

La crisis real y financiera de la economía española

Antonio Torrero Mañas*

1. La actualidad de la obra de Minsky y de su hipótesis de la inestabilidad financiera

Hyman P. Minsky fue un economista norteamericano (murió en 1996) cuya obra giró en torno a la hipótesis de la inestabilidad financiera, ofreciendo una interpretación de la obra de Keynes desde la perspectiva de los desequilibrios financieros que se generaban en una economía moderna.

En la crisis actual se evoca a Keynes recordando su prevención sobre la escasa utilidad de la política monetaria en condiciones de crisis, deflación y depresión; se evoca su posición activa en relación a la política fiscal y a la promoción de la inversión pública cuando la privada se contrae por las perspectivas pesimistas. No voy a referirme a estos aspectos de las propuestas de Keynes; me limitaré, de la mano de Minsky, a hacer referencia a las perturbaciones que se producen en la economía, generadas por la dinámica de los agentes en un entorno de incertidumbre.

La obra de Minsky está de actualidad¹. En los últimos veinticinco años las referencias a su obra han sido escasas;

recientemente, sin embargo, las citas a Minsky son frecuentes en las principales aportaciones de los expertos que intentan comprender la naturaleza y alcance de las perturbaciones financieras. También los análisis pragmáticos de los bancos de inversión recurren a Minsky para intentar comprender la naturaleza y consecuencias de la crisis financiera actual².

Minsky estudió en Harvard con Schumpeter, que dirigió su tesis, y en él se inspiró para considerar el comportamiento cíclico de la economía desde la perspectiva financiera. En esencia, los períodos de estabilidad económica, de gran confianza y optimismo, generan la creación excesiva de crédito, dando lugar a la inestabilidad financiera y a la euforia especulativa, seguida de una contención del crecimiento del crédito y, finalmente, de la reducción del crecimiento económico y de un incremento de la volatilidad financiera.

La gran preocupación de Minsky fue comprender las razones que determinan los precios relativos de los activos financieros y de los reales, y como se relaciona la evolución de éstos con la inversión. El mecanismo de inestabilidad básico lo encuentra en la validación de la deuda por parte de los agentes económicos, de manera que el ritmo de la economía, en un momento determinado, está estrechamente relacionado con la capacidad de los deudores para cumplir los compromisos asumidos en el pasado, y por la visión que se tenga de que los demandantes de recursos cumplirán en el futuro con los compromisos que intentan contraer ahora.

* Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá.

¹ El lector interesado en la obra de Minsky puede recurrir a D.B. Papadimitriou y L.R. Wray: "The Economic contributions of Hyman Minsky: Varieties of capitalism and international reform", *Review of Political Economy*, April 1998, pp. 199-225. Las contribuciones más importantes de Minsky están recogidas en: *Inflation, Recession and Economic Policy*", Wheatsheaf Books, Great Britain, 1982. Su libro *John Maynard Keynes* se publicó en 1975, Columbia University Press. Ha sido reeditado por McGraw Hill, USA, 2008. Hay versión en español: *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México, 1975.

² Un buen ejemplo es la publicación de *UBS Investment Research*: "Financial Instability and the economy: one year into a Minsky Moment", 3 September 2008.

El análisis de Minsky se centra en la situación financiera en la que se encuentran los agentes económicos, fijando su atención de forma especial en las empresas. Tipifica tres posiciones:

1) Posición financiera equilibrada: el *cash-flow* esperado supera en todo momento a los pagos comprometidos por deuda.

2) Posición financiera especulativa: el *cash-flow* esperado a largo plazo es positivo pero negativo en el corto plazo.

3) Posición financiera Ponzi³: el *cash-flow* esperado en el corto plazo es negativo; se produce un incremento sostenido del endeudamiento descansando la viabilidad del esquema a largo plazo en la expectativa de revalorización de los activos que se poseen como contrapartida al endeudamiento.

