

ANTONIO TORRERO MAÑAS

KEYNES Y LA CRISIS  
FINANCIERA ACTUAL

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2013

# ÍNDICE

---

	Pág.
<b>AGRADECIMIENTOS</b> .....	13
<b>PRESENTACIÓN</b> .....	15
1. INTRODUCCIÓN .....	15
2. EL APOYO EN LA HISTORIA.....	16
3. DOS CONFERENCIAS SOBRE LA CRISIS EN LA UNIVERSIDAD DE ALCALÁ. OCTUBRE 2011.....	17
4. SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA .....	18
5. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....	18
6. NOTA FINAL .....	19

## **DOS CONFERENCIAS SOBRE LA CRISIS EN LA UNIVERSIDAD DE ALCALÁ: OCTUBRE DE 2011**

<b>1. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL</b> .....	23
1. PROPÓSITO DE ESTA CONFERENCIA .....	23
2. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA.....	25
3. EL PROTAGONISMO DEL SR. MERCADO.....	29
4. LA CARA OCULTA DE LA GRAN MODERACIÓN .....	31
5. LA VACUNA CONTRA LA CRISIS DE LOS PAÍSES EMERGENTES .....	33
6. FINANZAS Y DESARROLLO ECONÓMICO .....	34
7. NOTA FINAL .....	35
<b>2. LA CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b> .....	37
1. DESCONFIANZA SOBRE ESPAÑA .....	37
2. LA CUESTIÓN DEL EURO.....	38
3. UBICACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA .....	40
4. CINCO INTERROGANTES ESENCIALES.....	41
4.1. Ante la postración de la economía española y la destrucción de empleo, ¿podría animarse mediante un mayor gasto público?.....	41

	Pág.
4.2. ¿Podríamos plantear la resolución de nuestros problemas sin tener en cuenta las reacciones de los mercados financieros?...	42
4.3. ¿Qué sectores o actividades pueden compensar el escaso pulso de la construcción?.....	42
4.4. ¿Por qué no se muestra más activo el sistema bancario en la concesión de créditos a las PYMES?.....	43
4.5. ¿Es una opción considerar la salida de España del euro y el retorno a una moneda propia? .....	43
5. LA CUESTIÓN DE LOS EURO BONOS.....	44
6. NOTA FINAL .....	45
<b>SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA ..</b>	<b>49</b>
1. INTRODUCCIÓN .....	49
2. LA IMPORTANCIA DEL TIEMPO .....	51
3. PRODUCTIVIDAD DEL SECTOR FINANCIERO. CAPACIDAD PARA CAPTAR RENTAS Y RECURSOS HUMANOS.	53
4. CRECIMIENTO DE LAS FINANZAS. FINANCIALIZACIÓN.....	60
4.1. Crecimiento de las finanzas .....	60
4.2. El protagonismo de las familias. Financiarización.....	64
4.3. La crisis financiera: nueva situación.....	65
5. EL EXCESO DE ENDEUDAMIENTO Y LA DIFICULTAD DE REDUCIRLO .....	69
6. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA. PROPUESTAS DE REFORMA.....	74
<b>KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....</b>	<b>79</b>
1. INTRODUCCIÓN .....	79
2. EXPERIENCIA DE KEYNES COMO INVERSOR Y ASESOR FINANCIERO.....	86
2.1. La formación de KEYNES como economista .....	86
2.2. Experiencia de KEYNES como inversor y asesor financiero..	89
2.2.1. Desconfianza en la renta fija .....	91
2.2.2. Preferencia por la inversión en acciones .....	92
2.2.3. Fracaso de la inversión según el ciclo del crédito...	94
2.2.4. Concentración de la cartera .....	96
2.2.5. Inversión con un horizonte de largo plazo .....	97
2.2.6. Contraste entre su experiencia inversora y su visión de la economía .....	97

