

Resumen

La crisis financiera actual surge, entre otras cosas, como resultado de una expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Dicha perturbación financiera de notable envergadura, iniciada en el verano de 2007, presenta una duración, impacto socio-económico y resultados finales desconocidos. Son diversos los factores que han inducido a una mayor intensidad de los comportamientos gregarios, y al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras. Los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar el proceso para evitar un estallido, siendo de gran trascendencia el hecho de que el esfuerzo regulador ha considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual.

Palabras clave: crisis, sistema financiero, perspectiva histórica, regulación.

Abstract

The former financial crisis arises, within other things, as a result for the credit expansion, which size is not to be withstood by the economic system. Such financial disruption, initiated in the summer of 2007 and noticeable for its magnitude, presents an uncertain duration, socioeconomic impact, and final outcome. There are several factors that have induced to a higher intensity in the gregarious behavior, and to an increase on the frequency and the importance of financial crises. Governments and Central Banks are trying to conduct and soften the process to avoid an explosion, becoming especially transcendent the fact that the regulatory effort has considered exclusively microeconomic risk, without taking into account the higher risk of a systemic crisis like the present one.

Key words: crisis, financial system, perspective historical, regulation.

JEL classification: E32, G00, G28.

LA CRISIS FINANCIERA. UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Antonio TORRERO MAÑAS

Universidad de Alcalá

Mucho se ha escrito sobre pánicos y manías, mucho más de lo que con el más esclarecido intelecto somos capaces de seguir o imaginar; pero una cosa sí que es cierta: que en determinadas épocas un montón de gente estúpida tiene un montón de estúpido dinero... A intervalos, por causas que no hacen al propósito actual, el dinero de esas personas (el capital ciego del país, como lo llamamos) es particularmente dilatado e insaciable; busca ser devorado por alguien y se produce una "plétora"; encuentra a alguien y se produce una "especulación"; es devorado y se produce el "pánico".
W. Bagehot, Ensayo sobre Edward Gibbon citado por Kindleberger (1989: 17)

Hay una diferencia cardinal entre la banca y otros tipos de negocios; se deben correr muchos menos riesgos en la banca que en el comercio, y también se deben tomar muchas más precauciones. En los negocios ordinarios, el comerciante puede añadir al precio de coste de los artículos que vende una gran utilidad mercantil, digamos del 10 al 15 por 100; pero el banquero tiene que contentarse con el interés del dinero, que en Inglaterra no es mayor del 5 por 100 en promedio. Por tanto, el negocio de un banquero no puede resistir tantas cuentas incobrables como el de un comerciante, y debe mostrar una cautela más grande para escoger a sus prestatarios.
W. Bagehot, *Lombard Street*... (1873: 141).

I. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS FINANZAS

MUY recientemente (26 de julio de 2009) Samuelson señalaba que había que volver a los mayores de 94 años (él nació en 1915) para poder entender algo de la crisis financiera actual. He seguido en esto su consejo y recurro a Bagehot, el legendario editor de *The Economist* y autor de *Lombard Street*, para encabezar este trabajo.

Pido comprensión por lo puntilloso que seré con el tiempo, no en el sentido de Marshall, que lo consideraba la variable esencial, sino en el cronológico, tratando de ser preciso en cuanto al momento. Mucho me temo que será en lo único que sea preciso. Me explicaré.

Los numerosísimos analistas de la crisis financiera actual tienen

buen cuidado en precisar la fecha en la que realizan su análisis, y se pronuncian sobre asuntos tan delicados como la duración de la crisis, su impacto en la economía o sus consecuencias sobre la regulación o supervisión financiera. Tienen buenas razones para hacerlo. Estamos inmersos en una perturbación financiera de gran calado que se inició en el verano de 2007; no conocemos su duración ni su impacto socio-económico, ni tampoco sus resultados finales.

Tanta incertidumbre debería inducir a la prudencia. Me apresuro a señalar que preparo este trabajo en el verano del 2009, cuando se cumple el segundo año de la crisis, y lo hago con los conocimientos y la perspectiva que tengo en este momento.

Los economistas no sabemos demasiado de las reacciones de los mercados financieros, por de-

cirlo con suavidad; de las crisis financieras, aún menos; y nuestra capacidad de predecirlas es notoriamente nula. Es comprensible que las personas sin formación económica denuncien la incapacidad de previsión como prueba de ineptitud, pero los economistas profesionales tenemos conciencia de la precariedad de nuestro conocimiento para intentar la predicción, sobre todo en materia financiera.

Mancur Olson (2000: 22) señaló respecto a nuestra capacidad de anticipar el futuro:

Si bien a algunos se les dan peor las profecías que a otros, no hay nadie capaz de hacer predicciones generales y fiables con regularidad. Sin embargo, toda inversión implica algún tipo de predicción, implícita o explícita. Una economía moderna es un sistema maravillosamente complejo que converge continuamente hacia un equilibrio general. Pero nunca consigue llegar a éste porque se enfrenta incesantemente a nuevas oportunidades y conmociones. Si ni siquiera hay información suficiente para calcular con detalle o precisión la situación presente de una economía, menos aún será posible calcular su posición futura.

Por eso, continúa el economista norteamericano, las decisiones en economía abarcan un amplio espectro, y como se tiene conciencia de lo precario de los fundamentos, las sociedades avanzadas son tolerantes respecto a los errores y fracasos empresariales. Lo esencial es que se adviertan señales que permitan la corrección y reorientación del flujo inversor.

El mundo de las finanzas es de una complejidad extraordinaria. Es engañosa la simplicidad y la ló-

gica de las crisis financieras que se advierten con toda claridad, pero «a posteriori», puesto que en todas las crisis hay elementos de desmesura, a veces escandalosos, que conducen a rupturas abruptas en las tendencias. Fijémonos en la crisis actual cuyo detonante —sólo detonante— han sido las hipotecas de baja calidad (*subprime*).

Cualquiera al que se le explique la génesis de la crisis actual, los instrumentos financieros que se han utilizado y los supuestos establecidos para sostener el *boom* del crédito a la construcción (alza continua del precio de la vivienda, endeudamiento progresivo de las familias, y liquidez de los mercados) advierte *ahora* de la escasa solidez del entramado.

Muchos preguntan, con razón, ¿cómo es posible dar créditos hipotecarios a personas sin patrimonio ni empleo con la única garantía de la vivienda que se financia? Excelente cuestión, pero no es sólo que los créditos se concedieran sin rigor, es que la vivienda se convirtió en un activo financiero más, y las continuas renovaciones de los contratos hipotecarios permitirían la obtención de recursos para financiar el consumo de las familias y sostener el crecimiento económico y el empleo, sobre todo en los Estados Unidos.

La vivienda, un bien de inversión a largo plazo y con liquidez reducida, se ha transformado, mediante la innovación financiera, en un activo que, agrupado a otros a través de la titulización, permite que el activo resultante tenga liquidez inmediata en los mercados financieros.

Sobre esos cimientos poco firmes se ha edificado, sin embargo, un edificio gigantesco. La crisis actual es el resultado de una

expansión del crédito cuya magnitud no es soportable por el sistema económico. Es *inevitable* que esa desmesura (apalancamiento) se reduzca. Los gobiernos y los bancos centrales intentan conducir y suavizar el proceso para evitar un estallido. Ésa es la esencia de la crisis actual.

Ahora bien, en esos esfuerzos se incurre en una cierta contradicción, puesto que el adelgazamiento de la deuda del sector privado va acompañada del rápido ascenso de la deuda pública, cuya carga financiera es ahora tolerable, con tipos de interés nominales muy bajos y negativos en términos reales. Se trata de una posición frágil e inestable que precisará corrección en el futuro, pero en la actualidad el mayor endeudamiento público es la consecuencia inevitable de la contención de la crisis financiera.

Un cuadro aparentemente tan nítido como el que ha provocado la crisis ¿no han podido advertirlo en su gestación tantos expertos financieros como hay en el mundo? La especialización en finanzas ha absorbido a más de la mitad de los estudiantes de las escuelas de negocios, instituciones que han crecido de forma exponencial en los últimos veinte años. En 1984, Tobin ya advertía alarmado este despilfarro en la asignación de capital humano.

