

ANTONIO TORRERO MAÑAS

LA CRISIS FINANCIERA  
INTERNACIONAL  
Y SUS EFECTOS SOBRE  
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
SEIS CONFERENCIAS

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2011

# ÍNDICE

---

	Pág.
<b>AGRADECIMIENTOS</b> .....	11
<b>PRESENTACIÓN</b> .....	13
1. INTRODUCCIÓN.....	13
2. LA CRISIS COMO CONSECUENCIA DE EXCESOS PREVIOS.....	14
3. LA PERSISTENCIA DE DESEQUILIBRIOS QUE PRECISAN AJUSTE.....	15
4. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.....	16
5. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....	19
6. NOTA FINAL.....	21

## CONFERENCIAS DE OCTUBRE DE 2008

<b>1. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL</b> .....	27
1. CRISIS FINANCIERAS.....	27
2. INTERMEDIARIOS BANCARIOS Y MERCADOS FINANCIEROS.....	31
3. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.....	36
4. CONSIDERACIÓN FINAL.....	40
<b>2. LA CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b> .....	43
1. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y CRISIS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....	43
2. LOS AJUSTES DE NUESTRA MODERNA HISTORIA ECONÓMICA.....	44
3. LA CRISIS DE 1992-1993 COMO REFERENCIA. SIMILITUDES Y DIFERENCIAS CON LA SITUACIÓN ACTUAL..	46
4. LAS CONSECUENCIAS DEL EURO.....	50
5. NOTA FINAL.....	53

## CONFERENCIAS DE OCTUBRE DE 2009

<b>1. LA CRISIS FINANCIERA. UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA</b> .....	57
---	----

	Pág.
1. CAMBIOS EN LAS IDEAS SOBRE LAS FINANZAS .....	57
2. LAS CRISIS FINANCIERAS DE LAS TRES ÚLTIMAS DÉCADAS .....	62
3. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL Y LA GRAN DEPRESIÓN .....	68
4. REFLEXIÓN CUANDO SE CUMPLE EL SEGUNDO AÑO DE LA CRISIS FINANCIERA. INTERROGANTES CON DIFÍCIL RESPUESTA .....	76
5. DE NUEVO, LAS IDEAS. NOTA FINAL.....	83
<b>2. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL. REPERCUSIÓN SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA .....</b>	<b>85</b>
1. EL PUNTO DE PARTIDA.....	85
2. LA DEPENDENCIA FINANCIERA DEL EXTERIOR.....	90
3. LA SITUACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO .....	92
4. LA GESTIÓN DE LA CRISIS .....	93
5. EL DESENLACE DE LA CRISIS.....	95
6. DE NUEVO, EL EURO. CONSIDERACIÓN FINAL.....	97
 <b>CONFERENCIAS DE OCTUBRE DE 2010</b> 	
<b>1. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL .....</b>	<b>101</b>
1. LA GRAN DEPRESIÓN COMO REFERENCIA .....	101
2. LA GRAN DEPRESIÓN Y EL ESTANCAMIENTO DE JAPÓN .....	103
3. LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL .....	105
<b>2. EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA .....</b>	<b>115</b>
1. TRES ESPEJISMOS.....	115
2. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LOS PAÍSES INTEGRADOS EN EL ÁREA EURO .....	119
3. LA POSICIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA .....	124
<b>BIBLIOGRAFÍA CITADA.....</b>	<b>127</b>
<b>ÍNDICE DE AUTORES .....</b>	<b>129</b>
<b>ÍNDICE DE MATERIAS .....</b>	<b>131</b>

# PRESENTACIÓN

---

**SUMARIO:** 1. INTRODUCCIÓN.—2. LA CRISIS COMO CONSECUENCIA DE EXCESOS PREVIOS.—3. LA PERSISTENCIA DE DESEQUILIBRIOS QUE PRECISAN AJUSTE.—4. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.—5. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.—6. NOTA FINAL.

## 1. INTRODUCCIÓN

En el verano de 2007 se produjeron las primeras evidencias de lo que sería una crisis financiera que se coincide en equiparar con la Gran Depresión. Desde entonces se ha ido tomando conciencia de la importancia de la perturbación así como de las razones que han provocado el desastre.

Como profesor de la Facultad de Económicas de la Universidad de Alcalá, y estudioso del fenómeno financiero, me pareció que podía ser útil hacer llegar a los alumnos, en lenguaje asequible, mi visión de la crisis financiera, tema que se convirtió rápidamente en principal foco de atención. El mismo interés provocaba la crisis de la economía española, que tenía relación con la conmoción financiera global, pero con características propias que me parecía interesante precisar.

Con este objeto, al comienzo de los cursos académicos 2008, 2009 y 2010, dicté dos conferencias seguidas, cada año, tratando, primero, la crisis financiera mundial, para encuadrar, a continuación, la situación de la economía española. Esas seis conferencias son las que se recogen en este libro tal y como fueron dictadas y publicadas de forma inmediata, como se detalla en cada una.