La inestabilidad financiera se genera a partir de una posición estable puesto que ese estado de confianza produce un aumento en el nivel de riesgo con el que se demandan y conceden los créditos, lo que conduce a una elevación de la valoración de los activos que impulsa a su vez al crédito. Progresivamente la economía se sitúa en posiciones especulativas e incluso Ponzi, con lo que se hace más sensible al tipo de interés y a sus variaciones.

Cuando las unidades que aceptaron mayores niveles de riesgo no pueden cumplir con los compromisos financieros contraídos, crece la sensación de inseguridad y se revisa al alza la estimación del riesgo. Sobreviene entonces un proceso de crisis financiera que afecta a todo el complejo de relaciones establecidas entre la producción y la financiación que aparecen totalmente integradas en la economía de mercado⁴.

Minsky encuentra su inspiración en la obra de Keynes destacando la incertidumbre como una cuestión esencial de la Teoría General. Keynes puso énfasis especial en la incertidumbre al resaltar los aspectos fundamentales de su libro en la contestación a sus críticos⁵. Minsky subraya la insistencia de Keynes en la trascendencia de los mercados financieros cuya operativa afecta a las valoraciones de los

bienes de capital y por tanto a la actividad inversora. En varias ocasiones transcribe Minsky en su obra el siguiente párrafo de Keynes:

“Hay una multitud de activos reales en el mercado que constituyen nuestra riqueza en capital: edificios, existencias de mercancías, bienes en proceso de producción y de transporte, y así sucesivamente. Sin embargo, los propietarios monetarios de estos activos han tomado con frecuencia *dinero* en préstamo para convertirse en tales. En la correspondiente medida, los poseedores reales de riqueza tienen derechos, no sobre activos reales, sino sobre el dinero. Una parte considerable de esta “financiación” tiene lugar a través del sistema bancario, que interpone su garantía entre sus depositantes, que le prestan dinero, y sus prestatarios a los que presta dinero con el que financiar la compra de activos reales. La interposición de ese velo monetario entre el activo real y el poseedor de riqueza es una característica especialmente relevante del mundo moderno”⁶.

2. La crisis financiera internacional y sus efectos sobre España

La crisis financiera mundial afecta a nuestra economía, abierta al exterior y muy dependiente del ahorro externo, preciso para financiar un elevadísimo déficit en la balanza por cuenta corriente que recoge los excesos de inversión de los últimos años, y refleja la pérdida sostenida de competitividad.

El punto central de este breve comentario es que el mundo se enfrenta a la corrección de un ciclo extraordinariamente expansivo del crédito, que ha tenido lugar en un entorno de riesgo creciente y de relajación reguladora, con innovaciones financieras importantes, y un papel destacadísimo de los mercados financieros, de los productos derivados y de los bancos de inversión. Una característica esencial de la crisis actual es la valoración optimista de los activos, posiblemente alentada por un entorno de gran dureza competitiva.

En la fase expansiva del ciclo, la abundancia de recursos y la gran liquidez de los mercados ha impulsado el crecimiento económico en un marco financiero global. Lo que ha de afrontarse ahora es la corrección de los excesos y el

³ Minsky denomina Ponzi a esta posición aludiendo a las prácticas de un financiero bostoniano de ese nombre.

⁴ En el resumen anterior he utilizado mi trabajo: “Una visión peculiar de la economía financiera”, *Círculo Empresarial*, Boletín nº 31, 1985, pp. 53-58.

⁵ “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*, February 1937. Incluido en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, McMillan, Vol. XIV, 1973, pp. 109-123.