Intentar dar respuesta a ese interrogante exigiría mucho tiempo, no estoy seguro de poder dar una contestación satisfactoria, y me apartaría del objetivo de este trabajo. Apuntaré, sin embargo, que la inmensa mayoría de los expertos financieros se ha preocupado exclusivamente de estudiar los instrumentos y el comportamiento de los mercados. Entre los economistas destacados, sólo algunos —como Stiglitz— han

mostrado inquietud por los efectos desestabilizadores de las finanzas sobre la economía. A la vista de los últimos episodios de crisis financieras, y en particular del actual, ha crecido la preocupación por el riesgo sistémico, y se evoca con frecuencia la aportación de Hyman Minsky, un pensador original, al margen del pensamiento neoclásico predominante, cuya obra se inspiró en la de Keynes.

La obra de Minsky se centró en el análisis de la inestabilidad que consideraba inherente al mundo financiero. Según Minsky, la liberalización y la competencia en las finanzas provocaban un ciclo en el cual el riesgo y la vulnerabilidad crecían hasta culminar en una crisis financiera. En la segunda posguerra, hasta la década de los setenta del siglo pasado, tuvo lugar una etapa excepcional de estabilidad financiera en un marco institucional de:

- Competencia limitada en el sector bancario.

- Separación de la actividad bancaria de la bursátil.

- Fuerte presencia de la deuda pública en los balances bancarios.

- Escaso nivel de endeudamiento de empresas y familias.

A partir de la década de los setenta del pasado siglo, se produjo la ruptura del sistema creado en Bretton Woods. De manera paulatina, se modificaron las ideas prevalecientes, imponiéndose un nuevo orden institucional apoyado en los puntos siguientes:

- Mayor confianza en los efectos positivos de la competencia en las finanzas para reducir costes de transacción y mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos.

- Propuestas de liberalización de las finanzas en los sistemas nacionales y en el orden internacional.

- Fe en la capacidad autorreguladora de los propios agentes que actúan en las instituciones y mercados.

- Creencia progresiva en la capacidad de medición del riesgo.

- Aumento espectacular de la dimensión de los mercados financieros, que ganan peso respecto de la intermediación bancaria tradicional.

Estos cambios han generado una arquitectura institucional distinta; las ideas que se han impuesto son las contrarias a las existentes en el período de estabilidad de la posguerra. Especial trascendencia ha tenido la corriente liberalizadora en las finanzas. La evolución del Fondo Monetario Internacional (FMI) es un ejemplo claro del cambio que se ha producido. Dedicaré unas líneas a este asunto.

El FMI es la institución financiera clave que se creó en Bretton Woods con la misión de garantizar una evolución ordenada de las paridades de las divisas, al objeto de impedir devaluaciones competitivas de triste memoria en la Gran Depresión. Eso requería autoridad de la institución para juzgar la necesidad de alterar los tipos de cambio en función de la situación económica de los países, en particular del comercio exterior; inherente a esta pretensión era la limitación a los movimientos internacionales de capital, cuyo comportamiento había sido desestabilizador también en la Gran Depresión.

Para tener una idea del clima de la Gran Depresión, en relación con la internacionalización de la

actividad financiera, reproduzco un párrafo de un artículo de Keynes de 1933:

Simpatizo, por tanto, con aquellos que minimizarían antes que con los que maximizarían la excesiva interrelación económica entre las naciones. Ideas, conocimiento, arte, hospitalidad, viajes: ésas son las cosas que por naturaleza deberían ser internacionales. Pero que la producción de bienes sea inglesa cuando sea razonable y convenientemente posible; y, sobre todo, que las finanzas sean fundamentalmente nacionales (Keynes: 236).

El FMI ha pasado, desde la situación inicial, a ser el principal impulsor de la liberalización nacional e internacional de las finanzas, con unos pujantes mercados de divisas que anulaban su cometido de vigilante y estabilizador de las paridades cambiarias.

No tengo espacio para detenerme en el resto de los cambios (1); dejaré constancia, sin embargo, de la confianza en la autorregulación de los mercados por los propios protagonistas (sin tener en cuenta las enseñanzas de Polanyi, 1944); también en la capacidad de medición del riesgo, o para ser más preciso, y siguiendo la distinción de Knight (1921), en la pretensión de incorporar a la zona del riesgo (donde existe distribución de probabilidad) situaciones de incertidumbre (en las que no existe), incluyendo las de *incertidumbre radical*, en las cuales no tenemos la menor posibilidad razonable de establecer previsiones, y mucho menos de cuantificarlas.

El cambio de ordenamiento institucional ha sido, pues, completo. Con ese nuevo paradigma se ha incrementado la frecuencia de las crisis financieras en las tres últimas décadas hasta llegar a la convulsión actual.

II. LAS CRISIS FINANCIERAS DE LAS TRES ÚLTIMAS DÉCADAS

Son muy conocidos los episodios especulativos de la burbuja de los tulipanes de Holanda en 1640 y los de las compañías de los Mares del Sur y del Mississippi en Inglaterra y Francia, respectivamente, en 1720.

Desde entonces han tenido lugar perturbaciones financieras que han afectado a los sistemas bancarios y a valoraciones desmesuradas de muchas clases de activos, tanto reales como financieros (2). Centraré la atención, en un recorrido telegráfico, en las convulsiones de las últimas décadas del pasado siglo, y en las producidas en la actual centuria. Mención muy especial merece La Gran Depresión, en particular su fase más aguda (1929-1933), por motivos a los que aludiré más adelante.

Me parece imprescindible intentar una tipificación de las crisis financieras para situar la actual con perspectiva. Antes de comenzar, deseo poner énfasis en subrayar la especificidad de cada episodio de crisis. Las perturbaciones financieras se producen en un tiempo concreto y en países con un orden institucional determinado. En este sentido, debe procederse con suma precaución cuando se agrupan naciones bajo una determinada calificación.

Pondré un ejemplo. En 1997 se produjo una crisis financiera en los países del Sudeste de Asia. Rasgos comunes fueron el fuerte endeudamiento en moneda extranjera, la crisis bancaria, y la cambiaria. Se vieron afectados países como Indonesia, Corea del Sur y Malasia, pero cada uno de éstos tenía características propias que explican el diferente impacto de la perturbación en porcentaje de los PIB na-

cionales y la capacidad de recuperación. Considero, pues, con cierta distancia las conclusiones basadas en promedios obtenidos a partir de datos nacionales que agrupan países a veces muy heterogéneos.

En la clasificación que sigue no pretendo aludir a todas las situaciones de crisis (3).

1. Crisis bursátiles

Entre los episodios bajistas sobresale la caída de la Bolsa de Nueva York el 19 de octubre de 1987. En ese lunes negro el Dow Jones bajó un 22,6 por 100, el récord en una sola jornada. Fue el primer aviso de la trascendencia de los nuevos mercados de derivados sobre acciones, y del peso de los nuevos instrumentos de gestión profesional de inversiones (seguro de carteras).

La descoordinación temporal entre el mercado de acciones de Nueva York y el de futuros de Chicago puso de relieve con nitidez la nueva situación: eran, de hecho, un sólo mercado. Los programas de seguro de carteras provocaron una aguda crisis de liquidez, debido a ventas masivas de inversores profesionales que utilizaban modelos similares.

La actuación rápida de la Reserva Federal (Fed) facilitando liquidez a todos los intermediarios ayudó a normalizar la situación sin que la crisis llegara a afectar a la economía real. Fue la primera actuación de Greenspan, recién llegado a la Presidencia de la institución.