	Pág.
3. LAS GRANDES CUESTIONES QUE PLANTEA LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL .....	98
3.1. Efectos desestabilizadores de la especulación excesiva en los mercados bursátiles.....	105
3.2. Consecuencias de la incertidumbre .....	109
3.3. Importancia y efectos de la liquidez en los mercados .....	117
3.4. Internacionalización de las finanzas .....	119
3.4.1. La internacionalización de los movimientos de capital .....	121
3.4.2. Ajuste entre países con déficits y superávits .....	126
4. INVERSORES Y ACADÉMICOS INFLUIDOS POR LA VISIÓN FINANCIERA DE KEYNES .....	129
4.1. Inversores disidentes en cuanto a la gestión de la inversión...	130
4.1.1. W. BUFFET .....	131
4.1.2. G. SOROS .....	132
4.2. Académicos que se han inspirado en las ideas de KEYNES....	134
4.2.1. H. P. MINSKY .....	135
4.2.2. J. E. STIGLITZ.....	138
4.2.3. P. DAVIDSON.....	140
5. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....	142
5.1. La globalización de las finanzas.....	142
5.2. Situación actual de las finanzas .....	146
6. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.....	156
7. NOTA FINAL .....	159
 <b>BIBLIOGRAFÍA CITADA.....</b>	 161
 <b>ÍNDICE DE AUTORES .....</b>	 173
 <b>ÍNDICE DE MATERIAS .....</b>	 177

# PRESENTACIÓN

---

**SUMARIO:** INTRODUCCIÓN.—1. EL APOYO EN LA HISTORIA.—2. DOS CONFERENCIA SOBRE LA CRISIS EN LA UNIVERSIDAD DE ALCALÁ: OCTUBRE 2011.—3. SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA.—4. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL.—5. NOTA FINAL.

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde la década de 1980 he sentido una preocupación creciente por lo que me parecía una deriva hacia la mayor inestabilidad de las finanzas. Esa inquietud procedía de tres fuentes:

- 1.º) El estudio de la obra de Keynes. En 1998 publiqué un libro con un título indicativo: *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*.
- 2.º) Los trabajos de MINSKY y en especial su teoría de la inestabilidad financiera y la conexión de sus ideas con las de KEYNES.
- 3.º) Desde la década de 1980 me parecía observar la acentuación de la tendencia al predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria tradicional. Creía, y creo, que este hecho incorpora cambios en las finanzas, haciéndolas más inestables.

Un año y medio antes del estallido de la crisis financiera actual, en enero de 2006, publiqué un libro: *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. El libro terminaba con el siguiente párrafo:

«No me encuentro, por tanto, entre los optimistas que aplauden el protagonismo creciente de los mercados financieros y el incremento del riesgo, confiando en la actuación vigilante y compensadora de las autoridades monetarias. Tengo la incómoda sensación —parafraseando a TOBIN— de que la creciente sofisticación de las finanzas descansa sobre el delgado hilo de nuestra capacidad para predecir y medir el futuro. Desde esa posición estaría dispuesto a sacrificar dosis de eficiencia por otras de seguridad. Me alarma la complacencia con la cual se celebra la globalización de las finanzas en aras de la mayor eficiencia en la asignación de los recursos y se toleran, en cambio, controles en el mercado de bienes; la opción contraria me parecería más razonable» (TORRERO, 2006, p. 100).

No puedo presumir de presciencia. En otro libro posterior confesaba: «No tenía idea, sin embargo, ni de la causa que precipitó la crisis, ni del momento, ni tampoco de su extraordinaria magnitud» (TORRERO, 2011, contraportada).

De manera que tenía inquietud ante lo que consideraba inestabilidad creciente; también ignorancia e incapacidad de prever el cuando, el detonante, los cauces de la crisis, su dimensión y el extraordinario grado de interconexión de las finanzas, todo lo cual explica la virulencia de la crisis y su internacionalización.

Para que quede claro mi desvalimiento, en el texto de la conferencia que se incluye en este libro (p. 80), confieso mi desconcierto sobre la crisis actual:

«Cuando entramos en el sexto año de la crisis no se atisba claridad en sus aspectos fundamentales: ¿Cuánto durará la crisis? ¿Cómo se resolverán los excesos del endeudamiento público en los que se está incurriendo para cubrir las pérdidas de las instituciones financieras? ¿Qué tipo de organización institucional de alcance internacional debería establecerse para regular y supervisar los sistemas financieros y evitar desastres como el que nos asola? ¿Cuál es nuestra responsabilidad, la de los economistas, en no advertir la vulnerabilidad del entramado financiero que ha provocado la catástrofe? ¿Por qué no aportamos soluciones ahora que reduzcan el riesgo sistémico?».

## 2. EL APOYO EN LA HISTORIA

El estudio de las crisis financieras suscita en la actualidad gran interés. Es natural que los economistas tratemos de buscar inspiración para nuestro análisis en la historia y en las aportaciones de nuestros maestros.