⁶ “The consequences to the banks of the collapse of money values”, *Essays in Persuasion* (1931). Incluido en *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, McMillan, Vol. IX, 1972. La cita corresponde a la pág. 151. Hay versión española en Ed. Crítica, Barcelona, 1988.

retorno a niveles más soportables de endeudamiento en un escenario de mayor sensibilidad hacia el riesgo. *La cuestión fundamental es cómo se ajustan las economías en esta fase contractiva, y cómo impedir que el sentimiento pesimista de los agentes económicos y de los intermediarios financieros, dé lugar a una perturbación financiera de tal intensidad que degeneren en una depresión intensa y duradera.*

Haré referencia a los efectos de las finanzas, lo cual no significa que ignore el impacto de los problemas financieros sobre los sectores reales. Si los mercados financieros y los intermediarios bancarios tienen dificultades, el flujo de crédito no llegará a las familias y, sobre todo a las empresas, obstaculizando la obtención del circulante y afectando gravemente a las decisiones de inversión. La normalización financiera, y en especial del crédito bancario, es, pues, una cuestión clave para los sectores reales.

Las autoridades de todo el mundo son conscientes del peligro que supone la recesión, la deflación, y la depresión. El recuerdo de la Gran Depresión actúa como una vacuna; los gobiernos están dispuestos a tomar las medidas precisas de forma inmediata con inusitada amplitud e intensidad. Han pasado a segundo plano las inquietudes por los efectos inflacionistas y de otro orden que puedan derivarse en el futuro de una actuación cuyo principal objetivo es impedir la parálisis crediticia. Los gobiernos participan en bancos y suplantando incluso en la concesión del crédito a los intermediarios financieros.

El temor al desplome de las valoraciones en los mercados bursátil e inmobiliario, a la parálisis en el mercado interbancario, y, sobre todo, a la contracción del crédito bancario es común a todos los países. Se tiene conciencia de que lo más peligroso de una perturbación financiera es que alcance a las operaciones ordinarias de los intermediarios bancarios, y llegue a afectar al canal del crédito bancario que es la única fuente de financiación externa al alcance del 95 por 100 de las empresas que generan la mayor parte del PIB y del empleo. La experiencia histórica muestra que cuando una perturbación financiera llega a afectar al canal del crédito bancario, como sucedió con la Gran Depresión o en la crisis japonesa de los años noventa, los efectos de la contracción del crédito sobre el crecimiento económico son intensos y duraderos.

En España tenemos algunas características singulares que conviene tener en cuenta. Las principales son la posición inicial de fortaleza del sistema bancario, el alto riesgo generado en el sector inmobiliario y la dimensión del déficit por cuenta corriente. Haré una referencia telegráfica a estos aspectos.

En cuanto al sistema bancario, el riesgo asumido en el sector inmobiliario es de gran magnitud y los efectos sobre bancos, cajas y cooperativas están siendo y serán importantes, forzando a operaciones de concentración empresarial. El punto de partida es, sin embargo, más sólido que en la mayor parte de los países.

A las autoridades españolas les ha faltado prudencia para frenar la disparatada expansión inmobiliaria puesto que impulsaba el crecimiento económico y el empleo; el Banco de España, que tampoco actuó con decisión frenando los excesos, forzó, no obstante, la constitución de provisiones extraordinarias en el sistema bancario en la fase de auge de carácter anticíclico, decisión conservadora que adoptó prácticamente en solitario y que es, ahora, unánimemente calificada como un ejemplo de prudencia.

El sector bancario español no ha resultado afectado por las hipotecas de alto riesgo que han contaminado los activos financieros estructurados y causado estragos en prácticamente todos los países. El mantenimiento de las exigencias de capital propio en las operaciones de titulización ha sido una medida muy positiva adoptada también por el Banco de España.

El aspecto negativo, el punto débil de los balances de las instituciones bancarias en nuestro país reside en el abultado crédito al sector inmobiliario, en particular a los promotores. Es preciso tener en cuenta que los problemas en este sector tienen un tiempo de maduración mayor, tardan más en aflorar, que las pérdidas de capital asociadas a instrumentos financieros ligados más directamente a valoraciones de mercado. Lo anterior implica que los drásticos saneamientos llevados a cabo por los bancos en otros países se han realizado de inmediato. En España las dificultades de las entidades aparecerán de forma más espaciada.