En el año 2001 se produjo una nueva crisis bursátil centrada en las empresas de las nuevas tecnologías. Entre marzo de 2000 y de 2001 el índice NASDAQ bajó un 70

por 100. Dos hechos deseo subrayar: 1) el impacto sobre la economía y la riqueza de los inversores fue significativo, aunque muy concentrado en los sectores tecnológicos; 2) la Fed (Greenspan se mantenía al frente) para compensar el efecto contractivo, inició un programa sostenido de reducción de tipos de interés, al que muchos analistas achacan los extraordinarios aumentos del crédito y del endeudamiento que generaron la crisis actual.

Lo que me interesa poner de relieve es que esas importantes crisis bursátiles, al evitarse problemas de liquidez y no extenderse a otros sectores e instituciones, especialmente al bancario, por llamativas que pudieran parecer en su momento, no desembocaron en una crisis sistémica y fueron de corta duración.

2. Crisis bancarias

Las crisis de los sistemas bancarios han sido muy numerosas, en países tanto emergentes como desarrollados. Una secuencia frecuente en los episodios de crisis ha sido: entrada de capital del exterior (normalmente asociado con la liberalización de los movimientos de capital); fuerte crecimiento del crédito (en muchos casos polarizado hacia el sector inmobiliario); salida brusca de capitales; caída del precio de los activos; crisis bancaria; saneamiento del sistema bancario con cargo a fondos públicos que a veces ha incluido la nacionalización de entidades (4).

A partir de ese modelo general, se producen situaciones específicas que dan idea de la versatilidad de los procesos de crisis:

— En los países emergentes, la entrada de recursos del exterior

se ha producido ante la escasez de ahorro nacional (Sudamérica); pero también en otros con alta tasa de ahorro (Sudeste Asiático) (5).

— En algunos países desarrollados la crisis bancaria ha afectado a la mayor parte de las instituciones (como en los escandinavos en los primeros noventa); en otras ocasiones, la crisis se ha limitado a una institución determinada (cajas de ahorros en los Estados Unidos en la década de los ochenta).

— Cuando el fuerte crecimiento del crédito, característica común en las crisis bancarias, ha tenido lugar por la afluencia de capital exterior, el vehículo ha sido casi siempre el sector bancario, y el receptor fundamental el sector inmobiliario, así como actividades no excesivamente expuestas a la competencia internacional.

— La construcción tiene una gran capacidad de absorción de capital exterior; las empresas con presencia en los mercados mundiales de productos tienen mayor acceso a los mercados internacionales de capital, y su demanda de recursos financieros está limitada por la disciplina que impone el mercado mundial de bienes y servicios. De nuevo, hay excepciones. En el caso de Corea, los principales receptores de recursos fueron los grandes conglomerados industriales con clara orientación exportadora.

3. Crisis bancarias, bursátiles e inmobiliarias. El caso de Japón

El caso de Japón es muy especial. En 1989 estalló allí la mayor burbuja bursátil e inmobiliaria de la historia; se produjo también la crisis bancaria más importante. El

sistema bancario no se limitó a intermediar en los años de auge; fue un agente muy activo que se benefició de la desmesura de las cotizaciones de las acciones y de las valoraciones inmobiliarias... y sufrió duramente con la disminución del valor los activos aportados como garantía de los créditos concedidos (6).

La liberalización financiera puso en marcha el proceso de extraordinaria revalorización de activos que culminó en el desastre de la década de los noventa. Tres aspectos explican la singularidad del caso japonés:

— Japón no tuvo condicionamiento financiero del exterior. Su tasa de ahorro era, y es en la actualidad, importantísima; su acumulación de recursos financieros era, y es, muy considerable.

— La crisis se produjo en un mundo en expansión, con la mayor economía importadora de productos japoneses, los Estados Unidos, en fuerte crecimiento.

— Japón tardó en acometer el saneamiento de su sistema bancario provocando la parálisis del crédito, lo cual ayuda a comprender el semiestancamiento tan duradero que sufre la economía nipona desde comienzos de la década de los noventa del pasado siglo.

De manera que en Japón se ha producido una fortísima crisis bancaria, bursátil e inmobiliaria, aunque sin componente internacional que haya provocado o coadyuvado al proceso. Ha sufrido, por ello, casi dos decenios de estancamiento en un mundo con fuerte crecimiento económico, polarizado primero por los Estados Unidos y después por China. Ambos países —insisto— son mercados importantísimos para las exportaciones japonesas. Es razonable plantear

que sin ese alivio la depresión económica de Japón hubiera sido mucho más dramática.

4. Crisis de liquidez

En agosto de 1998 tuvo lugar la crisis de un *hedge-fund* de gran tamaño: el Long-Term Capital Management (LTCM) (7). Este episodio ha ganado en relevancia con el paso del tiempo puesto que se considera que fue el primer aviso de la crisis actual. Cuatro aspectos interesa destacar de este episodio a efectos de la argumentación que desarrollo en este trabajo:

— La importancia de los *shadow banks*. En los últimos decenios, en particular desde la crisis del LTCM (lo cual es paradójico y también significativo), se han desarrollado de manera espectacular instituciones financieras que no son bancos en sentido estricto (*hedge fund*, empresas de capital riesgo, firmas de asesoramiento y gestión de patrimonios). Su actividad depende de la liquidez de los mercados y, en último término, del respaldo de bancos tanto de inversión como comerciales y universales que son, casi siempre, sus promotores y garantes.

— El LTCM operaba con un alto nivel de endeudamiento. La escasa relevancia del capital propio se justificaba por el prestigio de sus gestores, así como por su diversificación y sus operaciones de cobertura, que eran eficaces en tanto no existiera una alta correlación entre activos y entre mercados. Cuando se mostraron los libros, con motivo de la intervención del LTCM, se advirtió, sin embargo, que las entidades financieras operaban con un nivel de apalancamiento similar.

— El LTCM alcanzó un gran volumen. El éxito del *hedge-fund* y

el prestigio de los gestores lo convirtieron en un ejemplo a emular; sus operaciones eran imitadas por competidores y financiadores; tenían posiciones similares y políticas parecidas. Cuando sobrevino la crisis, la dificultad de deshacer posiciones por parte de todos al mismo tiempo, provocó la falta de liquidez de los mercados y el súbito deterioro de las valoraciones de los activos.

— Los grandes partícipes y financiadores del *hedge-fund* no controlaban el riesgo asumido por el fondo. Intuían el tipo de operaciones que realizaban, trataban de copiarlas, pero no conocían con exactitud las posiciones del fondo y la magnitud de sus apuestas.

El desenlace del episodio del LTCM es bien conocido. La Fed reunió a los financiadores y les conminó a participar en una operación de salvamento del fondo, pese a que éste no estaba regulado ni supervisado por el banco central. El motivo aducido fue que una liquidación desordenada de la cartera del fondo podía provocar un pánico en los mercados de tal entidad que afectaría a la actividad económica. Había, pues, un riesgo sistémico, y de ahí la necesidad de su intervención.

El episodio del LTCM debería haber alertado de la inestabilidad potencial de este tipo de instituciones, que operaban básicamente en los mercados financieros con alto grado de opacidad y al margen de la supervisión de la autoridad. Creo que la rápida resolución de la situación, y la confianza en la capacidad de la Reserva Federal y de los mercados para resolver los incidentes de una nueva institución financiera, fueron las razones de fondo para no considerar el LTCM como un adelantado de los problemas que surgirían un decenio más tarde.

La cuestión de la liquidez ha sido fundamental en la crisis actual. La creciente homogeneización en el comportamiento financiero de las instituciones, que utilizan los mismos modelos sublimando el efecto rebaño, inducidos por la tendencia a hacer uniformes las regulaciones a escala internacional, ha dado lugar a que cuando se ha impuesto la visión negativa la liquidez desapareciera por completo. Es cierto que los volúmenes negociados habían aumentando espectacularmente en los años precedentes a la crisis, pero los mercados se secaron en el ciclo adverso. Como oportunamente se ha apuntado: «... en contra de la creencia generalizada, la liquidez de un mercado hoy reside no tanto en su tamaño (medido por la capitalización o por la contratación) cuanto en la diversidad de los participantes» (European Parliament, 2007: 25).

III. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL Y LA GRAN DEPRESIÓN

1. Características de la crisis financiera actual

La actual crisis financiera dura ya dos años, y no se sabe ni su duración ni su impacto final sobre la economía de los países. Una pronta resolución determinaría, quizá, que fuera considerada con el paso del tiempo como un tropiezo inevitable en la escalada del progreso y la sofisticación que permite refinar la eficiencia en la asignación de los recursos. Si, por el contrario, la crisis actual fuera duradera y afectara gravemente a las economías, seguramente induciría a una revisión de los principios doctrinales en los que se fundamenta la estructura de las finanzas, y a una revisión profunda del marco institucional. No sería la primera vez.

Los economistas que, salvo excepciones muy honrosas, no nos hemos preocupado demasiado del fenómeno financiero a nivel macroeconómico, volvemos la mirada a la historia. Lo hacemos conscientes de que los procesos de crisis no se repiten de forma mecánica, pero pueden ofrecernos inspiración para el análisis de la crisis actual. Revisaré, en primer lugar, las características básicas de la crisis actual.

— *Internacional*. No es una crisis financiera que se haya producido en un país aislado (como la de Japón). La perturbación actual tiene carácter global, como lo tiene el sistema financiero, que es, de hecho, un sistema financiero mundial.

— *Impacto económico*. La magnitud de la convulsión ha reducido el crecimiento económico de todos los países.

— *Crisis bancaria, bursátil e inmobiliaria*. Han resultado afectados todos los mercados, instrumentos e instituciones.

— *Liquidez*. Ha provocado una falta absoluta de liquidez en los mercados, obligando a intervenciones de gobiernos y bancos centrales para reactivar a los mercados o sustituirlos en sus funciones.

— *Estabilidad de precios*. La crisis ha tenido lugar después de una etapa de fuerte crecimiento económico, con estabilidad de precios (la Gran Moderación).

Cuando se repasa la historia moderna de las crisis financieras, sólo la Gran Depresión fue una convulsión con características similares. Añadiré dos más a las apuntadas: ambas tienen su epicentro en los Estados Unidos; también ambas —y esto es más

discutible— se han gestado a partir de errores graves de la Reserva Federal; por último, en las dos, las innovaciones financieras han jugado un papel fundamental en el aumento del endeudamiento.

2. Precisiones sobre los dos episodios

A partir de lo anterior se comprende que la Gran Depresión sea la principal referencia para intentar entender la naturaleza y posibles consecuencias de la crisis actual. Los demás episodios de crisis pueden ayudar e inspirar el análisis, pero se insiste, con razón, que desde la Gran Depresión no se había producido una crisis de envergadura similar a la que estamos sufriendo.

Dicho lo anterior, es importante precisar algunos aspectos que nos ayuden a perfilar similitudes y diferencias.

— *Carácter internacional.* La vía principal de la extensión internacional de la crisis en la Gran Depresión fue la escasez de financiación del comercio por la importancia decreciente del Reino Unido como centro financiero, y la renuencia de Francia y los Estados Unidos para ocupar su lugar como banquero internacional. Ahora, la crisis se ha extendido debido a la compra por parte de todos los países de activos «tóxicos» generados en los Estados Unidos, que han sembrado la desconfianza en la solvencia de las instituciones financieras, secando la liquidez de los mercados y paralizando la actividad crediticia.

— *Magnitud de la crisis.* En tres años (1929-1931) el producto nacional bruto (PNB) de los Estados Unidos bajó un 30 por 100; el paro de la población civil no agrícola era en 1932 del 36,3 por

100. Esos datos nos pueden ayudar a situar la crisis actual. Que los Estados Unidos hayan perdido entre el 5 y el 6 por 100 del PNB en los dos años de crisis y que el paro se sitúe en el 9,4 por 100 dan cumplida idea de la gravedad de la situación, pero la catástrofe no es comparable en magnitud con la sufrida en la Gran Depresión. Además, el peso relativo de la economía norteamericana era muy importante entonces; en los años 1925-1929 Estados Unidos manufacturó prácticamente el 50 por 100 de la producción industrial del mundo (Bernanke, 1983).

— *Duración de la crisis.* La Gran Depresión tuvo sus efectos más agudos entre 1929 y 1933. Se produjo después una recuperación, para sufrir una recaída en 1936-37, reanimándose la actividad de manera firme en la antesala de la Segunda Guerra Mundial.

Me parece importante destacar, como lo hacen Friedman y Schwartz (1963) y Bernanke (1983), que hasta 1931 la crisis financiera no había provocado una crisis bancaria generalizada; cuando esto sucede, cuando los efectos de la inestabilidad de Wall Street se sienten plenamente en «Main Street»; cuando las familias y las pequeñas empresas, en un entorno de descentralización extraordinaria del sistema bancario, sufrieron la falta de crédito, es cuando se profundizó la Gran Depresión.

— *Desprestigio de lo financiero y reformas institucionales.* La Gran Depresión fue un gran trauma. En el país joven y dinámico, en el nuevo líder en un mundo con las libertades amenazadas por la revolución rusa y el ascenso de los totalitarismos europeos, es donde se desplomó la gran esperanza.

La razón fundamental del desastre se atribuyó a las finanzas,

a la falta de moralidad de las prácticas financieras y a ausencia de regulación y supervisión. Cuando las investigaciones del Senado dieron detalle de las conductas, las prevenciones contra Wall Street se agudizaron. En ese entorno se gestaron las disposiciones financieras del *New Deal*, que significó poner un corsé a las finanzas para prevenir que pudieran repetirse ese tipo de conductas.

El otro gran responsable fue la Fed, institución creada en 1913 para evitar desórdenes financieros. Más adelante me referiré a su actuación en la Gran Depresión.

— *Las finanzas actuales son de una complejidad extraordinaria.* La sofisticación y variedad de instrumentos y mercados en la actualidad es muy superior a la existente en los años de la Gran Depresión. Además, las finanzas tienen una relación más estrecha con el balance y las decisiones de los agentes económicos. Especial trascendencia tiene el componente financiero de activos y pasivos de familias y empresas en relación con el PIB, con la renta disponible o con los resultados empresariales. En definitiva, los efectos económicos de una perturbación financiera son más intensos ahora y se transmiten con mucha más rapidez al sistema económico.

3. Recuerdos y olvidos de la Gran Depresión

La principal enseñanza que se derivó de la Gran Depresión es que las consecuencias económicas de una crisis financiera pueden llegar a ser tan importantes que es necesario actuar con decisión para impedir el deterioro de la situación. Especial trascendencia cobra la convulsión cuando llega a afectar al crédito bancario ordinario, del cual depende la finan-

ciación de familias y pequeñas y medianas empresas (PYME). Existe consenso entre los analistas —insisto en este punto— en advertir el agravamiento de la crisis en 1931, cuando se generalizaron las quiebras bancarias entre los miles de entidades que atendían, a menudo, a una sola localidad con una única oficina.

El mayor olvido ha sido ignorar la escalada del riesgo que genera la competencia excesiva y la innovación entre las entidades financieras. Como consecuencia de la Gran Depresión, se articularon un conjunto de medidas (seguro de depósitos; separación de actividades de banca comercial e industrial; limitaciones en la remuneración de los recursos) que reducían la propensión al riesgo.

De forma progresiva, ese andamiaje se ha ido desmontando con el argumento de que cuanto mayor fuera la tensión competitiva más refinada sería la eficiencia en la asignación de los recursos. Se ha olvidado, en definitiva, que las actividades financieras, si no están estrictamente reguladas, generan tendencias desestabilizadoras susceptibles de afectar al conjunto del sistema económico. Se comprende, por tanto, que la atención de los reguladores se concentre ahora en la prevención del riesgo sistémico.

El recuerdo de la Gran Depresión explica la determinación con la cual los gobiernos y bancos centrales han intentado contener la hemorragia coordinando sus actuaciones. Todo se ha supeditado a conseguir restablecer la normalidad financiera, en particular el crédito del sistema bancario. Ha pasado a segundo plano el gigantesco déficit público que se está acumulando y al que, como he apuntado, habrá que hacer frente en el futuro.

