

Juan-Ramón Capella y Miguel Ángel Lorente

La crisis y el crédito

[Nuestros compañeros Miguel Ángel Lorente y Juan Ramón Capella acaban de publicar en la editorial Trotta *El crack de 2008. La crisis. El futuro*, libro que comentaremos en el próximo boletín. Ahora publicamos una reflexión suya posterior al libro, en forma de cruce de correos electrónicos]

Barcelona, 10 de mayo 2009

Querido Miguel Ángel:

Me decías que para salir de la crisis no basta el keynesianismo, sino que se necesita además el crédito. He estado dándole vueltas a eso. Y creo que hay que reflexionar sobre el crédito.

El crédito —pero ¿qué te voy a contar?— implica siempre unas *expectativas sobre el futuro*. Por supuesto, unas se refieren a la entidad que solicita crédito —ciertas garantías, ciertas experiencias de comportamiento—, que sin embargo no son enteramente reales, sino suposiciones “individualizadas” sobre el futuro (por ejemplo, que el comportamiento seguirá líneas parecidas a las del pasado); y otras *expectativas* son sociales: ya no se refieren a quien solicita el crédito sino al *ambiente económico* en que se realizarán las actividades por las que se corre el riesgo: por ejemplo, que no habrá inflación, que los bienes que se produzcan se venderán, y otras más difusas, como que no intervendrá por medio una guerra, que terceros no tendrán comportamientos que influirán sobre el riesgo, etc.

Tú dices que los bancos saben prestar. No estoy del todo de acuerdo más que, hipotéticamente, en lo que se refiere a la banca comercial tradicional *regulada públicamente* (y aún, que siempre queda *el factor humano*, y aprovechados los hay hasta debajo de las piedras). Cuando ese no es el caso —de la regulación pública, quiero decir— (banca inglesa), o hablamos de una banca de inversión, las cosas no van exactamente por ahí. En la economía desregulada reciente, ha habido —y hay— reguladores o regulaciones *privadas*, de *lex mercatoria*: el “Comité de Basilea” señala las condiciones de sanidad bancaria; hay también un organismo privado que regula privadamente las garantías, y hay normas privadas de contabilidad. Pero todo eso ha fallado estrepitosamente en esta crisis: al Comité de Basilea no le ha hecho caso nadie o ha dejado abiertos demasiados agujeros en su regulación; sobre las garantías (seguros sobre créditos), ya sabemos lo que ha pasado. Y en cuanto a la contabilidad, también sabemos que pese a las normas se puede hacer de todo, y ahí están los casos de Enron y de las certificadoras como Arthur Andersen para probarlo.

De ahí una primera conclusión: las regulaciones *privadas* que atañen al crédito han fracasado estrepitosamente. Se precisan regulaciones *públicas*. Y aquí tenemos ya un problema: hay países (los paraísos fiscales) que difícilmente las pondrán, otros que no las han hecho. Y, sobre todo, lo más grave: ¿quién establece *regulaciones internacionales públicas*? He aquí un primer problema que, a mi juicio, hay que apuntar sobre el crédito y sobre el retorno del crédito a la economía en dimensiones significativas.

(Por supuesto, esto no afecta gran cosa al pequeño crédito comercial e industrial local, pero te propongo seguirme en lo que viene ahora).

Las segundas condiciones para que el crédito pueda funcionar son sociales: tienen que ver con la economía local o global en su conjunto, según del tipo de crédito de que se trate. Por simplificar, hablemos de las globales: el crédito puede funcionar sobre supuestos como que no habrá inflación, que la divisa de referencia será estable, que no se producirá una crisis económica local o global y cosas como éstas. Que se vuelven enormemente complicadas cuando entran en juego factores geopolíticos y económicos globales: desde el precio del petróleo o de la energía hasta las amenazas de guerra (incluso las epidemias tienen consecuencias económicas), la estabilidad de ciertos países, etc. Dicho de otro modo: las *expectativas sobre el futuro* de este segundo tipo son fundamentales para los intercambios globales.

Y nunca las incertidumbres están tan presentes, justamente, como en medio de la crisis. Las incertidumbres económicas pueden aumentar precisamente con asuntos que tú y yo prevemos en nuestro librito: la inflación previsible, la posible inestabilidad de la divisa de referencia, o incluso las “complementariedades” de los procesos productivos en los países emergentes y en los emergidos. *Creo que esta incertidumbre no se puede eliminar fácilmente.* Si le añadimos incertidumbres geopolíticas, la cosa se pone aún más complicada para que las *expectativas de futuro* referentes el crédito, sobre todo al crédito a largo plazo que alimentaba la globalización, puedan ser percibidas por los agentes económicos como precisas.

Por eso creo que deberíamos empezar a diferenciar diferentes tipos de crédito: a corto plazo y a largo plazo, crédito público y crédito privado, crédito para proyectos intraestatales y crédito internacional.

Dos cuestiones adicionales meramente apuntadas.

Una es la cuestión de la divisa de referencia, el dólar. La aceptación del dólar como divisa se ha basado en dos cuestiones: es la moneda de la primera economía mundial, y es también la moneda de la primera potencia militar mundial. Y las cosas están cambiando: la economía norteamericana —la interior, cuando menos— está en declive. Y no sabemos cuál es exactamente el peso de los rendimientos de las inversiones del capital norteamericano en el extranjero que regresan al país. Sí sabemos que la deuda pública externa norteamericana es disparatada y que a sus compradores se les van a ir quitando las ganas de comprarla; también sabemos que hay un enorme déficit público por las operaciones de salvamento de corporaciones financieras. Así las cosas, el destino o la fortaleza de esta divisa va crecientemente atada al lado militar de los Estados Unidos, lo que es autocontradictorio, porque las intervenciones militares americanas pueden determinar por sí mismas crisis económicas más o menos grandes. Por eso creo que es preciso avanzar la cuestión de la creación de una *divisa internacional* menos vinculada (aunque de momento siempre lo estará) al dólar.