El único objetivo de publicarlas conjuntamente ahora es facilitar al lector la visión de la crisis como la percibía en cada momento, los temas que recibían atención preferente en cada año, y cómo evolucionaba mi percepción de los problemas.

En la crisis actual fue advirtiéndose progresivamente la magnitud y su trascendencia social y económica. La secuencia temporal ha sido —está siendo— similar a la que tuvo lugar en la Gran Depresión: sorpresa y desconcierto primero; después, análisis de las razones que la han provocado; más tarde, propuestas de reforma institucional alentadas por la indignación ante los excesos, con el objetivo de evitar la repetición; por último, recuperación de la economía que, en el caso de la Gran Depresión, se produjo, de forma sostenida, en los albores de la segunda guerra mundial.

Un decenio (1929-1939), de profundas convulsiones políticas y sociales, se tardó en recuperar el ritmo regular de crecimiento económico. En la actualidad, estamos conociendo las causas de la crisis, y discutiendo reformas institucionales que, en el mejor de los casos, tardarán en implementarse para conseguir una plataforma estable. Quedarían por resolver las consecuencias de los excesos en los que se está incurriendo para evitar un colapso total de los sistemas financieros: inundación de liquidez; endeudamiento masivo del sector público; y elephantiasis de los bancos centrales.

Cuando escribo esta Presentación (marzo de 2011) estamos, al parecer, «descansando en un estanque tranquilo entre dos saltos de agua», utilizando la expresión de KEYNES en el Prefacio de los *Essays in Persuasion* firmado en fecha muy significativa (8 de noviembre de 1931), esto es, dos años después del derrumbe de la Bolsa de Nueva York en 1929.

## 2. LA CRISIS COMO CONSECUENCIA DE EXCESOS PREVIOS

Como he señalado en un libro reciente (2011), en la última década me ha preocupado la fragilidad e inestabilidad de las finanzas; me apresuro a añadir, como lo hice en ese libro, que entonces no tenía idea ni de la causa detonante de la crisis, ni del momento, ni tampoco de su extraordinaria magnitud. Cuando se consideran *a posteriori* los excesos que anteceden a una crisis financiera importante, nos sorprenden los extremos que se alcanzaron y la claridad con la que se advierte *después* que esas desmesuras no podían acabar bien.

El factor tiempo ha sido —insisto— fundamental. Se tardó en percibir la magnitud del fenómeno a nivel internacional. Primero, no se conocía bien el alcance de la perturbación; más tarde, no se conce-

bía cómo se pudo recurrir a tan malas prácticas en la gestión del riesgo; progresivamente, fue aceptándose la extensión y gravedad de la metástasis; finalmente, las autoridades llegaron a la conclusión de que cualquier medida estaba justificada para evitar que se produjera otra Gran Depresión.

El 2 de septiembre de 2010, tres años después del comienzo de la crisis, el testimonio de BERNANKE ante la Comisión Nacional sobre las causas de la crisis financiera y económica de los Estados Unidos fue el siguiente:

«Lo que no conocíamos era la extensión en la cual el sistema tenía fallos y debilidades que amplificarían el *shock* inicial de las *subprime* y lo transformarían en una crisis mucho más amplia» (*The Financial Inquiry Report*, 2011, p. 229).

En España, como en los Estados Unidos y en otros países, tampoco se calibraron con acierto las consecuencias de los excesos inmobiliarios, ni se consideraron que eran el preludio del final de un modelo de crecimiento apoyado en el sector de la construcción, en el endeudamiento de los agentes económicos, y financiado con recursos del exterior. Primero, se negó la crisis; después, se minimizó su alcance; más tarde, se argumentó la fortaleza de nuestro sistema financiero; posteriormente, se empezó a percibir la importancia de la confianza para refinanciar la cuantiosa deuda asumida; por último, los mercados financieros impusieron un ajuste que se está haciendo sin el diseño de un marco general —de un plan de estabilización en toda regla— con desgana y sin convicción.

En los dos ámbitos: internacional y nacional, el punto de partida ha sido la acumulación de desequilibrios que hacían imposible su prolongación indefinida; o lo que es parecido, permitían presagiar a algunos analistas la ruptura de una tendencia cuya duración permitía, falsamente, considerar como estable la situación.

### 3. LA PERSISTENCIA DE DESEQUILIBRIOS QUE PRECISAN AJUSTES

Los focos de inestabilidad no han desaparecido; persisten desequilibrios que precisan ajustes aunque se demoren las decisiones, acuciados los gobiernos por la gravedad de la crisis financiera. Pondré dos

casos de situaciones insostenibles: la dependencia del ahorro de China, y la distinta situación de los países que conforman la zona euro.