En cuanto a la revisión de la historia de las crisis financieras, es obligada la relectura de la obra de KINDLEBERGER y de los trabajos recientes de REINHART y ROGOFF. Permítaseme una breve advertencia sobre la utilidad de las compilaciones históricas, de los promedios de la duración y de los efectos de la crisis.

Buscamos en la historia precedentes e inspiración. Está muy bien que lo hagamos, pero debemos tener conciencia clara de que trabajamos con un material altamente sensible. Naturalmente hay denominadores comunes que ayudan a tipificar a las crisis, pero son muy re-

levantes las características específicas de cada perturbación financiera. Tienen lugar en un tiempo histórico determinado, con un marco institucional concreto, con unas ideas predominantes en cada país y en cada momento, tienen un alcance sectorial distinto y una capacidad de contagio muy diferente en cada caso.

Sobre esa variedad de situaciones sacar promedios de la duración o incidencia de crisis tan heterogéneas en países tan dispares, en momentos tan desemejantes es un ejercicio que algo ayuda, pero que, al tiempo, prueba nuestros escasos asideros.

Las crisis financieras han sido una constante a lo largo de la historia; parece, no obstante, que son las etapas de liberalización y de internacionalización de las finanzas cuando con mayor frecuencia se han producido perturbaciones importantes.

### **3. DOS CONFERENCIAS SOBRE LA CRISIS EN LA UNIVERSIDAD DE ALCALÁ. OCTUBRE 2011**

Son el texto de las conferencias que impartí por cuarto año consecutivo, en los primeros días del curso académico, sobre la crisis financiera actual.

En la primera, con alcance internacional, centro la atención en los efectos que se derivan del predominio de los mercados sobre la intermediación bancaria tradicional, y en advertir de los desequilibrios que se incubaron en el periodo de estabilidad y crecimiento que antecedió a la crisis financiera.

En la segunda, referida a España, planteo la cuestión del euro y el «error inevitable» que fue la integración en la eurozona, operación aceleradora de la integración, aunque afectara a una parte de los países de la Unión Europea. El endeudamiento de España y el dogal que impone la pérdida de autonomía monetaria, sólo deja la vía de promover el aumento de la competitividad mediante la deflación de precios y salarios, operación difícilísima. Es un camino duro, que exige constancia y esfuerzo; además, los sacrificios se distribuyen de forma desigual, lo cual provoca escándalo y alarma que afecta a la cohesión social.

#### **4. SISTEMA FINANCIERO Y PRODUCTIVIDAD ECONÓMICA**

Recoge el material preparado para participar en un curso organizado por la Universidad Católica de Valencia en agosto de 2012.

La cuestión central es intentar explicar las razones y consecuencias del hiperdesarrollo de las finanzas en las últimas décadas en relación a los sectores reales. El endeudamiento de familias, empresas no financieras, empresas financieras y sector público, ha alcanzado cotas preocupantes que cuestionan la capacidad de los deudores para hacer frente a sus obligaciones financieras.

Especial trascendencia económica y social tiene el nivel de deuda de las familias, que ha sido el sector que ha aumentado en mayor medida el apalancamiento, fenómeno asociado a las burbujas inmobiliarias.

El retorno a posiciones de estabilidad exige la reducción del ratio de endeudamiento, objetivo muy difícil que exige, sin embargo, aumentos adicionales de la deuda pública que alcanza ya niveles inquietantes.

#### **5. KEYNES Y LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL**

El trabajo más amplio, que da título al libro, corresponde al material preparado para las dos conferencias sobre la crisis financiera dictadas en la Universidad de Alcalá en octubre del 2012.

Las conferencias de este quinto año pensé que debería dedicarlas a las ideas de KEYNES que habían vuelto a recuperar actualidad para la explicación de la crisis.

La obra de KEYNES me parece inspiradora para analizar la crisis financiera internacional por los cuatro motivos siguientes:

- 1) Era un experto en finanzas. Seguidor atento como inversor y asesor de la evolución de los mercados.
- 2) La incertidumbre y las expectativas son un componente esencial de su pensamiento.
- 3) Fue observador en primera línea de la Gran Depresión.
- 4) Participó muy activamente en la creación de las instituciones internacionales que regularon las tres décadas posteriores a la segunda guerra mundial.

