo la coordinación del Banco Central Europeo que, en esencia, se concretaban en: asegurar condiciones de liquidez apropiadas para el funcionamiento de las instituciones financieras; establecer mecanismos que permitieran proveer de recursos de capital adicional a las entidades financieras, cooperando al normal funcionamiento de las economías; asegurar que la normativa contable es suficientemente flexible para tomar en consideración excepcionales circunstancias de los mercados, reforzando los mecanismos de coordinación entre los países europeos. Algunos de estos propósitos, como el relativo a la flexibilización de la normativa contable, no se explicita en el Decreto-Ley que comentamos.

La disposición que comentamos trasladará, igualmente, una especial incidencia al mecanismo presupuestario. Como entonces estábamos en pleno desarrollo del debate de la Ley de Presupuestos para 2009, era muy importante reconocer su impacto en las cuentas de dicho año, cuestión que unida a otras anteriormente comentadas, significará una profunda modificación de la propuesta que las autoridades económicas presentaran a finales del mes de septiembre de 2008. Ni las optimistas previsiones macroeconómicas ni los compromisos financieros derivados

de estas y otras medidas garantizaban la credibilidad de los presupuestos públicos, en los que se constataba ya un nivel de déficit corriente antes del término de 2008, así como en los primeros de 2009.

Otros Gobiernos extranjeros han incluido, entre sus medidas, la participación, temporal y parcial, del Estado en el accionariado de las entidades que reciben la garantía. En nuestro caso, no se alude explícitamente a tal posibilidad. Tan sólo el artículo 2 de la Disposición faculta al Ministro de Economía para: «...adquirir títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España, que necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas». Los recursos propios están constituidos, fundamentalmente, por el capital y las reservas acumuladas de cada institución. Por tanto, puede deducirse que la posibilidad de entrar a formar parte del capital es una posibilidad contemplada en la norma. En tal caso, habría que aclarar si la presencia en el accionariado implicaría también estar presente en la gestión. Por otra parte, tal presencia significaría acumular mayores obligaciones futuras en caso de insuficiencia de los recursos propios derivados de la marcha de la entidad, hechos ambos, que darían lugar a un nivel de nacionalización encubierta de las entidades que estuvieren afectadas. Cuestión que ha sido criticada por los defensores a ultranza de los principios de la economía de mercado.

Por otra parte, la inclusión en la garantía de las participaciones preferentes y cuotas participativas tiene una clara intención. Estos instrumentos están presentes, de manera especial, en el conjunto de las Cajas de Ahorro, alguna de las cuales, habiendo reducido significativamente su nivel de calificación por las agencias de rating, tendrán necesidad de esta ayuda estatal, proporcionalmente, en mayor medida que las entidades bancarias.

Finalmente, diremos que estas son normas elaboradas por las autoridades económicas de forma unilateral, y comunicadas posteriormente de manera privada al principal partido de la oposición. A diferencia de lo que hemos visto en Estados Unidos, en que el Secretario del Tesoro, el equivalente a nuestro Ministro de Economía y Hacienda, propone, con el titular de la Reserva Federal, el conjunto de medidas; lo somete al Presidente de la nación; éste lo presenta a los líderes parlamentarios de los partidos en el Congreso; a los entonces candidatos presidenciales por los partidos demócrata y republicano; el Congreso lo debate y rechaza, a falta de incluir algunos matices fundamentales; se aprueba por el Senado y, posteriormente, por el Congreso. Sin entrar a valorar la objetividad y consistencia de las medidas acordadas, es evidente que han contado con un nivel de participación, apoyo y deliberación que ha estado ausente en nuestro medio.

En definitiva, un paquete que sigue la línea de lo establecido en otros países de la Unión, pero que habremos de esperar, al menos, durante un periodo de dos-tres años para valorar con objetividad y criterio si son compatibles con el objetivo de asegurar el normal funcionamiento de los mercados de crédito. Es probable que otros sectores productivos, a tenor de las noticias que se avanzan sobre la evolución de su actividad, resultados y volúmenes de empleo excedentario, requieran parecidos niveles de ayuda, pero, hasta ahora, que sepamos, ninguna entidad financiera ha planteado regulaciones oficiales de empleo —algo que preocupa especialmente al ciudadano— aunque, antes o después, también les llegará (bien en forma de expedientes ante las

autoridades laborales o, sencillamente, con acuerdos privados para la jubilación y baja de trabajadores) con la inevitable secuela de fusiones y reconversiones que una crisis de esta naturaleza trae siempre consigo.