No puede considerarse estable —a mi juicio— la acumulación de poder financiero de China que conlleva la subvaloración de su moneda y la desindustrialización de los Estados Unidos.

También creo que hay que calificar de precaria e insostenible la posición de los países del Sur de Europa, en especial Grecia y Portugal. Se tiene conciencia de la imposibilidad de que estos países atiendan sus compromisos financieros; se demora la resolución porque no se tiene claro el nuevo marco que resultaría de la aceptación de una realidad: la inestabilidad y la desigualdad que genera una moneda común en países con estructuras tan diferentes, sin que se camine de forma decidida hacia una unión política efectiva.

El retraso en la toma de decisiones para afrontar esos desequilibrios en el plano internacional es comprensible, puesto que existe dificultad intelectual para concebir un marco institucional adecuado. Hay resistencias políticas evidentes para progresar en la dirección correcta que es, en mi opinión, el diseño de una organización financiera supranacional que vuelva a establecer un marco regulatorio de tipos de cambio y de flujos de capital.

En el caso de Europa, la implementación de la unión política es un objetivo complejo, que requiere, contando con que hubiera un acuerdo general, mucho tiempo. Los mercados financieros actúan, sin embargo, en el cortísimo plazo; lo previsible es que provoquen situaciones de crisis que pongan sobre la mesa la necesidad ineludible de afrontar la realidad.

#### 4. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

Vuelvo a la crisis financiera. El fenómeno fundamental que se ha producido en los últimos treinta años ha sido el protagonismo creciente de los mercados financieros, y la pérdida de importancia relativa de la intermediación bancaria tradicional. Bancos y mercados operan de forma muy diferente en la selección de los riesgos, tienen un horizonte temporal distinto, y fórmulas de resolver los problemas que difieren sustancialmente. Consideraciones al respecto se realizan en las conferencias que integran este libro. Permítaseme que ponga el

acento ahora, muy brevemente, en una cuestión que la crisis financiera ha revelado como fundamental: la imbricación de bancos y mercados.

Antes de la crisis se consideraba importante y enriquecedor la existencia de fuentes distintas de financiación. La diversificación, las diferentes instituciones permitían compensar con una mayor actividad de la intermediación bancaria la crisis en mercados financieros, y al contrario. La crisis ha puesto de relieve, sin embargo, la progresiva interdependencia de bancos y mercados como resultado de la titulación, impulsada sobre todo por bancos de inversión, y la dependencia de los bancos comerciales de la financiación de los mercados, que permitían que sus activos crecieran mucho más rápidamente que los depósitos de clientes.

Entre ambos —bancos y mercados— han proliferado entidades intermedias (los llamados bancos en la sombra) que se financian en los mercados, pero cuya actividad descansa, en último término, en los bancos promotores. Esta interrelación ha dado lugar a que en la crisis el sistema de protección —seguro de depósitos—, el acceso a la liquidez de los bancos centrales, y la garantía, en fin, de los contribuyentes se extienda al conjunto de mercados e instituciones con extraordinaria rapidez.

En la nueva situación creada, la clave reside en la refinanciación *continua* de los recursos de las instituciones financieras, condicionada por la valoración *continua* de los activos, que sirven como garantía para la financiación. La valoración y liquidez del balance de las entidades financieras son, ahora, las cuestiones fundamentales:

«La parálisis del crédito (*crédit crunch*) asociada con la crisis financiera es el colapso de la capacidad del balance, especialmente para aquellos intermediarios financieros que operan en el mercado de capital. En una época en la cual los préstamos se titulan y los balances se valoran continuamente a precios de mercado, el excitante papel de las cotizaciones llega hasta los recovecos más recónditos del sistema financiero. En este sentido, la gravedad de la crisis financiera global puede explicarse en parte por: *a*) el desarrollo de las finanzas que ha situado a los activos cotizados en el centro del sistema financiero, y *b*) la mayor sofisticación de las instituciones financieras que poseen y comercian con los activos. Es claro que una caída sustancial en el precio de la vivienda causará problemas de solvencia en el sector bancario. Sin embargo, la velocidad con la que ha progresado la crisis, así como su severidad podría atribuirse, en parte al menos, a los efectos interrelacionados (*feedback effects*) que han amplificado el desastre» (ADRIAN y SONG SHIN, 2010, p. 21).



La crisis financiera ha afectado a todas las naciones desarrolladas; los países emergentes que habían sufrido en el pasado perturbaciones provocadas por retiradas masivas de fondos, cuando los desequilibrios generaban desconfianza y los capitales buscaban refugio en la calidad, no han sido afectados, por ahora, al beneficiarse del alza de las materias primas y tener menor dependencia del ahorro exterior, escarmentados por las experiencias del pasado.

