

CAPÍTULO PRIMERO

LA HERENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA

LA HERENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA

Por ANTONIO TORRERO MAÑAS

«That is better to be roughly right than precisely wrong»

J. M. KEYNES

La alquimia de las finanzas

El Santo Grial de la alquimia era la transmutación en oro de metales como el plomo o el cobre. Keynes estaba fascinado por comprender el papel del oro en el sistema monetario y, al tiempo, sentía gran admiración por Newton, científico genial, profesor de su Universidad –Cambridge–, arriesgado especulador bursátil, y también un gran estudioso de las posibilidades de la alquimia. En un precioso ensayo de Keynes sobre Newton, publicado después de la muerte de aquél, podemos leer:

«Como prueban muchos cientos de páginas de manuscritos no publicados, Newton estaba buscando la piedra filosofal, el elixir de la vida y la transmutación de metales en oro. Fue, sin duda, un mago que creía que mediante una intensa concentración mental en los libros herméticos, podía descubrir el secreto de la naturaleza y predecir el futuro, de la misma forma que con su capacidad mental de observación había desvelado el secreto de los cielos» (Keynes, 1946, X, p. 377) (1).

(1) *Los Essays in Biography* recogen dos trabajos de KEYNES: «Newton, the Man» y «Bernard Shaw and Isaac Newton», a este último, escrito días antes de su muerte, corresponde la cita, *The Collected Writings*, volumen X, pp. 363-381.

No puedo detenerme en la interesantísima relación de Keynes con el oro y la alquimia, que conectaba con su inquietud por la política monetaria y la suerte del patrón oro. Ese interés explica episodios difíciles de comprender con la óptica actual como su aparente creencia en la posibilidad de transformar lava volcánica en oro, invento que le comunicó un banquero muy importante amigo suyo (2).

Ni Newton, ni ningún alquimista pudo convertir en oro otros metales, pero las finanzas modernas parecieron conseguirlo en la primera década de este siglo. No lograron oro exactamente, pero consiguieron una purpurina perfecta para cubrir pedruscos creyendo los aprendices de brujo –unos más, otros menos– que habían alcanzado el prodigio, pero, lo que es más importante, haciendo creer a gran parte de la comunidad económica y financiera que, efectivamente, se había consumado el milagro.

El portento se consiguió transformando hipotecas de baja calidad, esto es, de dudoso cumplimiento (subprime), en activos con la máxima calificación de las agencias evaluadoras (AAA). En el año 2005 sólo ocho grandes empresas de Estados Unidos obtenían esa calificación para sus bonos. En el año 2009, miles de emisiones de productos estructurados, esto es de activos financieros que tenían como soporte préstamos hipotecarios –incluidos los subprime–, habían conseguido esa calificación.

La maravilla se fundamentó en una explosiva mezcla de soberbia intelectual y de codicia. En cuanto a la soberbia, se generalizó la creencia de que el riesgo era cuantificable en todas las circunstancias, que es tanto como decir que podrían estimarse los acontecimientos futuros, utilizando una batería impresionante de modelos matemáticos extraordinariamente sofisticados. Los héroes eran jóvenes físicos, matemáticos, astrónomos, con los expedientes más brillantes de las universidades de mayor prestigio (*quants*). También algunos economistas, especializados en economía matemática, se incluían en ese privilegiado universo.

Pero además de la soberbia intelectual de ignorar zonas de «incertidumbre radical», de asumir que nadie mejor que los inversores para fijar precios, y de considerar que la mejor opción era la autorregulación por parte

(2) Quien esté interesado en el tema puede recurrir a mi libro sobre KEYNES: *John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*, editorial Civitas, Madrid, 1998, en especial pp. 688, 689, y al de MOGGRIDGE, D. E.: *Maynard Keynes: An Economist's Biography*, p. 492, editorial Routledge. Londres, 1992.

de los propios mercados, el mecanismo que se puso en marcha tenía muchos beneficiarios:

1. Los gobiernos que impulsaban el sector de la construcción, el crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) el empleo, y el acceso a la propiedad de una vivienda a los menos favorecidos por la mayor desigualdad de la renta y la riqueza.
2. Las empresas concesionarias de hipotecas, cuyo negocio consistía en buscar compradores de viviendas sin importarles nada el futuro del contrato.
3. Los bancos de inversión de Wall Street –y también del resto del mundo que participaron en el festín– que adquirirían los préstamos, los empaquetaban, conseguían la nota más alta de las agencias de *rating*, distribuían los activos a nivel internacional, y los directivos conseguían bonus escandalosos como premio al «talento».
4. Las propias agencias calificadoras que multiplicaron sus beneficios.
5. Los compradores de los activos que obtenían una rentabilidad muy superior a la que podían conseguir con otros de igual calificación (bonos del Tesoro, o de empresas de calidad excepcional).

Los beneficios del montaje se extendían por doquier. No puedo entrar en detalle y me limitaré a levantar el pico de la cortina: el invento maravilloso beneficiaba también a los pensionistas. Hay que pensar en los problemas del director de inversiones de un fondo de pensiones, acuciado por compromisos de pago en el largo plazo y con rendimientos bajísimos en los activos de mejor calidad, en un entorno de tipos de interés muy reducidos.

En esas circunstancias, los gestores dieron la bienvenida a los nuevos activos, con mayores rendimientos y la máxima calificación, que los alejaba de toda sospecha, y que cubría, en cualquier caso, su reputación. El heroico gestor que resistiera a tantos estímulos ponía en peligro su empleo, puesto que sus colegas mostraban resultados inmediatos muy superiores.