Cuando destaco la determinación con la cual se está actuando —es importante recordar que Bernanke es uno de los mayores expertos en la Gran Depresión—, me llama la atención, y me desconcierta, que se permitiera la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008. Los analistas de la crisis coinciden en señalar que el deterioro se acentúa a partir de ese momento (8). Aludí, muy brevemente, a este episodio.

El tratamiento que las autoridades dieron a Lehman Brothers contrasta con el otorgado a otro banco de inversión, Bear Stearns, el 16 de marzo del mismo año, induciendo a su compra por J.P. Morgan. Imagino que con el paso del tiempo conoceremos más detalles sobre este diferente tratamiento. Las razones que se han dado hasta ahora no me parecen demasiado convincentes. La primera, que la crisis de Bear Stearns había servido de aviso al mercado, que se había apresurado a deshacer posiciones; en consecuencia, la caída de Lehman ya no produciría efectos tan nocivos. La segunda, que las autoridades no habían podido aplicar el mismo tratamiento a Lehman porque éste carecía de los activos colaterales requeridos para inyectar la liquidez que precisaba (9).

Seguramente la tensión, la sobrecarga de trabajo, la rapidez obligada en adoptar decisiones y los conflictos personales (el factor humano) han jugado un papel importante en una decisión muy controvertida.

4. El papel de la Reserva Federal en ambas crisis

La actuación de la Fed concentra buena parte de los análisis so-

bre las razones y consecuencias de la Gran Depresión, aspectos sobre los cuales se siguen publicando investigaciones que mantienen viva la polémica.

A efectos de este trabajo, interesa destacar dos aspectos. El primero, que según la visión predominante de los miembros del Consejo del banco central americano, era necesario parar el *boom* bursátil de la década de los veinte, que estaba atrayendo recursos, perjudicando su asignación a las actividades productivas hacia las cuales debería dirigirse la financiación (*real bills doctrine*). La elevación de los tipos de interés frenó efectivamente el alza de la Bolsa, provocando su hundimiento.

Esta decisión conviene tenerla en cuenta para situar con perspectiva decisiones posteriores de los responsables de la Fed, en particular la determinación para contener los efectos del desplome bursátil de 1987 adoptada por Greenspan, recién llegado a la Presidencia de la institución, operación que realizó con éxito. También puede ayudar a comprender la pasividad de la Fed respecto a la burbuja tecnológica.

El segundo aspecto es la falta de contundencia de la Fed en la Gran Depresión para intentar detener la caída de la oferta monetaria, lo cual profundizaría la baja de los precios de los activos, y sobre todo incidiría en la crisis bancaria a la que ya he aludido.

En la crisis actual también se responsabiliza a la Fed de permitir unas condiciones que favorecieron la burbuja de precios de los activos y del crédito. En la actuación de Greenspan, entronizado hasta hace poco y denostado en la actualidad, hay, a mi juicio, aciertos claros y también errores, como corresponde, por otra par-

te, a un largo período de Presidencia. Un acierto claro fue comprender el cambio que se había producido en la estructura productiva de la economía norteamericana, y que se manifestaba en progresos singulares de la productividad; el auge de la economía en la segunda mitad de la década de los noventa del pasado siglo se debe, en parte, a esa clarividente visión, en contra de la opinión generalizada entonces.

La actitud de Greenspan en relación con los mercados ha merecido, sin embargo, notables críticas con ocasión de la crisis actual. Un aspecto fundamental de su pensamiento es la extraordinaria confianza en que la valoración de los activos por los mercados responde a criterios de numerosos expertos muy cualificados y en que no era concebible que fuera mejorada ni corregida por funcionarios públicos. Estas ideas, en la práctica, las utilizó con un sesgo, con una actuación asimétrica, que ha sido denominada como la opción *put* de Greenspan.

En efecto, Greenspan denunció la «exhuberancia irracional» de los mercados en 1996, pero no intentó contener la fiebre especulativa; sin embargo, procedió a bajas continuadas de los tipos de interés cuando se produjo el desplome de las cotizaciones de las acciones tecnológicas, a partir del año 2001, para contener los efectos negativos sobre la economía. Muchos analistas consideran a ese continuado relajamiento monetario —ya lo he señalado— como la génesis de la crisis actual.

Con todo, lo que me parece más criticable de su actuación es su apasionada fe en los efectos beneficiosos y estabilizadores de la innovación financiera. Greenspan no sólo ha defendido a los mercados de derivados con fervor,

sino que los ha considerado una razón fundamental que explica la supremacía económica norteamericana, al permitir un refinamiento en la formación de los precios que mejora la eficiencia de la asignación de los recursos (10).

La actitud permisiva en extremo respecto a la innovación financiera, libertaria se la ha denominado, tendría mucha trascendencia en la minusvaloración del riesgo y en la expansión gigantesca del crédito, factores que están en la raíz de la crisis actual. Especial trascendencia han tenido los efectos de la titulización. Como ha destacado Kaufman (2009: 66), la integración de activos no cotizados en instrumentos susceptibles de cotización ha creado la falsa idea de que se reducía el riesgo, puesto que los tenedores de los activos se hacían la ilusión de que podían avizorar el futuro y acceder a la liquidez supuesta. Además, las técnicas acompañantes a la titulización, en especial las garantías de crédito y el aseguramiento de las emisiones, parecían añadir mayores dosis de seguridad. Greenspan reclamó que la titulización era muy beneficiosa, puesto que permitía una mayor distribución de los riesgos, pero no advirtió que incentivaba el aumento del riesgo global.

De manera que tanto en la Gran Depresión como en la situación actual la responsabilidad de la actuación de la Fed ha sido muy importante. En la Gran Depresión no se conocía suficientemente el funcionamiento de la economía. Ahora tampoco conocemos los efectos económicos de las finanzas y, sobre todo, cómo inciden las perturbaciones sobre los sectores reales.

En la actualidad, sabemos mucho más de economía y de finanzas que en la década de los treinta, pero la complejidad del mundo

financiero ha ido por delante de nuestros conocimientos. La gran diferencia es que ahora somos conscientes de las graves consecuencias de una crisis financiera generalizada, y las autoridades y bancos centrales están dispuestos a incurrir en los déficits públicos que sean precisos con objeto de impedirlos.

IV. REFLEXIÓN CUANDO SE CUMPLE EL SEGUNDO AÑO DE LA CRISIS FINANCIERA. INTERROGANTES CON DIFÍCIL RESPUESTA

En plena Gran Depresión, señalaba Keynes (1931: 517), cuando intentaba comprender lo que estaba sucediendo, que había quebrado «el misterioso poder de coordinación de la banca y las finanzas». Lo mismo podría decirse en la crisis actual.

Tiene ésta dimensión internacional, pero con diferencias significativas respecto al carácter, también universal, de la Gran Depresión. Entonces, la gravedad procedía de la falta de financiación del comercio mundial y en particular de los grandes productores de materias primas en países emergentes. Ahora, lo esencial es la crisis de instituciones financieras que operan a escala internacional. Además, los recursos financieros internacionales se han acumulado en países emergentes, lo cual transmite, asimismo, riesgo e inestabilidad sobre el ajuste a largo plazo.