En los Estados Unidos y en el Reino Unido, los dos países con sistemas financieros más importantes y sofisticados, se ha gestado la crisis actual a partir de *booms* inmobiliarios difundidos mediante la titulización, extendiéndose al resto de las naciones desarrolladas. La fe en las bondades de la innovación financiera y en la capacidad de autorregulación de los mercados, en un entorno de laxitud monetaria y confianza en la capacidad de controlar el ciclo económico, han sido las razones que han propiciado los excesos en la valoración de activos.

El Fondo Monetario Internacional en un documento autocrítico, que sólo puede merecer elogios, describe la situación creada:

«Las nuevas estructuras y los nuevos instrumentos eran más riesgosos de lo que parecían. La suposición de que estos instrumentos dispersaban el riesgo bancario ignoraba el hecho más importante de que el riesgo seguía estando concentrado en las entidades vinculadas al núcleo del sistema bancario. La disciplina de mercado fracasó ante el optimismo reinante, la función de mantener la debida diligencia fue delegada a las agencias calificadoras del riesgo crediticio, y el sistema de remuneraciones del sector financiero, basado en las ganancias a corto plazo, estimuló la asunción de riesgos» (2011, p. 38).

Los excesos han sido generales. Los países anglosajones como diseñadores e impulsores de la innovación; otros, con sistemas financieros más conservadores —Suiza, Alemania, Francia, ...— no pudieron resistir la atracción del «panal de rica miel», actuando en una doble dirección. En primer lugar, las entidades bancarias de esos países imitaron las prácticas impulsadas por los bancos de inversión americanos, titulizando activos financiados en los amplios mercados financieros de los Estados Unidos, en particular en los de papel comercial. En segundo término, los conservadores bancos europeos colocaron los recursos de sus clientes en los nuevos productos financieros, con magníficas calificaciones de las agencias de *rating* y una rentabilidad muy superior a los activos considerados como sin riesgo... que tenían idéntica calificación.

La extensión de la crisis financiera explica la coordinación de los gobiernos y bancos centrales de todos los países avanzados. Las decisiones tomadas en los Estados Unidos de permitir la quiebra de Lehman o de salvar AIG originaron en las entidades financieras europeas tanto beneficios como pérdidas considerables. Los primeros escarceos de la crisis se produjeron, además, en vehículos financieros promovidos por bancos alemanes y franceses.

## 5. EFECTOS DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En España, como en otros países (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda) hemos sufrido las consecuencias de una burbuja inmobiliaria. El aumento en el endeudamiento de familias, empresas y sistema bancario ha sido importantísimo. La última similitud destacable ha sido la crisis bancaria, con manifestación más aguda en las Cajas de Ahorro dependientes, en mayor medida, del sector de la construcción.

A diferencia de otros países (Alemania, Francia, Italia) bancos y cajas no han sido compradores apreciables de activos tóxicos, titulizados con respaldo de hipotecas, aunque España ha recurrido de forma masiva a los mercados internacionales para financiar el *boom* inversor de la construcción.

El tiempo —de nuevo— ha jugado un papel esencial en los efectos de la crisis financiera sobre la economía española; la crisis ha adelantado el final de un *boom* insostenible. El retraso en el reconocimiento de la situación por el Gobierno la ha agudizado y ha impedido adoptar con resolución las medidas pertinentes. Destacaré tres aspectos en los cuales el factor tiempo ha sido fundamental.

El primero, el retraso con el que ha aparecido la morosidad en el sistema bancario derivado del mayor tiempo de maduración de los activos. En los países en los cuales las entidades financieras han sido compradores ávidos de activos tóxicos, las valoraciones de los mercados han puesto en evidencia de manera inmediata las pérdidas y han forzado su regularización. En España los activos con problemas (financiación de compra de suelo, a la promoción, y el crédito hipotecario a compradores) han ido apareciendo conforme se agotaba la capacidad de resistencia de los deudores. Todavía estamos en esa fase

de afloramiento de pérdidas reales no reconocidas por completo en los balances.

El segundo, se ha tardado en reconocer las implicaciones de nuestra dependencia de los mercados financieros internacionales. España se encuentra en una situación nueva, sin precedentes: la deuda es voluminosa y su renovación depende de la estimación por parte de los mercados de nuestra capacidad de atenderla. Como insisto en las conferencias, los acreedores no negocian cómo sería el caso si fueran un banco, o el Fondo Monetario Internacional; si consideran que no hacemos lo suficiente para garantizar el cobro de su deuda, votan con los pies y de manera inmediata. Cuando se debe mucho y se precisa renovación constante del *stock* de deuda —no digamos de su ampliación— se depende del juicio de los acreedores. Por eso, me parecían pueriles las protestas de dirigentes políticos y sindicales de que no iban a actuar al dictado de los mercados financieros. Por supuesto que sí; ésa es la servidumbre del que se endeuda sin medida y precisa la renovación, no para financiar un programa inversor extraordinario, sino para costear el gasto corriente en una economía que funciona al ralentí.