Como destaco, KEYNES fue un economista con una formación peculiar al incorporar un conocimiento directo y práctico de las finanzas. Reviso, muy brevemente, las ideas de académicos e inversores influidos por su pensamiento, limitándome a las finanzas.

El apartado final aventura cuáles podrían ser las ideas de KEYNES sobre la crisis financiera actual. Es una operación arriesgada y descompensada, puesto que utilizo las convicciones de su madurez para analizar una situación que se produce seis décadas después.

Con todas las reservas que reitero en el texto, creo que KEYNES hubiera contemplado sin gran sorpresa el desastre financiero actual. Me parece que hubiera seguido con alarma creciente los excesos que han conducido a la crisis actual.

## **6. NOTA FINAL**

Cuando escribo estas líneas se han cumplido cinco años desde el inicio de la crisis financiera. Se ha evitado un desplome súbito como el de la Gran Depresión, pero los países desarrollados acumulan desequilibrios, continúan en un entorno depresivo y no se percibe el final de la crisis ni la construcción de una nueva arquitectura institucional que, como la legislación de la década de 1930, ponga en acento en conseguir la estabilidad de las finanzas.

Se echa en falta una figura como la de KEYNES con su inteligencia e intuición, con su fibra moral y su prestigio. De nuevo, ante el desamparo, el recurso es volver la mirada al pasado. Bretton Woods proporcionó tres décadas de progreso y estabilidad; sólo en el marco de una organización supranacional de este tipo, adaptada a nuestro tiempo, podrían aunarse intereses distintos y visiones diferentes de las finanzas a favor de una mayor estabilidad.

# 1

## LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL<sup>1</sup>

---

**SUMARIO:** 1. PROPÓSITO DE ESTA CONFERENCIA.—2. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA.—3. EL PROTAGONISMO DEL SR. MERCADO.—4. LA CARA OCULTA DE LA GRAN MODERACIÓN.—5. LA VACUNA CONTRA LA CRISIS DE LOS PAÍSES EMERGENTES.—6. FINANZAS Y DESARROLLO ECONÓMICO.—7. NOTA FINAL.

### 1. PROPÓSITO DE ESTA CONFERENCIA

Éste es el cuarto año que me presento ante ustedes, alumnos de mi Facultad, para analizar la situación de la crisis financiera internacional que se inició en el otoño del 2007; en la intervención de mañana me referiré a la situación de la economía española en el marco de esta crisis y la de la Unión Monetaria Europea.

En el otoño del 2007 contemplamos con estupor el desplome súbito de los mercados financieros y la recesión económica de los países desarrollados. Estamos, pues, en el quinto año de una crisis que por su magnitud sólo tiene como precedente la Gran Depresión. Entonces, en 1929, el mundo despertó estupefacto ante un desastre que volatilizó la riqueza, el empleo y las esperanzas. Se tardó en comprender las razones de la hecatombe; ahora sabemos más, tenemos aquella dolorosa experiencia, pero esta crisis es mucho más compleja; estamos asombrados y desconcertados.

Cuando se revisan los precedentes que dieron lugar al desastre actual, la primera sensación es de incredulidad. La cuestión central que se plantea, en frase tomada del Informe de la Comisión del Gobierno de los Estados Unidos sobre la crisis es:

---

<sup>1</sup> Dictada el 5 de noviembre de 2011. Publicada por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Documento de Trabajo 6/2011.

«¿Cómo es posible que en el año 2008 nuestro país se viera obligado a escoger entre dos alternativas descarnadas y dolorosas, o el riesgo de colapso total de nuestro sistema financiero y de la economía, o inyectar billones de dólares de los contribuyentes en el sistema financiero y en un conjunto de empresas, cuando millones de americanos perdían su trabajo, sus ahorros y sus hogares?» [*Financial Crisis Inquiry Report*, 2011 (FCIR), p. XVI].

El asombro, la incredulidad ante lo acontecido, procede de tres aspectos:

- a) Los disparates en la evaluación del riesgo. Produce sonrojo revisar las circunstancias de los receptores de los préstamos hipotecarios. Familias sin empleo fijo, con ingresos exiguos, presionadas por los buscadores de clientes hipotecarios para que firmaran contratos, con plena conciencia de la imposibilidad de que tuvieran buen fin, y sin dar información veraz y clara a los firmantes.
- b) No se advirtió la fragilidad del entramado. Es cierto que tanto desde el propio sector financiero, como desde el ámbito académico, surgieron avisos sobre los excesos, pero el clima general era de aceptación del boom inmobiliario, en parte por confianza desmesurada en los mecanismos de control de los propios mercados, y en parte porque la gran mayoría de la sociedad se beneficiaba del festín.
- c) Se descubrió, con sorpresa, el grado de interconexión entre las instituciones financieras y el riesgo sistémico de alcance internacional.

