



Raíces de la crisis económica

Eduard Berenguer i Comas

Índice

<i>Eduard Berenguer i Comas, «in memoriam»,</i> por Joan Hortalà i Arau	9
--	---

1998

Fundaciones públicas sanitarias	15
---------------------------------------	----

2007

Pánico a los CDO	19
El papel de los bancos centrales	23
Los espejismos de los derivados	25
El final de la burbuja	29
Los bancos se coordinan	31

2008

Éramos pocos y llegaron las «monolines»	35
El cartero siempre llama dos veces	38
El gran riesgo de los seguros	41
Warren Buffett asalta las «monolines»	44
¡Ojo con lo que se cuece en Japón!	47
Se acabó lo que se daba	50
Bernanke reclama realismo	53
El frenazo español	57
Las lágrimas de la banca americana	60
El estrés regresa a los mercados	64
El mal momento de la City	68
Predicciones arriesgadas	71
Noticias que alarman a los mercados	74
Y ahora... los bancos centrales	77

¿Un Fannie Mae a la española?	80
Los mercados lanzan un S.O.S.	83
El futuro de Fannie y Freddie	87
El BCE cambia las reglas de juego	89
Y al fin, resucitó	93
Cuando los banqueros desconfían de sus colegas	95
Los países emergentes, con síntomas de debilidad	99
«Rule, Britannia, rule»	102
La hora de la economía real	105
Más nubarrones en el horizonte	108
El papel de los CDS en la crisis	111
Horas difíciles para los bancos	114
Malas perspectivas para el crédito	117

2009

La demanda interna se bate en retirada	123
Problemas del plan Geithner	125
El futuro de las pensiones	129
Reformar el mercado laboral	132
La encrucijada española	135
¿Quién comprará la deuda?	138
Presupuestos sin alma	141

2010

El Banco Internacional de Pagos acelera	147
Obama aprieta a la gran banca	150
Regulando entre «animal spirits»	153
El sobre naranja	155
Y en estas, sube el petróleo	158
Europa decide en España	161
Geithner pasa por Europa	165
¿Qué hacer con el sector eléctrico?	168
¿Para qué sirve planificar?	171
Grandes cambios en poco tiempo	174
Reformas a mitad de camino	178
¿Hemos dejado de pertenecer a los «PIGS»?	181
Estados Unidos decidido a resolver el paro	184

Eduard Berenguer i Comas,
*«in memoriam»**

JOAN HORTALÀ I ARAU

Havia començat a caminar
i, pas a pas, avançava...
Sobtadament el llamp
i la senda esperançada
del tot perdé la llum.
Malgrat, però, la pèrdua
el record perdurà.

Eduard Berenguer i Comas va néixer a Palma de Mallorca a començaments de 1947 i morí sobtadament a la ciutat de Barcelona el mes de febrer de 2012. Arran del seu traspàs, el Departament de Teoria Econòmica de la Facultat d'Economia i Empresa de la Universitat de Barcelona ha perdut un dels seus membres emblemàtics i més abnegats.

Va estudiar a la capital de les Illes, on l'any 1966 obtingué el títol de professor mercantil, i tot seguit es traslladà a Barcelona. Es llicencià a la Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales l'any 1973 i obtingué el grau de doctor l'any 1980 amb la màxima qualificació.

Vaig tenir la satisfacció de dirigir el seu treball doctoral. Un estudi important i pioner sobre l'ús dels models dinàmics de control en economia. Prèviament ja havia ingressat com a membre del Departament de Teoria Econòmica i impartia classes. Mentrestant, començava un procés de recerca especialitzada en l'àmbit macroeconòmic que l'any 1977 quallà la publicació d'un treball a *Cuadernos de Econo-*

* Publicat a *Cuadernos de Economía*, vol. 35, núm. 98 (maig-agost del 2012), pàg. 129-130.

mía, revista de la qual va esdevenir un col·laborador assidu així com un membre destacat del seu Consell Editorial.