El tercero, ha sido la tardanza en reconocer que el problema no era sólo, ni principalmente, el endeudamiento del sector público. La deuda pública, en relación al PIB, aunque crece con rapidez como consecuencia del obligado papel compensador del sector público con la crisis, se mantiene en niveles inferiores al promedio de los países de la Unión Europea. La cuestión clave es la deuda total: de familias, empresas, entidades bancarias y de las propias Administraciones Públicas. Esa magnitud es la que preocupa a los mercados junto a la capacidad de hacer frente a nuestros compromisos, fuertemente ligada a nuestras expectativas *muy limitadas* de crecimiento económico.

Desde la década de los cincuenta del pasado siglo en dos países, Japón y España, se ha producido lo que podría calificarse de milagro económico. Ambas naciones han pasado en medio siglo desde los bajos niveles de renta a integrarse en el reducido grupo de países industriales desarrollados.

En el caso de Japón, el estallido de la burbuja en 1990 dio paso a una fase de semiestancamiento, en un mundo en expansión. Como he intentado mostrar en mi libro sobre la burbuja japonesa (TORRERO, 2003) la razón fundamental del estancamiento fue la inadecua-

ción institucional. Las mismas instituciones que habían hecho posible un crecimiento acelerado: mercado de trabajo rígido y organizaciones industriales corporativas ligadas al sector financiero, se habían constituido en el corsé que comprometía la continuidad del crecimiento. En Japón, la gigantesca burbuja de activos había impedido, mientras duraron los efluvios estimulantes, que apareciera el auténtico problema larvado: el escaso progreso de la productividad debido a la rigidez del marco institucional.

España ha sido también protagonista de un milagro. En cincuenta años el país ha avanzado de manera admirable. Sin embargo, la última fase de crecimiento económico (1995–2007) estaba fundamentada, en parte, en factores no recurrentes: ni la construcción de viviendas podía continuar a ese ritmo acelerado, ni el endeudamiento de los agentes progresar de forma indefinida. A esta cuestión dedico especial atención en las conferencias. En la actualidad estamos en el furgón de cola en cuanto al crecimiento con un nivel de paro dramático, cuando, hasta hace tres años, nuestros gobernantes blasonaban de estar en vanguardia.

Quizá la experiencia japonesa pueda servirnos de inspiración para analizar nuestra situación. También en España la burbuja ha ocultado las carencias en productividad y en capacidad para crear empleo fuera de los sectores protegidos. En mi opinión, hemos entrado en un proceso de semiestancamiento limitado por la inadecuación institucional. La reforma del mercado de trabajo, eliminando la arcaica negociación colectiva al margen de la realidad empresarial; la revisión de la ordenación territorial; el esfuerzo de inversión en educación recuperando los valores de la perseverancia y de la superación; el apoyo al funcionamiento de las empresas en todos los aspectos; y la normalización del canal del crédito del sistema bancario. En esos puntos sería preciso volcarse con decisión para adecuar las instituciones a un mundo abierto que exige competitividad y eficiencia como garantía para poder aspirar a mayores cotas de bienestar.

## 6. NOTA FINAL

No puede hablarse de la crisis financiera como algo que pertenece al pasado. En la investigación, monumental y rigurosa, ya citada, publicada en enero de 2011 se apunta:

«Cuando esta Comisión empezó su trabajo hace dieciocho meses, algunos imaginaron que los sucesos de 2008 y sus consecuencias habrían quedado detrás cuando se publicara este informe. Sin embargo, más de dos años después de que el Gobierno federal interviniera de forma sin precedentes en nuestros mercados financieros, nuestro país se encuentra atrapado por los efectos derivados del desastre. Nuestro sistema conserva, en muchos aspectos, los existentes antes de la crisis. Con la crisis, nuestro sector financiero está más concentrado que nunca en unas cuantas instituciones con riesgo sistémico significativo» (*The Financial Crisis Inquiry Report*, p. XXVII).

Sobre la duración y secuelas de la crisis, me permito opinar que pasará mucho tiempo antes de que se logre un entorno estable, y que la inestabilidad mientras tanto será importante. Terminaré esta Presentación con una breve referencia al nuevo papel de los bancos centrales y al poder de las ideas.

La imbricación de bancos y mercados ha situado, de hecho, en los bancos centrales la responsabilidad del conjunto del sistema financiero que ha alcanzado un gigantismo nocivo y desestabilizador del sistema económico. La expansión del balance de los bancos centrales, comprando una gama cada vez más amplia de activos, los implica ahora en cuestiones fiscales, en la selección de riesgos, y en el apoyo a sectores. En estas nuevas circunstancias se cuestiona la independencia de los bancos centrales, fundamentada en el conocimiento técnico y en la neutralidad.