La otra cuestión tiene que ver con *los intercambios de la globalización*. He aludido antes a la *complementariedad* de las producciones de países adelantados y “emergentes”: eso, al parecer, no está bien resuelto —por lo que he podido leer en los meses pasados—. Pero no me parece el problema principal. Éste es la cuestión, que bien conoces, de que *los intercambios de la globalización no son exactamente comerciales*. Que China venda productos *made in China* a los

países adelantados y éstos le vendan *deuda* no es exactamente comercio, sino otra cosa (a la que convendría encontrarle un nombre, y poder medirla).

Bueno: no sé si esto puede provocar alguna respuesta tuya, que espero con impaciencia.

Un abrazo

Juan Ramón

20 de mayo de 2009

Querido Juan Ramón,

Te contesto, tarde y mal, a tu correo del día 10.

Sobre el correo en sí mismo:

A. Se está demostrando que el keynesianismo, en solitario, no es la salida. Razones básicas, en mi opinión:

– El multiplicador de los gastos es pequeño, especialmente *en lo que se gasta y en la composición del gasto*. Sobre eso escribimos en el libro al tratar las limitaciones.

– El cebador del crecimiento de los últimos veinte años ha sido el crédito. Todo se mueve a crédito, mucho más que en el 29 o en cualquier época pasada. El efecto de la pirámide crediticia, brutalmente multiplicador —y desestabilizador a medio plazo— no puede compararse con el del gasto público, al menos con el tipo de gasto que se hace.

B. Está bien visto que el crédito se comporta según una extrapolación del pasado. Pero, sobre todo, lo es de lo que acabó mal en el pasado reciente, es decir de las expectativas. La crisis genera expectativas que alimentan la crisis por falta de crédito: se deja de prestar porque se teme que no se devuelva; el freno al crédito es la respuesta a la morosidad, una especie de ajuste automático y, excepto en las épocas de rápido hundimiento, como ahora, relativamente progresivo.

– Lo anterior pasa y ha pasado siempre. Pero ahora, como observas, las complejidades de la globalización implican que nadie puede hacer apuestas seguras sobre lo que pasará. Y eso es otro factor de freno del crédito.

– Además, con la iliquidez bancaria y la enorme descapitalización, no hay manera de arrancar el crédito.

– Una cosa menor. No tengo claro que las expectativas de una inflación, llamémosla asumible, afecten al crédito. Aunque las deudas sean menores en términos reales e, incluso, los tipos de interés lleguen a ser negativos, los pasivos (depósitos) del conjunto de la banca se pagan en inflación a precios ridículos y aumentan rápidamente con las masas monetarias.

En resumen, que será difícil que despegue.

C. Está claro que la respuesta para que, si se consigue relanzar el crédito, no volvamos al desbarajuste es la regulación. Y que ésta ha de ser pública, internacionalmente pública como dices. Esa regulación no tiene dueño, o mejor dicho, sus dueños tienen intereses generalmente contrapuestos. Se quiere que se realice por los organismos que más han fracasado en la regulación, en el diagnóstico y en los remedios fallidos: FMI, BCE.

D. La respuesta debería rondar cuatro vías:

– Crédito público

– Apoyo directo desde lo público (avales con condicionantes) al crédito privado.

– Crédito internacional para proyectos internacionales (los aumentos de fondos del FMI van a países concretos para que paguen la deuda con sus acreedores bancarios o estatales). Sobre el carácter de esos proyectos se habla en nuestro libro, ejemplificándolo.

– Regulación del crédito a nivel internacional (requerimientos de capital, provisiones...), pero también de todo lo financiero (fondos de cualquier tipo, instrumentos...).

Yo sigo dándole vueltas a la cuestión financiera, pero sin sacar conclusiones. A ver si estos días de mucho vuelo nocturno me llega alguna luz.

E. Respecto a la cuestión de la divisa internacional de referencia, continúo con lo que dijimos en el libro.

– A corto, el dólar aguantará (aunque se esté haciendo sacar chispas a la máquina de billetes y se esté multiplicando el déficit y la deuda, inundando el mundo de dólares) porque: a) es la divisa de refugio en un momento en que las nacionales se hunden y por tanto por ahí viene una demanda de dólares; b) los países con grandes reservas de dólares (asiáticos, petroleros...) no quieren que se devalúe ni que sus monedas pierdan competitividad; c) la libra y el euro también van a ver multiplicadas las deudas de sus países y van a inundar los mercados, aunque no tanto como el dólar —pero sin el valor como referencia de éste—.

– A medio, el dólar declinará y es posible que se llegue a una cesta de monedas con una denominación (pero me parece que esto último está aún muy lejos).

– Todo eso tiene mucho que ver con la última cuestión que apuntas: la continuidad de la compra de mercancías a cambio de deuda. Efectivamente, no es un mecanismo de comercio; si acaso, es una condición para que el comercio se produzca porque es la única manera de mantener el déficit comercial y público de EE.UU. y de algunos otros países centrales. Ahora se ha ajustado: hay menos compra de manufacturas baratas; pero la gran duda —quizás el otro gran mecanismo de continuidad de la crisis— es ¿a quién se va a colocar la deuda de las políticas keynesianas si no se compra a los que la absorbían? (eso venía planteado —atisbado— en la parte del libro que condicionaba el éxito neokeynesiano, pero es más gordo de lo que allí se dice).

Un beso y a seguir haciendo puños dialécticos,

Miguel.