La Gran Depresión tardó una década en superarse por completo. La etapa aguda de la crisis fue la de 1929-1933; después, hasta 1936, tuvo lugar una recuperación parcial impulsada por la inversión pública; en ese año y el siguiente se produjo una recaída, consecuencia de la prematura estabilización fiscal; la recuperación se consolidaría con la segunda guerra mundial. Fueron diez años convulsos. Me temo que esta crisis será, al menos, tan larga como aquella.

No tiene sentido que repita ahora la descripción de la crisis financiera actual. Los textos de las conferencias de los tres últimos años están disponibles en la web del Instituto de Análisis Económico y Social (IAES); también están reunidas, con una presentación amplia, en mi libro (2011), que tienen en la biblioteca de la Facultad. Permítanme que prescinda de la descripción, en lo que pueda, e intente

avanzar un poco, manteniendo el propósito de exponer una realidad compleja con una terminología asequible.

## 2. BREVE REFERENCIA HISTÓRICA

Todos los análisis de la crisis financiera aluden a la situación y reacciones de los mercados financieros; éstos son los grandes protagonistas. Los políticos, sindicalistas y empresarios se refieren a los mercados como condicionantes de las decisiones. Unos los justifican, otros protestan y se rebelan, pero todos —incluso los más poderosos— aceptan la realidad de que los mercados financieros juzgarán y valorarán las decisiones que adopten.

Ese es un hecho nuevo. Hace treinta años, los mercados no tenían ese protagonismo. ¿Qué ha pasado?

Permítanme una breve referencia histórica que ayude a comprender el ascenso del Sr. Mercado; el hilo conductor será el paso desde la banca tradicional hacia el predominio de los mercados financieros, aunque con participación activa en éstos de la propia banca.

**1946-1973. El Fondo Monetario Internacional es la institución clave.** Tenía a su cargo la fijación y revisión de las cotizaciones de las monedas en un entorno de movimientos internacionales de capital restringidos. Fue una etapa de escaso endeudamiento de familias y empresas, de estricta regulación de las finanzas, con peso considerable de la deuda pública en los balances bancarios, fuerte crecimiento económico y sin crisis financieras.

**1973-1982. Final de las paridades fijas pero ajustables, con protagonismo creciente de los mercados financieros.** El episodio del reciclaje de los petrodólares, esto es, la canalización de los abundantes recursos financieros de los exportadores de petróleo, lo realizó la gran banca internacional, que obtuvo importantes beneficios. El periodo terminó con el reconocimiento de los países deudores de que no podían atender el pago de la deuda, la crisis de los bancos prestamistas, y la intervención del gobierno de los Estados Unidos para impedir la quiebra de sus bancos y dar una salida a la deuda impagada. La solución se plasmó en una quita y en el respaldo del Te-

soro americano de la deuda reconvertida, lo que permitió su negociación en los mercados financieros (Plan Brady).

**1982-1998. Papel creciente de los mercados financieros.** Liberalización nacional e internacional de las finanzas, eliminándose progresivamente las cautelas impuestas en la legislación de los años treinta. Crisis financieras frecuentes en los países emergentes, que culminó con la del Sudeste Asiático de 1997. Factor fundamental de estas perturbaciones fueron las salidas bruscas de capital, lo cual tendría mucha influencia después en las actitudes recelosas de los países emergentes respecto de la dependencia del ahorro exterior.

En los países desarrollados, las crisis financieras se produjeron también: en 1980-83 en las Cajas de Ahorros de Estados Unidos, y en la bolsa en 1987. Ambas tuvieron repercusión limitada y se resolvieron con la intervención del Gobierno.

**1998-2007. La Gran Moderación.** La desregulación financiera se agudiza en un clima de creciente confianza en los mercados; en las virtudes de la competencia en el ámbito financiero, y en la fe en la capacidad autorreguladora y supervisora de los propios agentes, instituciones y mercados.