El protagonismo alcanzado por los mercados hace cada vez más difícil que los bancos centrales no tengan en cuenta la valoración y la liquidez para combatir la formación de burbujas desestabilizadoras. Se entra así en territorios desconocidos alejados de la misión tradicional asignada a los bancos centrales.

Por último está el poder de las ideas. En las conferencias aludo repetidamente a esta cuestión. El creciente protagonismo del sector financiero se ha apoyado en ideas sobre la economía y las finanzas, tales como las bondades de la liberalización, la capacidad de autorregulación, las ventajas de la globalización financiera, y en no considerar necesario o viable una organización reguladora y supervisora a nivel internacional. Estas ideas han consolidado grupos de pensamiento en Universidades, Escuelas de Negocios, Asociaciones Patronales, Bancos de Inversión, bancos centrales, y en el propio Fondo Monetario Internacional, que han elaborado todo un cuerpo de pen-

samiento que proporciona, a los que trabajan en esas instituciones, coherencia, empleo, altas remuneraciones y capacidad de influir.

Erosionar, y no digamos sustituir, la fortaleza de esta armónica construcción es extraordinariamente difícil, y sólo puedo concebir esa posibilidad si la crisis financiera, o sus secuelas, provocara una catástrofe mucho más aguda que la aparentemente contenida hasta ahora, que forzara el diseño de una arquitectura financiera con menos propensión al riesgo, como ya sucedió en la década de los treinta del siglo pasado.

Se observan, sin embargo, algunas grietas en la ciudadela: el reconocimiento de GREENSPAN de los fallos en su concepción del funcionamiento de las finanzas; la reivindicación de la obra de MINSKY dieciséis años después de su muerte; la autocrítica del Fondo Monetario Internacional sobre lo poco lúcido de su actuación preventiva; por último, la vuelta a la actualidad del pensamiento de KEYNES en relación, sobre todo, a la incertidumbre y la escasa capacidad de predicción de la evolución de las variables económicas en el largo plazo.

CONFERENCIAS  
DE OCTUBRE DE 2008

# 1

## LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL\*

---

**SUMARIO:** 1. CRISIS FINANCIERAS.—2. INTERMEDIARIOS BANCARIOS Y MERCADOS FINANCIEROS.—3. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL.—4. CONSIDERACIÓN FINAL.

### 1. CRISIS FINANCIERAS

Cuando intentamos comprender un fenómeno tan complejo como la crisis financiera actual, la primera palabra que surge es modestia. Modestia respecto del alcance de los conocimientos que tenemos los economistas para entender lo que está sucediendo; no digamos para aventurar lo que pueda acontecer.

Una crisis financiera es un desorden agudo que altera el funcionamiento normal de los mercados, afecta de manera violenta a las valoraciones de los activos, y puede amenazar a la propia existencia de las instituciones financieras poniendo en peligro al conjunto del sistema económico.

¿Cuándo se produce una crisis financiera? No sabemos cuál puede ser el detonante que precipita el desorden y pone en marcha una reacción que puede ser acumulativa. Además, la razón precipitante de una crisis ilustra poco como orientación o aviso para prevenir otros episodios. Puede producirse el mismo acontecimiento en repetidas ocasiones, pero sólo si se dan determinadas condiciones se activa el proceso. Los detonantes son, por otra parte, muy variados: una caída de la bolsa, el alza en el precio de las materias primas, cambios en el ordenamiento legal, la quiebra inesperada de una gran empresa... y así podríamos seguir enumerando razones susceptibles de iniciar la crisis.

---

\* Dictada el 6 de octubre de 2008. Publicada por el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social. Documento de Trabajo 08/2008.



¿Cuáles son las consecuencias de una crisis financiera? Depende de cómo se trate el fenómeno y del éxito de las medidas que se adopten. El alcance del desorden inicial puede ser comparado con los efectos que tiene el desprendimiento de una piedra en una pendiente con numerosas rocas. Puede que no suceda nada, que se produzca un ligero desprendimiento y se detenga unos metros más abajo, o que se provoque un alud.

No todo son brumas. Sabemos algunas cosas y en ellas tenemos que basarnos los economistas para intentar comprender un fenómeno tan complejo. Permítanme que en este primer punto aluda a cinco apoyos y advierta, inmediatamente después, sobre la escasa objetividad de la mayoría de los juicios que se emiten al respecto.