En la seva tesi doctoral, després de plantejar una revisió dels conceptes bàsics de la teoria de control, va elaborar amb un elevat grau de formulisme una aportació original del sistema senzill plantejat pel professor A. W. Phillips. Eren aquells moments en què l'interès girava al voltant de la planificació econòmica i de les seves implicacions i que, més enllà de la circumstància ideològica, Berenguer s'esforçà a presentar la qüestió en el seu abast operatiu. Alhora volgué retre homenatge a «l'inventor de la corba», per posar èmfasi a la seva contribució, comparativament poc celebrada, sobre la teoria dinàmica de l'estabilització econòmica.

Amb el títol de doctor sota el braç, orientà el seu esforç a accedir a la condició de catedràtic ja des de l'any 1974, en què ingressà com a professor ajudant i a continuació com adjunt interí. L'any 1984 va guanyar per oposició la plaça de titular d'universitat i cinc anys després la càtedra de Teoria Econòmica. La seva destinació fou la Universitat d'Extremadura, on, en una Facultat d'Econòmiques acabada d'estrenar, va organitzar de manera eficient un departament que incloïa, a més a més, l'Econometria. Òbviament, va exercir com a director del Departament i també com a vicedegà de la Facultat. La sembra va donar fruits que van recollir els seus col·laboradors i després col·legues Julián Ramajo i Juan Vega.

Mentrestant, en el marc de la seva fal·lera per la macroeconomia, va publicar treballs sobre la funció de consum, la preferència per la liquiditat i el rol dels tipus de canvi en els països en via de desenvolupament, apareguts a *Cuadernos de Economía*, a *Información Comercial Española* i *Papeles de Economía Española*. Amb el bagatge d'una docència continuada i puntual, tot plegat li serví per opositar novament i obtingué la plaça de la facultat de Barcelona, la seva facultat, en el decurs d'una oposició renyida que va concloure l'agost de 1991.

El retorn del Dr. Berenguer a casa seva va fixar definitivament la seva línia vital i acadèmica. Els seus interessos eren la família i la facultat. No li van interessar altres opcions que li van oferir tant des del món professional com des del polític. Em comentà que ja s'ho plantejaria més endavant, si era el cas.

Formà la família l'any 1980 en casar-se a Poblet amb Teresa Hurtado i Margalef, que més endavant va completar en adoptar Nicolau, nascut a Kostroma. La seva dedicació familiar i sobretot paternal fou exemplar en tot moment, de la mateixa manera que ho fou el seu esforç per la docència. El seu principal atribut, del qual gosava presumir, era fer de professor, malgrat que no s'esquinçava les vestidures per afirmar que escrivia millor que parlava.

Va dirigir el Departament de Teoria Econòmica de la Facultat de Barcelona. En acabar les angoixoses tasques burocràtiques que això comportava, i en un context en què vam aconseguir el reconeixement com a professors titulars dels doctors Elisenda Paluzie, Concepció Patxot, Ramon Tremosa, Joan Gil i Joan Costa, va reconduir la seva orientació investigadora en dos temes cabdals per a ell, la política fiscal i l'economia de la salut. Hi féu aportacions valuoses i no deixà d'interessar-s'hi fins que esclatà la crisi de la tardor del 2007 en què, de manera tan resolta com pionera, s'endinsà en el món procellós de la teoria econòmica de les finances.

Pel que fa a la política fiscal, va elaborar diferents treballs, alguns en col·laboració amb els col·legues A. Manresa i C. A. Kam, publicats a *Papeles de Economía Española*, *EC Tax Review* i *European Economic Review* i també en capítols de llibres especialitzats. Va dedicar bona part del seu temps a orientar i a dirigir diferents tesis doctorals, entre les quals destacà la de la professora Mercè Carreras, que versava sobre la problemàtica de l'habitatge.

Quant a les recerques sobre economia de la salut, la dedicació, l'esforç i la profunditat que hi dedicà el Dr. Berenguer van ser remarcables. De fet, va ser un dels introductors dels temes relacionats amb la comptabilitat generacional, en què va fer aportacions suggestives que van concretar-se en capítols de diferents llibres sobre l'àmbit internacional i amb un article valuós publicat a *Investigaciones Económicas* en col·laboració amb la professora Gemma Abió. Gràcies al reconeixement obtingut, el professor Berenguer exercí de consultor en diferents organismes, i particularment en la Comissió Permanent del Pacte de Toledo sobre la reforma del sistema de pensions.