La crisis financiera internacional está afectando gravemente a España, que precisa financiación masiva del exterior. El déficit de la balanza por cuenta corriente se ha elevado de forma extraordinaria en el último lustro, alcanzado un nivel insólito (10 por 100 del PIB). El ajuste hacia una posición más sostenible exige aumentar la competitividad, pese al alivio que representa la baja del precio del petróleo y la reducción de los tipos de interés. Aún así, la dependencia de los mercados financieros exteriores seguirá siendo muy elevada. El previsible aumento del ahorro de las familias coadyuvará a la reducción de la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional, aunque la reducción del ahorro público seguramente compensará el incremento de ahorro de las familias. El ajuste recaerá sobre la tasa de inversión.

No me parece que se tenga conciencia del dogal que significa ese desmesurado déficit exterior. España se hubiera visto obligada a un duro reajuste de su economía incluso sin crisis financiera internacional. La crisis ha permitido al Gobierno subsumir el desequilibrio bajo la alfombra de la crisis internacional, pero España tiene pendiente la corrección del desequilibrio aunque se vaya normalizando la situación financiera.

Lo anterior significa que si en los últimos años España creció más que los países de la Unión Europea, porque invirtió en mayor medida, y empresas y familias se endeudaron considerablemente asumiendo un mayor nivel de riesgo, en los próximos años el ajuste de la economía española seguramente será más intenso y, por tanto, son menores las expectativas de crecimiento económico y, sobre todo, del empleo.

La evolución de la economía española depende, no obstante, de la determinación con la cual se aborde la situación, delicada en cualquier caso. No es correcto afirmar que nuestros problemas son similares a los del resto de los países industriales o de los integrantes de la Unión Europea. Es cierto que la crisis financiera internacional afecta a todos, pero España tiene un desequilibrio propio y esencial: el déficit de la balanza por cuenta corriente que implica una dependencia de la financiación exterior de una dimensión insólita.

No es lo mismo plantear la superación de los problemas a partir de su reconocimiento, que ocultarlos bajo el manto de la crisis financiera global. El Gobierno español ha optado por esta última alternativa y eso hará más difícil la superación de la crisis económica.

3. Nota final

Creo que nadie está en condiciones de formular hipótesis con un mínimo de rigor respecto a la duración y efectos

de la crisis financiera internacional. Sabemos que todos los gobiernos son conscientes de la dimensión del problema y de sus posibles consecuencias, y no han dudado en emplear recursos y adoptar fórmulas que hace sólo seis meses nos hubieran parecido extremas y poco convenientes.

Se van imponiendo algunas ideas que antes asomaban con timidez. La principal es que las finanzas tienen características especiales que obligan a un tratamiento diferenciado y a no extender, sin matices muy cuidadosos, conceptos utilizados con normalidad en otros sectores económicos.

Las finanzas incorporan incertidumbre puesto que el desenlace de las operaciones de crédito depende de acontecimientos y actuaciones, de difícil o imposible predicción, durante el *tiempo* de vigencia de la operación financiera. La mayor importancia que han adquirido los mercados ha variado el foco de atención, desplazándose éste desde el seguimiento de la situación del receptor de los recursos hacia las reacciones de los mercados, lo cual incorpora mayor dosis de incertidumbre.

Hasta la década de los noventa, el sistema financiero que se consideraba más adecuado para favorecer la estabilidad y el crecimiento era el que basculaba esencialmente sobre el sector bancario. El dinamismo anglosajón, la crisis japonesa y el moderado crecimiento de Europa, ha situado a los mercados financieros, y a la banca de inversión, en el centro de la escena⁷. La intermediación bancaria implica estabilidad, y también rigidez; los mercados financieros tienen mayores dosis de inestabilidad y de flexibilidad. Creo que la actual crisis financiera conllevará una revisión en favor de un mayor protagonismo de la banca relacional y una menor confianza en las finanzas sofisticadas asociadas con los productos desarrollados por los bancos de inversión.

⁷ En mi libro: *Revolución en las Finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera*, Marcial Pons, Madrid, 2008, analizo con detalle los cambios que se han producido.