- a) **Desequilibrios acumulativos.** Las crisis financieras suelen ser la consecuencia de desequilibrios que se van acumulando hasta llegar a ser insostenibles. El motivo al que se atribuye el inicio de la crisis actúa sobre una situación potencialmente inestable. Los mercados financieros son proclives a que los cambios sean violentos si el desequilibrio alcanzado es importante. Las valoraciones dependen de las expectativas de los rendimientos a largo plazo, que son susceptibles de cambios súbitos, cuya radicalidad desconcierta a los inversores y aliena su comportamiento gregario: el llamado efecto rebaño al que aludiré más adelante.
- b) **A posteriori se advierte la lógica del proceso.** A toro pasado, nos parece evidente la lógica del proceso y nos sorprendemos de no haber percibido antes la causa precipitante y el desarrollo de la crisis.

Pondré dos ejemplos de los excesos que pueden producirse:

En la burbuja de Japón que estalló en 1989, el valor inmobiliario atribuido al palacio imperial de Tokio superaba al total del estado de California.

Durante la burbuja de las empresas tecnológicas de hace una década una empresa española, Terra, incluida en el apartado de tecnológicas, llegó a valer en el mercado más que Iberdrola, la gran empresa eléctrica española. Terra, hoy desaparecida del mercado, constituyó una gran decepción para miles de inversores, entre los que se encontraban entidades financieras de gran porte.

¿A quién no le parecen ahora disparatadas las valoraciones que se alcanzaron entonces? ¿No nos parece lógico ante la magnitud de los excesos, que se produjera una corrección violenta de las valoraciones?

- c) **Nadie controla el proceso de una crisis.** Las crisis financieras se desencadenan de forma súbita y tanto su evolución como el desenlace no responden a un plan previsto y controlado. Las autoridades se ven obligadas a actuar bajo la presión de los mercados, en ocasiones sin información suficiente y en el cortísimo plazo.
- d) **Los Estados y bancos centrales intervienen en situaciones de crisis.** Lo hacen para evitar el pánico en ahorradores e inversores y el colapso de mercados e instituciones financieras. Ésta es una cuestión capital sobre la que hay que reflexionar. Los Estados y bancos centrales, en todos los países del mundo, ante una situación de crisis financiera importante, intervienen facilitando liquidez, salvando instituciones, bajando los tipos de interés e intentando por todos los medios que la parálisis y el desorden no afecten gravemente al sistema económico. Los economistas más liberales, particularmente los que piensan que los mercados financieros operan básicamente como los demás mercados, se muestran reticentes ante las intervenciones del Gobierno o de los bancos centrales en los mercados o con el salvamento de alguna institución bancaria importante. Se aducen dos razones en contra de las intervenciones.

La primera, es el riesgo moral (*moral hazard*). Esto es, la falta de disciplina que se traslada a los directivos de las empresas si ante las dificultades se organizan desde el sector público operaciones de salvamento. El efecto es el aumento de la propensión al riesgo puesto que los beneficios en tiempos de bonanza los reciben gestores y accionistas mientras que las pérdidas, en cambio, se socializan y corren a cargo del contribuyente. Hay que señalar, sin embargo, que muy a menudo los accionistas son perjudicados gravemente.

La segunda es el fomento de la inflación. Las intervenciones se centran en relajar las condiciones monetarias facilitando liquidez y bajando los tipos de interés para mejorar la valoración de los activos.

- e) **El efecto rebaño.** En las crisis financieras el pánico es una característica esencial, lo cual implica reacciones emocionales

y comportamientos gregarios. Permítaseme que dedique un breve espacio a este asunto. Hay muchos que piensan que actuar imitando la conducta de los demás demuestra la irracionalidad de los mercados, como esos pequeños roedores del Norte de Europa (*lemmings*) que periódicamente se suicidan en manada despeñándose por un acantilado. No tengo esa opinión. Observar el comportamiento de los demás y emular sus pautas es perfectamente racional. Lo es por dos motivos: de orden social y de orden lógico. Me referiré a ellos inspirándome en el pensamiento de KEYNES que dejó reflexiones memorables al respecto.

En cuanto al orden social, la colectividad considera más negativamente los errores en solitario que los cometidos por la mayoría de los que intervienen en los mercados. Con un punto de ironía me atrevería a decir que la colectividad aprecia más al que se equivoca con la mayoría que al acertante en soledad.

Respecto al orden lógico, en situaciones de incertidumbre radical, cuando no es posible fundamentar nuestras decisiones utilizando probabilidades, indicios de conocimiento, o atisbos de racionalidad, pero no hay más remedio que decidir, tendemos a suponer que quizás los demás están mejor informados. En la gran mayoría de los casos eso no es cierto, pero nos sirve de justificante y calma nuestros nervios. Piénsese por ejemplo en una estimación del precio del cobre dentro de treinta años (ejemplo propuesto por KEYNES). La cantidad de variables es tal, que realizar con fundamentos racionales y verosímiles una estimación es harto difícil (a mí me parece imposible), pero la vida económica exige decidir en condiciones de incertidumbre. En esas circunstancias imitar el comportamiento de otros resulta plenamente comprensible.