La seva orientació intel·lectual més recent es concretà, com he assenyalat, en l'àmbit de les finances, com a conseqüència de la greu

crisi econòmica que trasbalsa l'economia mundial. Entrada la tardor de l'any 2007 i just al començament dels escàndols de les *subprimes*, Berenguer fou un pioner genuí en l'explicació, de manera divulgadora, de la complicada naturalesa dels nous productes sorgits de l'enginyeria financera. Els seus articles, principalment a *La Vanguardia*, van posar a l'abast del públic general l'enrevessament i els efectes de tota aquesta mena de contractes estructurats. Aquesta tasca pedagògica tingué com a suport la publicació de notables aportacions en el món acadèmic amb articles apareguts, és clar, a *Cuadernos de Economía*, a edicions especialitzades de centres de recerca del país i a la sèrie monogràfica *Economic and Financial Papers* de la Borsa de Barcelona.

Aquesta dedicació convertí el Dr. Berenguer en un expert apreciat. Fou reclamat per formar part del Consell d'Administració d'Empreses de Servei d'Inversió i del *Comité del Íbex-35*, encarregat d'establir de manera periòdica les companyies que conformen aquest índex. Més encara: fruit de la reputació obtinguda en aquest camp, així com del gruix dels coneixements exhibits en altres àmbits de la ciència econòmica, fou nomenat assessor independent del Consell Nacional d'Unió Democràtica de Catalunya.

En fi... el Dr. Berenguer ens ha deixat. Ens ha deixat un home bo, dedicat a la família i al seu fill. Va exercir com a economista competent, prioritzant la docència però sense deixar de banda la investigació. Va ser amic dels seus amics i deixeble agraït. Descansa en pau, Eduard. Tots plegats et trobarem a faltar.

Barcelona, abril 2012

1998

*Fundaciones públicas sanitarias**

Tienen los economistas una verdad incontestable: recursos limitados para satisfacer las necesidades humanas. Es obligado asignar eficientemente los recursos disponibles, cosa que no se consigue automáticamente. La propuesta del Ministerio de Sanidad y Consumo para incluir en el proyecto de ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social para 1999 la creación de fundaciones públicas sanitarias tiene una gran trascendencia para el futuro de la sanidad pública en las diez comunidades autónomas que no tienen transferida la gestión sanitaria del Insalud. La iniciativa parlamentaria ya apuntada en el plan estratégico del Insalud (1997) es una medida desburocratizadora sin otra motivación que no sea la de dotar a los centros sanitarios de instrumentos de gestión autónomos que agilicen la toma de decisiones. Conviene que tengan un nuevo marco legal de referencia que permita separar la función de compra de la provisión de servicios, motivar a los profesionales en los objetivos de la organización e introducir medidas de flexibilización.

Se trata pues de que cada centro administre los recursos públicos asignados en función de la carga asistencial de la mejor manera posible, asumiendo riesgos pero también obteniendo beneficios de las economías de gestión.

La experiencia en el primer año de funcionamiento en la Fundación Hospital Manacor (Mallorca) y Hospital Alcorcón (Madrid) es altamente reveladora. Con una dotación de personal menor por cama, se han incrementado los rendimientos en comparación con los hospitales de su grupo. Y sucede con otros indicadores: intervenciones

* *La Vanguardia*, 25-12-1998, en colaboración con Francesc Hernández.

quirúrgicas programadas, cirugía mayor ambulatoria o número de consultas por facultativo, que desmienten que la creación de las fundaciones públicas sanitarias represente una mercantilización de la sanidad, una privatización de la misma o un deterioro en las prestaciones sanitarias. Al contrario, esta experiencia demuestra que es posible hacer más por la salud de los ciudadanos con los mismos o menos recursos que antes. Acaso, desde el punto de vista de las mejoras que requiere el sistema sanitario del Estado español, el hecho de que las fundaciones públicas sanitarias tengan como base el régimen de personal estatutario de la Seguridad Social podría reducir el efecto beneficioso de la aplicación de las nuevas técnicas de motivación del personal. No obstante, parece una opción de oportunidad realista y prudente.