1. Burbujas y política monetaria

Durante mucho tiempo, se ha considerado que la estabilidad monetaria conllevaba la financiera. No obstante, en los diez últimos años, como en la década de los

veinte del pasado siglo, la tersa superficie de la inflación contenida ocultaba un mar de fondo, en forma de burbuja de precios de activos y de crédito, que culminó en una gran catástrofe. Durante varios años fueron incubándose desequilibrios que eclosionaron en un momento determinado. La política monetaria, como la experiencia ha demostrado, no puede desentenderse de la valoración de los activos. En la antesala de la crisis actual (9 de mayo de 2005), Bernanke señalaba como principales lecciones de la Gran Depresión:

Como he señalado antes, las dos principales lecciones que creo han sido aprendidas en buena medida, pero que siempre hay que subrayar, son: primera, que la principal responsabilidad de un banco central es el mantenimiento de la estabilidad de los precios, proporcionando una inflación reducida y estable en el medio plazo, evitar inflaciones y deflaciones agudas y, particularmente, evitar la inestabilidad de las expectativas asociadas con un nivel de precios sin acotar. La segunda lección es que el sector financiero es un sector especial en términos de su papel en la estabilidad macroeconómica. Convulsiones importantes en el sistema financiero pueden ser extremadamente perturbadoras para la economía en conjunto y, por tanto, el banco central y otras instituciones del gobierno tienen la particular obligación de preservar la estabilidad financiera, que bancos y otras instituciones financieras estén bien capitalizadas y gestionadas y que existan mecanismos para responder si se produjera una crisis, tales como la ventanilla de descuento, el seguro de depósitos o cualquier otro que asegure la permanencia del sistema financiero completo incluso si se produjera una perturbación intensa (en Parker, 2007: 66).

La cuestión de las burbujas y la posible implicación de los bancos centrales es un asunto extremadamente complejo, acrecentado por la mayor significación de los mercados en el sistema financiero. ¿Quién decide que existe una burbuja? ¿Qué actuación puede ser efectiva? ¿Qué repercusiones tendrían las intervenciones públicas en los mercados sobre el comportamiento de los agentes económicos?

La crisis financiera actual está produciendo, no obstante, cambios significativos en la percepción de los fenómenos financieros por las autoridades económicas, y por los bancos centrales en particular, en relación con las burbujas financieras. Se está pasando de una actitud de ambigüedad calculada, de constatar la dificultad de detectarlas e incorporarlas a la dirección de la política monetaria, aunque siguiendo de cerca su evolución por las consecuencias, sobre todo, del efecto riqueza, a justificar una actitud más decidida y beligerante, ligada al mantenimiento de la estabilidad financiera. Una analista tan significativa como Yellen (presidenta del Banco de la Reserva Federal de San Francisco) ha señalado:

Lo que ha quedado patentemente obvio es que no actuar con ciertas clases de burbujas antes de que alcancen gran dimensión puede acarrear graves consecuencias. Se concede ahora más peso a los argumentos a favor de intentar reducir las burbujas, especialmente cuando su principal origen es un *boom* del crédito. No estoy defendiendo desarrollar una práctica regular en el uso de la política monetaria para combatir las burbujas en las valoraciones de los activos. La experiencia reciente, sin embargo, ha hecho que tenga una actitud más abierta hacia la acción. Ahora puedo imaginar

circunstancias que justificarían combatir una burbuja mediante una política monetaria más contractiva (Yellen, 2009: 44).

La configuración de grandes instituciones financieras de carácter universal, tanto en el sentido funcional como en el geográfico, inquieta por las posibles consecuencias en el caso de una crisis que afectara a uno de esos gigantes. Existe un conflicto evidente entre el ámbito internacional de la actuación de estos grandes grupos y la escala nacional de la regulación y la supervisión. Es cierto que ha aumentado la coordinación de los bancos centrales para inyectar liquidez en los mercados en una situación de emergencia como la que vivimos, pero ¿cómo se organizaría el salvamento de una macroinstitución financiera? ¿Dónde se situaría el interés nacional del país de origen de la institución? ¿Cómo se distribuiría la carga del saneamiento entre los contribuyentes de los distintos países?

2. Propuestas de una nueva arquitectura financiera

La consecuencia inevitable de una crisis sistémica como la que estamos sufriendo es que se cuestione la organización institucional y se proponga una nueva arquitectura financiera. El enunciado de esta necesidad es compartido. El alcance de la reforma depende, sin embargo, de la dimensión de la crisis. Si los brotes verdes que se advierten crecen con vigor y se reactiva el crecimiento económico, nos queda el sobresalto... y la deuda, pero la necesidad de una reforma profunda pasaría a un segundo plano, manteniéndose, aunque corregidas temporalmente, las fuerzas y la dinámica que nos ha llevado a la excesiva propensión al riesgo, que es la clave de la crisis actual.

Ahora bien, ¿y si no fuera así? ¿Y si el daño fuera profundo y tuvieran lugar nuevos episodios de crisis financieras? Parece lógico esperar entonces que la necesidad de llevar a cabo reformas profundas, como en la Gran Depresión, sería acuciante. ¿Sobre qué directrices? Desde uno de los grandes centros de investigación financiera exponen las líneas y el alcance de la reforma:

El punto de partida para construir una estructura completa que garantice la estabilidad financiera es identificar las fuentes de riesgo sistémico en cada uno de los tres elementos esenciales de los sistemas financieros: *instrumentos*, incluyendo préstamos, bonos, acciones e instrumentos derivados; *mercados*: acuerdos bilaterales *over-the counter* (OTC) y contratos negociados en mercados organizados, e *instituciones*: bancos, casas de Bolsa, compañías de seguros y fondos de pensiones, entre otras. Estos tres elementos —instrumentos, mercados e instituciones— pueden generar riesgos sistémicos que es preciso mitigar para asegurarnos de que el sistema financiero no colapse (BIS, 2009: 125).

¿Es posible llevar a cabo reformas profundas con ámbito internacional? Los intereses de los países, su diferente capacidad de innovación financiera, la nacionalidad de las instituciones, la visión, en definitiva, del fenómeno financiero es, no obstante, muy diferente. ¿Se piensa lo mismo en Francia, Alemania o Suiza que en los Estados Unidos y el Reino Unido? Por otra parte, como se recuerda en el informe citado, una retirada de las finanzas al ámbito nacional podría desembocar en un proteccionismo generalizado. Un banquero norteamericano señalaba que el genio se había escapado de la lámpara. Me pre-

gunto, por mi parte, si existe unanimidad en intentar que vuelva a ella... y si ello es posible.

Puesto que ésa es, me parece, la cuestión esencial, permítaseme que insista. Si los países se vieran obligados a diseñar una nueva arquitectura internacional, sería precisa una conferencia de economistas, expertos financieros y políticos que establecieran una base mínima común de principios e ideas. El empeño sería difícil, pero podría avanzarse en la dirección de un marco común que afectara a la regulación, supervisión y límites de la innovación financiera. Si la reforma no se considerara una cuestión fundamental, la eventual normalización de los mercados preservaría la estructura existente, y ello implicaría mantener la tendencia al aumento de la propensión al riesgo y a la inestabilidad financiera, que se acentuaría cuando el paso del tiempo suavizara la negativa experiencia actual.

Se han dado pasos significativos en la dirección de moderar la dinámica existente. El más importante, a mi juicio, ha sido cambiar el estatuto de los principales bancos de inversión americanos colocándolos bajo el paraguas de los grandes bancos comerciales y, sobre todo, bajo la supervisión y control de la Reserva Federal. ¿Por cuánto tiempo? ¿Esta modificación alterará su potencia innovadora y competitiva? ¿Se controlará la actividad de los *hedge funds*? ¿Se pondrá coto a las operaciones OTC (*over the counter*)?

Mi posición personal es destacar que las finanzas son un área muy especial en la cual no se pueden aplicar, sin matizaciones muy importantes, conceptos e ideas que los economistas empleamos normalmente. Wolf (2008: 5) ha sintetizado en pocas y precisas pala-

bras la peculiaridad de las finanzas: su fundamento son las promesas, que, por su propia naturaleza, pueden no cumplirse. Sobre todo, los receptores de las promesas saben que pueden romperse. Esto hace al sistema financiero vulnerable sobre un futuro inherentemente incierto.