En 1998 tuvo lugar la quiebra del mayor *hedge-fund* existente: *Long Term Capital Management* (LTCM). Era un precedente de lo que sucedería en el futuro, pero la corriente liberalizadora y la intervención *ordenadora* de la Reserva Federal fueron más fuertes que el presagio de lo sucedido con el LTCM.

Esta etapa vive la apoteosis del avance de las finanzas en todas las magnitudes: cuantía de los activos financieros; volumen de transacciones en los mercados; valoración de activos bursátiles e inmobiliarios... En la vertiente económica son años de crecimiento económico significativo y regular, sin presiones inflacionistas. La perturbación financiera de mayor importancia se produjo a comienzo del milenio con la burbuja de las empresas tecnológicas; los precios de las acciones *punto com* subie-

ron de forma espectacular para derrumbarse después con estrépito, pero el alcance de los daños, siendo importantes, se limitó al ámbito de los arriesgados inversores en esas empresas.

Para aliviar la situación la Reserva Federal (Fed) procedió a rebajar los tipos interés, lo cual fortaleció aún más el prestigio de los bancos centrales como dominadores del ciclo. Los bulliciosos mercados eran propensos a los excesos, pero ahí estaban los bancos centrales para permitir que se produjeran los efectos positivos de los auges y para restañar las heridas si la burbuja estallaba. Se consagró, así, la actuación asimétrica de los bancos centrales.

**2007- ¿?** **La crisis financiera de los países desarrollados.** Los primeros episodios de la crisis no se manifestaron en los Estados Unidos, sino en un banco francés (BNP PARIBAS) y otro alemán (IKB, Deutsche Industriebank AG) que ofrecían a los inversores participar en fondos compradores en el pujante mercado inmobiliario americano de activos respaldados con hipotecas, y financiándose en los líquidos mercados de papel comercial a corto plazo. Señalo esta circunstancia para advertir de la internacionalización de las finanzas y la interconexión entre los mercados.

Los inmuebles en los Estados Unidos habían mostrado una sostenida tendencia alcista, que se había intensificado en la primera década del milenio. Los periodos bajistas de precios inmobiliarios, habían afectado a zonas concretas, pero con una diversificación geográfica de las inversiones podían reducirse los riesgos, puesto que el agregado mostraba, con regularidad, precios en ascenso de las viviendas.

La señal de debilidad de los precios de los inmuebles puso en marcha una cadena de reacciones infernal; el edificio se derrumbó de manera muy rápida, con estrépito.

Se produjo desconfianza en los inversores de las entidades tenedoras de activos respaldados por hipotecas, que exigieron la liquidez prometida; la presión de estas instituciones sobre los mercados financieros para obtener

recursos alentó la desconfianza de los financiadores (Fondos de Inversión en Activos Monetarios y Fondos de Pensiones...), y ante la mengua de la liquidez los afectados se vieron obligados a vender con urgencia, deprimiendo aún más las valoraciones.

La baja del precio de los activos con respaldo de hipotecas dañó el valor de las participaciones de los fondos de inversión en activos monetarios, financiadores esenciales, socavando la confianza de sus partícipes, que exigieron el reembolso estipulado de su capital, acelerándose la venta de activos de los fondos de inversión para atenderla.

Se descubrió, de pronto, que los bancos de inversión y también los grandes bancos comerciales que habían promovido esos vehículos tenedores de activos con respaldo inmobiliario, y habían descargado en ellos los créditos hipotecarios sacándolos de su balance, seguían comprometidos en la suerte de los mismos. Lo estaban porque los habían colocado arriesgando su reputación, y también porque para alentar a los inversores en estos vehículos, garantizaban la liquidez en caso necesario. El sistema bancario ordinario aparecía, así, involucrado en el desastre, junto a las nuevas instituciones, los denominados bancos en la sombra.

Otro descubrimiento fue la trascendencia sistémica de los seguros de crédito (*Credit Default Swaps*; CDS). El buen fin de los créditos estaba garantizado por operaciones de seguro que habían alcanzado un volumen espectacular, sin que los aseguradores hubieran creado reservas para cubrir posibles siniestros al no estar obligadas a ello debido a un agujero negro en la regulación. Las agencias de calificación (*rating*) que habían concedido generosamente la máxima calificación (AAA) a los nuevos instrumentos hipotecarios, la rebajaron a la vista del desplome de los precios de la vivienda, lo que forzó a la venta de los mismos a las instituciones de inversión que, por ley, sólo podían invertir en activos con la mejor calificación.