Podría aparecer como debilidad que solo los hospitales que soliciten explícitamente la autonomía podrán optar a ser fundaciones públicas sanitarias. Sin embargo la medida introduce racionalidad y viabilidad a un proceso complejo que en el Reino Unido representó siete años de esfuerzo y proceso de transformación.

Las fundaciones públicas sanitarias, ¿pueden garantizar la prestación de servicios sanitarios a la población con cargo a los presupuestos generales del Estado? La respuesta es que sí. Manteniendo los principios de universalidad de la prestación asistencial, equidad en el acceso y financiación pública de los servicios sanitarios, la iniciativa para la transformación de los hospitales del Insalud en fundaciones públicas sanitarias no altera la naturaleza de servicio público de las instituciones sanitarias.

Sería deseable que los partidos políticos pudieran llegar a un entendimiento reconocedor de las nuevas fórmulas de gestión como mecanismo dinamizador de la gestión de los centros sanitarios, y sentar las bases para un mejor funcionamiento de la sanidad pública. Incluso sería políticamente correcto llegar a un pacto futuro —similar al Pacto de Toledo de pensiones— que sentara las bases para una mejora de la calidad sanitaria en nuestro país.

2007

*Pánico a los CDO**

Sería injusto atribuir a la titulización y a la existencia de derivados crediticios de tercera generación como los CDO (*collateralized debt obligations*) toda la culpa de lo que está sucediendo en los mercados financieros. En el transcurso de su existencia desde mediados de los años noventa, ambos instrumentos se han mostrado eficaces para inyectar liquidez al sistema y para transferir riesgos desde las entidades bancarias a los mercados de capitales. Aunque la transferencia de riesgo no implica en absoluto su desaparición, tiene la ventaja para el que recibe esa transferencia de que puede añadir ese riesgo que acaba de adquirir a otros que ya posee y diversificarlo.

Aunque el lector de este periódico ha tenido ocasión de aprender algo más que el abecé de los CDO tras la excelente crónica de Andy Robinson del pasado domingo, valdrá la pena añadir algunos detalles sobre su funcionamiento para comprender cómo han pasado de constituir un innovador producto financiero a ser rechazados absolutamente por el mercado.

Para ello conviene recordar, como se dice en la citada crónica, que un CDO es asimilable a un fondo de inversión cuyos activos son créditos concedidos por bancos que han sido reunidos y vendidos a ese fondo. El objetivo del fondo es buscar partícipes en el mercado de capitales que financien el coste de adquisición de todos estos créditos. Es un producto derivado, porque la rentabilidad que proporcione el fondo estará vinculada a la rentabilidad de los créditos que forman su cartera.

* *La Vanguardia*, 19-08-2007.

Los créditos que constituyen la cartera tienen distinta calidad en función de a quién han sido concedidos. Estas calidades sirven para trocear el fondo y ofrecerlo en rodajas a distintos tipos de inversores, donde cada rodaja incorpora un grado de calidad distinto de los créditos y por tanto un riesgo distinto para el inversor.

Pero como indica el propio nombre de CDO, junto a los créditos hay unos colaterales o garantías aportadas al mismo.

El aspecto esencial, sin embargo, es que para asegurar la rentabilidad de los tramos de mejor calidad, las garantías que incorporan son superiores al valor de los préstamos que representan, mientras que en el tramo de los créditos de peor calidad sucede todo lo contrario.

Así, por ejemplo, en un fondo con créditos por valor de 1.000 millones de dólares, puede haber 500 millones correspondientes a préstamos de primera clase, 300 millones a préstamos de segunda clase y 200 millones para préstamos sin calificar (como pueden ser los del mercado *subprime*) mientras que las garantías pueden ser de 700 millones para los créditos de primera clase, 200 millones para los de segunda y solo 100 millones para los préstamos de baja calidad.

En estas condiciones, colocar el tramo asociado a préstamos de baja calidad es extremadamente difícil por el alto riesgo que comportan, de modo que tienen que ofrecer una rentabilidad altamente atractiva.