3. Revisión de proposiciones en las finanzas

Cinco proposiciones, aceptadas con generalidad, deberían revisarse; esa posible revisión suscita, sin embargo, interrogantes de difícil respuesta:

a) *La competencia en las finanzas promueve la reducción de los costes de intermediación y mejora la asignación de los recursos.* ¿Debe entenderse que cuanto más elevado sea el nivel de competencia mayores serán los efectos positivos? ¿Deben establecerse límites severos en el nivel de competencia?

b) *La innovación financiera es un factor positivo que coadyuva al refinamiento del proceso de formación de precios.* ¿Es cierto en todos los casos? ¿Ha sido acertada la transformación masiva de un activo inmobiliario como la vivienda en otro de carácter financiero dotándolo de liquidez? ¿La creación de activos opacos, difíciles de comprender y aún más difíciles de valorar, es una aportación positiva?

c) *Los agentes económicos que actúan como profesionales en las instituciones y mercados financieros son los que deben regular la actividad en las finanzas.* ¿No existen conflictos de interés, costes de agencia? ¿Debe considerarse que los creadores de *bonus* abusivos, que apuntan al corto plazo como objetivo prioritario para conseguir-

los, son los más indicados para diseñar y vigilar el marco regulatorio?

d) *La mayor concentración financiera genera economías de escala y reduce el riesgo mediante la diversificación.* La dinámica de los últimos años ha elevado el nivel de concentración financiera; las figuras dominantes son ahora los grandes conglomerados financieros, universales en el doble sentido de operar en todas las actividades y en todos los países. En el caso de que una de estas entidades gigantescas tenga dificultades, los problemas que surgen son extraordinarios, como ya he apuntado. El tamaño, en sí mismo, se ha configurado como un riesgo sistémico fundamental. De ahí la propuesta para incentivar la reducción de la dimensión de las entidades, separándolas funcionalmente y penalizando, según la magnitud, en términos fiscales y de nivel de endeudamiento permitido. Una vuelta a las ideas fundamentales de la legislación Glass Steagall es crecientemente considerada (Buiter, 2009).

e) *La titulización supone una reducción del riesgo mediante la mayor diversificación de los propietarios de los activos.* La crisis actual arroja dudas muy razonables al respecto. Como se ha señalado:

Muchos reguladores argumentan que la transferencia de riesgo desde el balance bancario a varios inversores es una distribución deseable del riesgo. Pero lo que importa no es el número o el nombre de aquellos a los que se ha transferido el riesgo, sino su comportamiento. La transferencia de riesgo desde los bancos es una cesión desde un *soportador* (*absorber*) a entidades que actúan como *comerciantes* (*traders*) del riesgo, o *amplificadores*. Esto no distribuye el riesgo, sino que lo concentra. Los supervisores han ignorado o malentendi-

do la distribución entre comerciantes y soportadores de riesgo, y la necesidad de heterogeneidad (European Parliament, 2007: 26).

Las cinco proposiciones deberían analizarse con profundidad. Cuanto más fuerte sea la competencia, mayores los incentivos a la innovación financiera, más alto el nivel de autorregulación y más acentuada la concentración financiera, superior será la propensión al riesgo y mayor la probabilidad de que sea sistémico.

Me parece evidente, además, la necesidad de revisar profundamente el esquema de Basilea II, fundamentado en la confianza en la agencias calificadoras del riesgo (*rating*) y en la capacidad de la propia comunidad financiera privada para medir su propio riesgo. De nuevo, es sencillo apuntar las debilidades, pero complejísimo proponer soluciones y modelos alternativos.

4. Efectos de la liberalización financiera

Se argumenta que la liberalización y la extensión de las finanzas ha permitido una mejor asignación de los recursos a escala mundial, lo cual resulta difícil de aceptar a la vista de las hipotecas *subprime* y de los activos tóxicos. Los defensores de la liberalización financiera admiten la mayor frecuencia de los episodios de crisis, pero los consideran el coste de poder optar a un mayor ritmo de crecimiento económico que, considerando períodos de bonanza y crisis, sería superior al que se hubiera producido sin esa liberalización. Parecen convenientes algunas matizaciones.

1) Al considerar datos promedios del coste de las crisis en términos de PIB, se ocultan situaciones catastróficas. Por ejemplo, la factu-

ra fiscal de la crisis de Indonesia que se inició en 1997 ascendió al 55 por 100 del PIB, y en Tailandia al 35 por 100. Esos desastres, como el corralito argentino, van más allá del coste económico, y producen desestabilización y desintegración social.

2) El crecimiento económico del mundo en las últimas décadas se ha debido, sobre todo, al de algunos grandes países emergentes, China e India en particular. Merece la pena subrayar que esos países han resistido los cantos de sirena de las bondades de la liberalización financiera; también que otros países con un marco liberalizado han optado por acumular reservas internacionales, esterilizando el impacto sobre sus economías de las entradas de capital del exterior, a la vista de la experiencia de huidas bruscas en el pasado.

Conviene recordar que un factor negativo en la Gran Depresión fue la esterilización monetaria de las entradas de capital por los países receptores (Estados Unidos y Francia), pese a la vigencia del patrón oro, lo cual impidió entonces, lo mismo que ahora, que se pusieran en marcha los mecanismos equilibradores de los movimientos internacionales de capital a través del tipo de cambio de las monedas y del comercio exterior.

3) La fortísima expansión financiera de las últimas décadas ha sido un factor impulsor del crecimiento económico; ahora, el inevitable adelgazamiento de las magnitudes financieras implica retrocesos del producto nacional, aumento del desempleo y una pesada carga de deuda pública.

V. DE NUEVO, LAS IDEAS. NOTA FINAL

En este último apartado, como en el primero, me refiero a

las ideas. El concepto clave es el de *riesgo*. A partir de las aportaciones teóricas de Markovitz, Black, Scholes, Merton y Sharpe, se han ido «corriendo las lindes», transformando progresivamente la incertidumbre en riesgo susceptible de distribución de probabilidad, optando, por facilidad de cálculo, a la distribución normal.

Sin entrar en la solidez de los cimientos de esa construcción, ni tampoco en su validez en el tiempo en que fueron concebidos y empezaron a aplicarse, parece imponerse la evidencia de que la situación actual está caracterizada por:

— Mayor homogeneización de los comportamientos.

— Disponibilidad de datos básicamente para los años de estabilidad financiera.

— Presión hacia la transparencia.

— Tendencia a la uniformidad en la regulación.

Estos factores han inducido a una mayor intensidad de los comportamientos gregarios, y al aumento de la frecuencia e importancia de las crisis financieras.

Especial transcendencia tiene que el esfuerzo regulador haya considerado exclusivamente el riesgo microeconómico, sin tener en cuenta el riesgo cada vez mayor de una crisis sistémica como la actual.

Nos encontramos en una situación que tiene algún parecido con la de la década de los años treinta del pasado siglo. Entonces, la poderosa construcción clásica entró en crisis debido a su incapacidad para explicar la situación; de

ahí el descrédito de los economistas. Ahora, el edificio neoclásico, pleno de rigor, no sólo es incapaz de explicar y afrontar la crisis, sino que ha contribuido y respaldado los principios y el desarrollo de las ideas e instrumentos que sirven de base a los comportamientos financieros, y moldean las características de las instituciones. También ha sufrido el prestigio de los economistas por la insistencia en negar la realidad y la incapacidad de proponer soluciones más allá de inundar el mundo de liquidez.

Keynes dedica el último párrafo de la *Teoría General* a destacar que el poder de las ideas supera al de los intereses creados. En la crisis financiera actual, las ideas que rigen el comportamiento de los directivos de las instituciones financieras y de los gestores profesionales de carteras coadyuvan con los intereses de los grandes protagonistas de las finanzas que actúan en torno a los mercados financieros.

Confluyen así ahora las ideas con los intereses económicos que van más allá de los empresariales del mundo financiero. Los mercados, instrumentos e instituciones tienen el apoyo de un sofisticado tejido teórico elaborado por los expertos financieros, en particular en el entorno de poderosas escuelas de negocios, y de las propias grandes instituciones financieras, que se han dotado de un potente músculo intelectual.

El informe ya citado del Parlamento Europeo se pronuncia en los siguientes términos:

Un tema persistente de este Informe es el fracaso intelectual de la filosofía de la regulación financiera que ha dominado el pensamiento oficial de las dos últimas décadas, y se ha incorporado en

Basilea II y la CRD (Capital Requirement Directive). El análisis se ha concentrado de manera excesiva en el riesgo microeconómico, utilizando técnicas de sensibilidad al riesgo basadas en los mercados que, en el caso de situaciones extremas, pueden exacerbar riesgos sistémicos, y que han provocado un persistente fracaso en incorporar los riesgos sistémicos al diseño de las instituciones reguladoras y a la gestión del riesgo (European Parliament, 2007: 57).