El 15-9-2008 tuvo lugar la quiebra de Lehman Brothers, seguida de la absorción de Merrill Lynch y en las veinticuatro horas siguientes de la operación de salva-

mento de AIG, principal emisor de los seguros de crédito. Según declaración de BERNANKE (presidente de la Fed) en noviembre del 2009 ante la Comisión de Investigación ya citada, 12 de las 13 instituciones financieras más importantes de los Estados Unidos estaban en octubre del 2008 al borde del desastre.

La quiebra de Lehman Brothers fue devastadora. La cotización de sus emisiones de papel comercial se hundió; los fondos de inversión en activos monetarios con estos activos en su cartera, que garantizaban la liquidez inmediata a sus partícipes, tuvieron grandes pérdidas, se vieron obligados a la venta masiva de sus activos en mercado bajistas... y recibieron el apoyo financiero público. Lo mismo sucedió con la aseguradora AIG; es de notar, que de los pagos de esta aseguradora a las 17 instituciones más importante, nueve eran europeas y recibieron el 60 por 100 de las indemnizaciones.

Esta breve descripción permite apreciar la interconexión entre *todas* las instituciones y mercados. La Reserva Federal tuvo que actuar en *todos* los frentes, sosteniendo a *todas* las instituciones y dando liquidez a los mercados afectados por la desconfianza. Cuando desapareció el mercado interbancario, los efectos del desplome llegaron a la banca tradicional, único canal de financiación de PYMES y familias, convirtiéndose la crisis financiera en un desastre económico de proporciones gigantescas.

Ante la magnitud de la catástrofe, lo que se impuso fue la absoluta prioridad de evitar otra Gran Depresión. Los bancos centrales de todo el mundo desarrollado inyectaron liquidez aumentando su protagonismo; los déficits públicos se dispararon, alcanzado la deuda pública un volumen que constituye la herencia más pesada de la crisis, el desequilibrio más difícil de corregir.

### **3. EL PROTAGONISMO DEL SR. MERCADO**

En esa breve referencia histórica subrayo el protagonismo creciente de los mercados y la reducción del papel de los intermediarios bancarios tradicionales. Como es lógico, las entidades bancarias han intentado participar en los nuevos instrumentos y mercados, lo cual ha llevado a difuminar las diferencias entre las instituciones financie-

ras y a aumentar su nivel de interconexión. No pretendo comparar las ventajas e inconvenientes de la intermediación bancaria respecto a los mercados financieros, tema relevante que no puedo abordar aquí.

La nueva organización de los sistemas financieros difiere sustancialmente de la existente hace treinta años. Aludiré, muy brevemente, a las diferencias que me parecen más significativas:

**No hay interlocutores.** El Fondo Monetario Internacional, o los grandes bancos internacionales, tienen unos responsables conocidos con los cuales se puede consultar y negociar.

La realidad actual son: mercados en ocasiones sin ubicación física; una docena de entidades financieras gigantescas operando con *todos* los activos, en *todos* los mercados y con ámbito internacional. Estas entidades suministran información, análisis, y facilitan las transacciones, pero el destino final de su actuación es influir sobre los directivos de miles de instituciones de inversión (Fondos de Inversión, Fondos de Pensiones, Empresas de Seguros, Fondos soberanos...) que gestionan las carteras de activos, absorben información y deciden en función de los intereses de las instituciones y de los suyos propios como profesionales. Esas instituciones, los «bancos en la sombra», captan recursos y conceden créditos pero no están sujetos a la regulación y supervisión de los bancos ordinarios.

**Distinto horizonte temporal.** La intermediación bancaria tradicional se fundamenta en la relación con el cliente cimentada por años de experiencia, en la cual el conocimiento directo de la actividad y el prestigio de ambos lados del mostrador es fundamental.

Las relaciones a través de los mercados son impersonales. La cuestión fundamental para comprar o vender un activo es evaluar el impacto en las cotizaciones de cualquier noticia, declaración o actuación de los participantes. Las valoraciones continuas de los activos implican respuestas inmediatas. Se impone el cortoplacismo.

**Comportamiento gregario.** Las modas, el seguimiento al que se presume mejor informado, están presentes en todas las actividades económicas, pero el predominio de los mercados dota al efecto imitación de una nueva dimensión. Ahora, se trata de observar la corriente dominante, las reacciones de un colectivo muy especial, cuyos componentes tienen entre ellos no tanto relaciones personales, como virtuales. Los movimientos de los profesionales en este universo sin-

gular intentan rastrear en las pantallas las decisiones del colectivo, las cuales les afectan de forma directa y condicionan sus propias reacciones.