Expuestos los cinco apoyos, terminaré este primer apartado con la advertencia que titularé: *el sombrero del analista*.

Mis alumnos saben lo pesado que me pongo con este asunto. Como nuestro conocimiento de las crisis es tan precario, surge —como he dicho— la reacción natural de pensar que los demás saben más, lo cual puede ser cierto, y tendemos a apreciar los análisis de los responsables políticos o de los altos cargos de la Administración a los que suponemos más preparados e informados. No entraré en si efectivamente disponen de mayor información y tienen mejor prepa-

ración; afirmo, sin embargo, que sus manifestaciones están sesgadas por su propia responsabilidad institucional.

El ministro de economía o el responsable de un banco central dice, no lo que piensa, sino lo que puede decir de acuerdo con el puesto que ocupa. ¿Se imaginan ustedes al gobernador de un banco central advirtiendo de la vulnerabilidad de una institución sobre la que ejerce vigilancia? ¿Creen ustedes que el ministro de Economía no asegurará que la divisa de su país es firme aunque tenga sobre la mesa un documento alarmante sobre la situación de la moneda en los mercados?

Ese comportamiento entra en el sueldo y está muy bien que sea así; también está muy bien que el economista tenga conciencia de ello y matice los análisis con la responsabilidad, o los intereses, del que los formula. En síntesis, sabemos poco, pero debemos desconfiar de los análisis de los que aparentemente saben más. No podemos renunciar a nuestro propio juicio pese a lo limitado de nuestra información o capacitación. *No debemos abdicar de tener nuestra propia opinión.*

## 2. INTERMEDIARIOS BANCARIOS Y MERCADOS FINANCIEROS

En las tres últimas décadas se han producido alteraciones fundamentales del marco institucional de los sistemas financieros. Haré referencia a las dos más importantes: 1) los Mercados Financieros (monetarios, bursátiles y de productos derivados) tienen una importancia cada vez mayor, 2) Se han difuminado las fronteras que antes separaban con bastante nitidez el ámbito de actuación de las diferentes instituciones financieras.

Las razones de esos cambios y las consecuencias de los mismos no es posible examinarlos ahora con detalle, pero me parece interesante aludir muy brevemente a los efectos sobre la velocidad del ajuste y respecto a la distribución del riesgo.

Los intermediarios bancarios son, por su propia naturaleza, suavizadores del ciclo puesto que una parte fundamental de sus activos no están sometidos a las valoraciones continuas de los mercados —caso de los créditos— ni están obligados a contabilizar de forma instantánea otros activos (inmuebles, acciones) según las cotizaciones diarias

de los mercados. Como todo, esta capacidad de mantener plusvalías y minusvalías en sus libros sin que afloren de forma continua produciendo pérdidas o beneficios contables, tiene ventajas e inconvenientes. El principal inconveniente es la posibilidad de acumular resultados negativos que pueden alcanzar un volumen extraordinario, poniendo en peligro la existencia de la propia institución, al sistema financiero y afectando a la calidad en la asignación de los recursos.

El caso más claro y cercano en el tiempo ha sido la crisis bancaria japonesa que se produjo en la década de los noventa, después del estallido de la burbuja bursátil-inmobiliaria en 1989. La banca nipona, fuertemente comprometida con la dinámica alcista de los mercados, resultó muy afectada por la caída de las valoraciones que reducía las garantías (acciones e inmuebles) de su cartera de créditos, y por la dificultad de reestructurarla, debido a los compromisos implícitos consecuencia de la relación estable con sus clientes. El resultado fue que no se afrontó con decisión el cambio de situación: se continuó financiando a empresas con problemas y sin futuro, impidiendo la asignación de los recursos a actividades más prometedoras. Lo prolongado del ajuste de la economía japonesa se debe, en buena medida, a estas circunstancias.

No hay duda de que si la financiación empresarial de las empresas japonesas hubiera dependido más de los mercados financieros y menos de los intermediarios bancarios, el reconocimiento de los problemas empresariales se hubiera detectado con mayor prontitud, reduciéndose la financiación a las empresas con dificultades y reasignando los recursos hacia actividades con mayor futuro.

Siguiendo con el caso japonés, el embalsamiento de los problemas en las entidades bancarias supuso una acusada concentración del riesgo en sus balances, lo cual provocó una crisis del propio sistema bancario que precisó de ayuda pública y sufrió un costoso y dilatado proceso de saneamiento. Nada de esto se hubiera producido con esa intensidad si los mercados hubieran tenido un mayor protagonismo. Los mercados hacen posible el reconocimiento inmediato de las situaciones problemáticas y, además, permiten una mayor diversificación del riesgo entre numerosos inversores (individuos, empresas e instituciones de inversión colectiva) que muestran, mediante la selección de sus inversiones, la mayor o menor tolerancia al riesgo, y las actividades que estiman más prometedoras.