Terminaré aludiendo a Minsky y a Keynes; el pensamiento de ambos vuelve a estar de actualidad. En 1977, Minsky señalaba:

En los últimos cuarenta años una interpretación de la teoría de Keynes, que virtualmente ignoraba su preocupación por los mercados financieros y su funcionamiento, ha sido asimilada por la teoría *standard*. Ahora que los problemas de la economía y de la inestabilidad financiera aparecen considerables en el mundo, la cuestión relevante es si aquellas partes de la teoría de Keynes que apuntan hacia una visión financiera y cíclica de la economía (que ha sido en gran medida ignorada en la construcción de la teoría *standard* de hoy) pueden servir como base de la nueva teoría que se necesita (Minsky, 1977: 290).

NOTAS

(1) Mi libro *Revolución en las finanzas* intenta recoger estos cambios. Lo redacté en el segundo semestre de 2007, cuando se produjeron los primeros incidentes de la crisis financiera actual, y se publicó en enero de 2008.

(2) En KINDLEBERGER (1989: 67-68) se especifican los activos objeto de especulación a lo largo de la historia. En el apéndice B (pp. 291-298) se anotan las crisis financieras que se han producido entre 1720 y 1987. Ese detalle de los activos y crashes aparece actualizado en WORLD BANK (2001: 80-81). Con motivo de la crisis actual, los inventarios de crisis a lo largo de la historia son numerosos; tiene especial interés el realizado por REINHART y ROGOFF (2008a).

(3) REINHART y ROGOFF (2008, a, b y c) han realizado una investigación exhaustiva de los episodios de crisis financieras en los últimos siglos.

(4) KAMINSKY y REINHART (1999) han estudiado las crisis bancarias asociadas a las de balanza de pagos (crisis gemelas).

(5) La experiencia de la volatilidad del capital exterior explica la reticencia de muchos países emergentes y la tendencia a acumular reservas en previsión de huídas de capital. WOLF (2008) analiza con detalle este proceso.

(6) En mi libro sobre la burbuja japonesa (TORRERO, 2003), analizo este proceso.

(7) En TORRERO (2006) se explica esta crisis y se recoge bibliografía esencial sobre el tema.

(8) *El Informe Anual* del Bank for International Settlements —BIS— (2009), en su cronológica del desarrollo de la crisis, señala: «... la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre activó la tercera y más intensa etapa de la crisis: una pérdida global de confianza, detenida sólo después de intervenciones públicas extensas y sin precedentes» (p. 16).

(9) Ver, en este sentido, J.L. YELLEN (2009: 47, 48). Deseo dejar clara mi posición. A mi juicio, no se tendría que haber permitido la escalada de riesgo; sin embargo, una vez cometido el dislate, hay que ser sumamente cuidadoso con decisiones que pueden provocar un pánico sistémico, como el que se produjo con la caída de Lehman Brothers.

(10) Ver, en este sentido, DAS (2006: 20, 21).

BIBLIOGRAFÍA

BAGEHOT, W. (1873), *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, FCE, México, 1968.

BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS —BIS— (2009), *79 Annual Report*, abril 2008-31 de marzo de 2009. Basilea 29 de junio.

BERNANKE, B. (1983), «Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression», *The American Economic Review*, junio: 257-276.

— (2005), «Entrevista con R.E. Parker», en R.E. PARKER, *The Economics of the Great Depression. A Twenty-First Century Look Back at the Economics of the Interwar Era*, Edward Elgar, Gran Bretaña, 2007.

BUIITER, W. (2009), «Too big to fail is too big», *Financial Times*, ft.com/maverecon, junio: 1-4.

DAS, S. (2006), *Traders, Guns & Money. Knowns and unknowns in the dazzling of derivatives*. FT. Prentice Hall. Gran Bretaña.

EUROPEAN PARLIAMENT (2007), «Financial supervision and crisis management in the EU», *IP/A/Econ/St2007-069*.

FRIEDMAN, M. y A.J. SCHWARTZ (1963): *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press.

KAMINSKY, G.L., y C.M. REINHART (1999), «The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems», *American Economic Review*, junio, vol. 89, nº 3: 473-499. Publicado en español en, M. GUITIÁN y F. VARELA (eds.), *Sistemas financieros ante la globalización*, Ed. Pirámide, Madrid, 2000.

KAUFMAN, H. (2009), «Who is primarily responsible for the credit crisis?», en *Annual Hyman P. Minsky Conference on the State for the U.S. and World Economies*, abril 16-17, Nueva York, The Levy Economic Institute.

KEYNES, J.M. (1931), «Charla radiofónica para la cadena norteamericana CBS», 12 de abril, *The Collected Writings*, Royal Economic Society, vol. XX: 515-522.

— (1933), «National self-sufficiency», *The New Statesman and Nation*. (8 de Julio). *The Collected Writings*, Royal Economic Society, vol. XXI: 233-246.

KINDLEBERGER, C.P. (1989), *Manías, pánicos y cracs*. Edición original en inglés: Basic Books, EE.UU. 1978. Edición revisada en 1989. Versión española en Ed. Ariel, Barcelona, 1991, a la que corresponde la referencia.

KNIGHT, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin Company. Reeditado por University of Chicago Press, 1971.

MINSKY, H. (1977), «The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to "standard theory"», *Nebraska Journal of Economics and Business*. vol. 16(1), invierno 1977: 5-16, en J.C. WOOD, *John Maynard Keynes. Critical Assessments*, vol. IV, Croom Helm, Gran Bretaña, 1983.

OLSON, M. (2000), *Poder y prosperidad. La superación de las dictaduras comunistas y*

capitalistas. Primera edición en inglés año 2000; en español, Siglo Veintiuno, Madrid, 2001.

POLANYI, K. (1944), *La gran transformación. Crítica del liberalismo económico*. Primera edición en inglés de Ed. Rinehart, Nueva York. En español: Ed. La Piqueta, Madrid, 1989. Nueva edición con presentación de Stiglitz: FCE, Argentina, 2007.

REINHART, C.M., y K.S. ROGOFF (2008a), «Is the 2007 U.S. subprime financial crisis so different? An international historical comparison», *NBER, working paper 13.761*, enero.

— (2008b), «This time is different: A panoramic view of eight century of financial crises», *NBER, working paper 13.882*, marzo.

— (2008c): «Banking Crises: An equal opportunity menace», *NBER, working paper 14.587*, diciembre.

SAMUELSON, P.A. (2009), «Una pronta recuperación: ¿ficción o realidad?», *El País. Negocios*, 26 de Julio de 2009: 8.

TOBIN, J. (1984), «On the efficiency of the financial system». *Lloyds Bank Review*, número 153: 1-15. Incluido en P.M. JACKSON (ed.), *J. Tobin. Policies for Prosperity. Essays in a Keynesian Mode*, Wheatsheaf Books, Gran Bretaña, 1987.

TORRERO, A. (2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*, Ed. Témpora, Madrid.

— (2006), *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. Ed. Marcial Pons, Madrid.

— (2008), *Revolución en las finanzas. Los grandes cambios en las ideas. Represión y liberalización Financiera*, Ed. Marcial Pons, Madrid.

WOLF, M. (2008), *Fixing Global Finance*, The Johns Hopkins University Press. EE.UU.

WORLD BANK (The) (2001), *Finance for Growth. Policies in a Volatile World*, Oxford University Press, EE.UU.

YELLEN, J.L. (2009), «A Minsky meltdown: Lessons for central bankers?», en *Annual Hyman P. Minsky Conference on the State for the U.S. and World Economies*, abril 16-17, Nueva York. The Levy Economic Institute. Deseo dejar constancia de mi agradecimiento a D. Jesús Mallol por facilitarme este informe.