En esta nueva configuración el comportamiento gregario se potencia, lo cual explica la propensión a la formación de burbujas, así como el incremento de la volatilidad. Los políticos cuando deciden, o planean hacerlo, están evaluando la posible reacción de este colectivo *que se ha convertido en el auténtico rector de las finanzas mundiales*.

**Riesgo sistémico.** Una de las experiencias más significativas de la crisis actual se deriva de la llamada *falacia de composición*. Se suponía, antes de la crisis, que la estabilidad del sistema financiero era la consecuencia de la salud y estabilidad de las entidades que lo conforman. La crisis financiera ha puesto de relieve que entidades con balances saneados, bien gestionadas, pueden ser sacudidas por una perturbación de carácter general, puesto que si los mercados cesan de suministrar liquidez, en un clima de urgencia y pánico, las valoraciones de los activos pierden cualquier referencia con sus fundamentos económicos. De manera que la fortaleza *micro* no garantiza la estabilidad *macro*. El riesgo sistémico requiere atención específica, considerando de forma especial el grado de interconexión, y tiene alcance internacional.

#### 4. LA CARA OCULTA DE LA GRAN MODERACIÓN

El periodo de estabilidad y crecimiento que antecede a la crisis financiera incubó desequilibrios que la perturbación ha puesto de relieve.

Tanto el crecimiento económico, como la estabilidad de los precios, tenían como fundamento el incremento del endeudamiento de los agentes económicos (empresas, familias y entidades financieras).

Los economistas recurrimos a modelos, a simplificaciones de la realidad que aspiran a captar los aspectos esenciales. Permítaseme una síntesis que ofrece claridad aunque no recoja la complejidad y derivaciones del fenómeno.

En la primera economía del mundo, los Estados Unidos, la deuda hipotecaria media por cada familia pasó de 91.500 dólares en 2001 a 149.000 dólares en el año 2007; en ese periodo los salarios estuvieron

prácticamente estancados. En los años anteriores a la crisis, el endeudamiento de los cinco grandes bancos de inversión, medido por la relación de recursos totales a recursos propios (*leverage*), era de 40 a 1; esto implica que una pérdida del 2,5 por 100 del valor de los activos significa la quiebra. En las dos agencias oficiales: *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, creadas para la promoción del mercado hipotecario de viviendas, y a las que se atribuía garantía implícita del Gobierno, la proporción de endeudamiento era de 75 a 1 (FCIR, pp. XX, 230). Algún gran banco de inversión renovaba cada noche la cuarta parte de su balance.

La deuda hipotecaria de las familias crecía no sólo por el mayor coste de las nuevas operaciones. Se generalizó un mecanismo de financiación renegociándose la hipoteca teniendo en cuenta la revalorización inmobiliaria. Los nuevos recursos se destinaban, en buena medida, al consumo de las familias. En esta dinámica la propensión al ahorro de las familias se reducía y aumentaba la dependencia del ahorro exterior.

Todo esto, en un entorno de tipos de interés reducidos. Los tipos a largo plazo se mantuvieron en niveles moderados pese a los esfuerzos de la Reserva Federal para aumentarlos a través del manejo de los tipos a corto plazo, cuando la fiebre inmobiliaria empezó a alarmar. Esta desconexión (*conundrum*; acertijo, la denominó GREENSPAN), se explicaba por la afluencia de capital del exterior, especialmente de China, que invertía en los activos respaldados por hipotecas con una rentabilidad superior a los bonos del Tesoro, pero también con la misma calificación (AAA).

Resumiré aún más este proceso: el consumo de los Estados Unidos se constituyó en el motor de la demanda mundial, embalsando ese país un déficit comercial creciente, componente esencial del déficit de la balanza por cuenta corriente, esto es, de la demanda de ahorro del exterior.

La oferta de ahorro, abundante y barata, procedía de los países con superávit comercial (China de forma destacada) y se canalizaba mediante la compra de bonos del Tesoro (financiando el déficit presupuestario) y de los activos ya citados con respaldo de las hipotecas en un vibrante mercado inmobiliario, estimulando la oferta de hipotecas, y el alza de los precios de la vivienda; alimentando, en definitiva, la burbuja inmobiliaria.