Cuando aparecieron en el mercado los tramos asociados a los créditos de baja calidad eran muy difíciles de colocar, y en muchos casos eran los propios bancos que habían creado los fondos los que se quedaban con estas rodajas. No obstante, más tarde, algo cambió esta situación.

Lo que ha complicado el mercado de los CDO ha sido lo que se llama la gestión dinámica, o sea, la posibilidad de sustituir los préstamos iniciales y sus garantías, que dieron lugar a la creación del CDO, por otros.

En este caso, el inversor en un CDO dinámico asume un riesgo adicional que no está presente en el CDO estático, y que es el riesgo de gestión, consistente en que los préstamos que sustituirán a los primitivos sean menos rentables que los originales.

Además se rompe la transparencia inicial: el inversor deja de conocer los activos concretos que forman el CDO y tiene que confiar

en las habilidades profesionales del gestor para poder formarse una idea de los riesgos que está asumiendo.

Pero, además, se abre la posibilidad de un tercer riesgo, que es la del gestor bucanero, que irá conscientemente colocando activos de ínfima calidad atraído por las comisiones más jugosas que recibe por su colocación.

En estas circunstancias no es extraño que los créditos del mercado *subprime* hayan podido acabar fácilmente dentro de los CDO dinámicos y que, al acabarse el boom inmobiliario en Estados Unidos, hayan aflorado rápidamente las pérdidas.

Finalmente, la opacidad existente en los CDO dinámicos ha tenido otro efecto. Y es que, durante un periodo relativamente prolongado de tiempo, mientras no se produjeron los impagos de las hipotecas en los mercados *subprime*, los inversionistas han aceptado todas estas transferencias de riesgo sin demandar unas compensaciones adecuadas respecto a las inversiones en activos seguros.

Lo que ha sucedido los últimos días es una pérdida de confianza en los CDO que se ha extendido a todos sus tramos y formas. Quienes habían comprado participaciones en estos instrumentos han querido liquidar su inversión. Para que ello sea posible, o bien la tiene que comprar el propio fondo, o tiene que encontrar en el mercado de capitales a alguien dispuesto a adquirirla. Y aquí es donde se ha producido una oferta que no ha encontrado demanda.

La importancia que tienen la titulización y los derivados crediticios se ha puesto inmediatamente de relieve en el mismo momento en que el mercado ha dejado de funcionar, provocando una crisis de liquidez y de restricción del crédito, con consecuencias a lo largo de todo el mercado de capitales. La actuación de los bancos centrales, especialmente del BCE, inyectando liquidez ha resuelto solo parcialmente el problema, al no devolver la confianza a los mercados, no se sabe si porque las cantidades inyectadas parecen insuficientes o porque esta misma liquidez que ha aportado el BCE la va a retirar dentro de 14 días.

Si hay que hacer caso al presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, esta pérdida de confianza, con su consiguiente crisis de liquidez, es una sobrerreacción a un problema concentrado en el seg-

mento de las hipotecas de baja calidad. Es muy posible que sea así, y que todo vuelva a la normalidad dentro de unas semanas, pero que sea posible no quiere decir que sea seguro.

En cualquier caso, habrá que extraer algunas lecciones de esta crisis. En primer lugar, que en los mercados ha existido un exceso de liquidez importante consecuencia de unos tipos de interés que han estado demasiado bajos durante demasiado tiempo. Solo cuando la liquidez es excesiva pueden darse las condiciones para la formación de burbujas en los mercados inmobiliarios y para la concesión de hipotecas de tan baja calidad como las del mercado *subprime* de Estados Unidos.

En segundo lugar, no hay que dejar pasar por alto que la inyección de liquidez realizada por los bancos centrales ha ido en sentido contrario a los deseos del BCE, que hasta el 7 de agosto eran reducir esa liquidez.

Asusta pensar que, si no se producen algunos cambios en las regulaciones que permitan conservar todo lo bueno que hay en los mercados de derivados de tercera generación, algún día los mercados financieros puedan impedir el ejercicio de algo tan importante para la estabilidad económica de los países como es la política monetaria.