ANEXO 1. *ESTRUCTURA ECONÓMICA DE LOS ASISTENTES*
(Ordenados por PIB)

País	Población (M)	PIB pc (\$)	PIB (B. \$)	Deuda/PIB (%)
USA	304	46.000	13,86	36,8
CHINA	1.330	5.300	7,04	18,9
JAPÓN	127	33.800	4,42	194,4
INDIA	1.148	2.700	2,97	58,8
ALEMANIA	82	34.400	2,83	65,3
U.K.	61	35.300	2,15	43,3
RUSIA	141	14.600	2,01	7,0
FRANCIA	64	33.800	2,01	66,6
BRASIL	192	9.700	1,84	43,9
ESPAÑA	45	33.700	1,36	35,7
MÉJICO	110	12.500	1,36	23,1
CANADÁ	33	38.200	1,27	64,0
COREA SUR	49	24.600	1,21	33,4
INDONESIA	238	3.400	0,85	35,4
AUSTRALIA	21	37.500	0,77	15,2
TURQUÍA	72	9.400	0,67	58,2
HOLANDA	17	38.600	0,64	47,7
ARABIA SAUDÍ	28	20.700	0,57	22,6
ARGENTINA	41	13.000	0,52	59,0
SURÁFRICA	44	10.600	0,47	28,0

(Los datos son los facilitados por la organización del G-20, y aunque la evaluación del PIB es casi coincidente, presenta algunas diferencias con los facilitados por otras fuentes).

ANEXO 2. *LA CLASIFICACIÓN DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DEL MUNDO EN FUNCIÓN DE SU PRODUCTO INTERIOR BRUTO*

En estas fechas en que se realiza la preparación de las reuniones del denominado «G-20», es muy conveniente tener una idea aproximada de los criterios que se utilizan habitualmente para invitar a diferentes países del mundo a integrarse en el mismo. El valor del producto interior bruto per-cápita, expresado en dólares, a precios corrientes, es un indicador esencial. Aunque, como es lógico, también existen otras consideraciones —como el PIB de la nación o su potencial político-económico-militar— que quedan al margen del indicador señalado.

Para que tengamos una idea de la situación actual del PIB per-cápita, se expone seguidamente la relación de los veinticinco primeros países del mundo:

Número	País	PIB per-cápita
1	Luxemburgo	102.284
2	Noruega	79.154
3	Qatar	70.754
4	Islandia	62.976
5	Irlanda	58.883
6	Dinamarca	57.035
7	Suiza	56.711
8	Suecia	47.069
9	Estados Unidos América	45.594
10	Países Bajos	45.429
11	Reino Unido Gran Bretaña	45.301
12	Finlandia	44.912
13	Austria	44.308
14	Canadá	42.738
15	Australia	42.553
16	Emiratos Árabes	42.275
17	Bélgica	41.605
18	Francia	40.782
19	Alemania	39.650
20	Italia	35.386
21	Singapur	34.152
22	Japón	34.023
23	Brunei	32.501
24	Kuwait	32.259
25	España	31.471

Fuente: «EL PIB MUNDIAL PER CÁPITA».

ABC-ECONOMIA. Madrid, 24 de octubre de 2008, pág. 20.

Notas relativas al Anexo 2

1. Cuando, desde ciertas instancias, se dice que hemos superado en renta per-cápita a Italia, el cuadro nos muestra una diferencia de casi cuatro mil dólares a favor de aquella nación.
2. Igualmente, superar a Francia a plazo corto, exigiría aumentar nuestra renta en más de nueve mil dólares, cifra difícilmente alcanzable en la situación por la que atraviesa nuestra economía. No debe olvidarse que Francia tenía en 2006, con datos de «The Economist», un PIB de 1,6 billones de euros (España, 0,743 billones), y su población era de 60,1 millones de habitantes, frente a los 41,1 millones de España. Aunque es bien cierto que la población real española en aquella fecha sería algo mayor de la indicada, el cociente entre producto y población sería menos favorable para nuestro país.
3. Evidentemente, en la relación arriba enumerada hay muchos países con menor potencial que España. Por ello, una consideración más amplia requeriría analizar: la población, su estructura y evolución; la evolución de su economía; el origen sectorial del PIB; la estructura del consumo, inversión y comercio exterior; la estructura de la población activa y el empleo; la estructura de la producción y el consumo energético; la inflación y la evolución del tipo de cambio; la balanza de pagos; la estructura de la sanidad, la educación, la

investigación, etc., para poder realizar una comparación más objetiva entre diferentes países.

4. Los últimos acontecimientos financieros han puesto de manifiesto que las cifras de PIB per-cápita han de tomarse con cierta reserva. Países como Islandia e Irlanda, por señalar algunos, que aparecen en los lugares 4.º y 5.º de la clasificación, tienen evidentes dificultades para poder ser considerados en grupos destacados en el concierto mundial.