Muchas personas que trabajaban en el área financiera seguían con preocupación el proceso en marcha. Aunque tuvieran que adaptarse a las circunstancias, expresaron sus temores, como se ha puesto de relieve en la exhaustiva investigación sobre la crisis realizada a instancias del Gobierno de Estados Unidos (3). Estas inquietudes no contuvieron, sin

(3) *The Financial Crisis Inquiry Report*, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition, enero de 2011.

embargo, a la corriente dominante impulsada por ideas erróneas e intereses poderosos.

En julio de 2007, cuando ya se advertían las primeras grietas en el edificio financiero, el presidente del Citigroup –C. Prince– pronunció una frase que se hizo célebre:

«Cuando pare la música, en términos de liquidez, las cosas se complicarán. Pero mientras suene la música, tienes que animarte y bailar. Nosotros todavía estamos bailando.»

Rajan, destacado economista de Chicago, que denunció en el año 2005 los excesos en los que se estaba incurriendo y sus posibles consecuencias sistémicas, refiere una conversación posterior con Prince, ya en plena crisis, en la cual éste aclaró el sentido de su frase:

«Había que continuar bailando porque, de no ser así, los mejores empleados se hubieran pasado a las empresas de la competencia que estaban todavía danzando» (4).

En síntesis, todos eran beneficiarios del maravilloso invento. La gran pregunta que desafiaba el sentido común era: ¿Por qué un activo financiero basado en hipotecas, muchas de dudosa calidad, ofrecía una rentabilidad significativamente superior al bono del Tesoro americano, si ambos tenían la misma calificación AAA?

La cuestión clave es que el riesgo no había sido correctamente estimado ni por las empresas que concedían los créditos, ni por los empaquetadores (los bancos de inversión), ni por las agencias de *rating*. Existía intención en desorientar a los compradores de los activos con respaldo hipotecario a los que, por otra parte, resultaba muy rentable lo artificioso del invento, de forma que hubo una corriente interesada en no criticar la precaria construcción. Los más reticentes veían como sus colegas ganaban la partida y, pese a sus reservas, se apuntaron a la corriente dominante para conservar su empleo.

Los mercados sí sospecharon la diferencia de riesgo entre activos con idéntica calificación, y de ahí el diferencial de rentabilidad exigido por los gestores profesionales. La crisis ha mostrado que la rentabilidad adicional era insuficiente para compensar la diferencia de riesgo entre un

(4) RAJAN, R. G.: *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, p. 147, Princeton University Press, Reino Unido, 2010.

activo con respaldo hipotecario y el bono del Tesoro. De manera que, en síntesis, era un engaño a medias, parcialmente consentido.

Con el desastre financiero la idea que se impuso fue: cualquier cosa antes que otra Gran Depresión. Esa cualquier cosa ha consistido en inundar el mundo de liquidez y en bajar los tipos de interés para favorecer la recuperación económica... y el ajuste de los balances y cuentas de resultados de las instituciones financieras, golpeadas por la caída de la valoración de los activos y por la desaparición de la liquidez.

Poco más. Las reformas institucionales (5) están siendo frenadas por las grandes instituciones financieras cuyos gestores, pasada la alarma inicial, no tienen recato también en continuar con los *bonus* por cuantía escandalosa.

La crisis financiera no ha terminado, ni tampoco se ha eliminado el riesgo sistémico que puede dar lugar a otra recaída. Sin embargo, los intentos de evitar la catástrofe y paliar la crisis dejan desequilibrios importantes. Me referiré a tres problemas fundamentales que afectan al mundo, y también a la revisión de las ideas en la economía como disciplina, que está provocando la crisis financiera.

Tres desequilibrios relacionados con la crisis financiera

Los grandes déficit públicos.

El protagonismo de los bancos centrales

Los gobiernos afectados por la crisis –todos los países desarrollados– se han visto obligados a incrementar los déficit públicos para financiar programas de saneamiento en el sector financiero –y en otros– con objeto de evitar un desplome generalizado de los mercados y de la economía. Se trata de una decisión peligrosa, pero era la opción menos mala: había que elegir entre mayores déficit públicos y la catástrofe; entre la asun-

(5) Las propuestas de reformas han sido recogidas en la voluminosa *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*, que propone 225 reglas financieras, la creación de 11 nuevas agencias reguladoras y supervisoras con alcance federal, y la revisión de las funciones atribuidas a las existentes. Quien esté interesado en las propuestas de reforma puede recurrir al completísimo libro: *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, coordinado por VV.AA.: ACHARYA, T. F.; COOLEY, M. Richardson and WALTER, I.: (eds.): John Wiley & Sons, Nueva Jersey, 2011.

ción de un desequilibrio en las cuentas públicas y el riesgo a otra Gran Depresión.

La escalada de los déficit públicos, de la extraordinaria liquidez inyectada en el sistema económico, está conteniendo los efectos negativos de la crisis y no está produciendo efectos nocivos inmediatos puesto que se están manteniendo bajos los tipos de interés –y por tanto el coste de la financiación– y no se advierten, al menos en los países desarrollados afectados por la crisis, las presiones inflacionistas que normalmente van asociadas con la expansión de los medios de pago. Esa escasa presión inflacionista permite, al tiempo, que se acepten tipos de interés bajos en términos nominales.

Es una situación anómala. La clave de la cuestión es ¿por qué la abundancia de medios de pago no se traduce en inflación? La razón reside en que la crisis financiera ha interrumpido, en buena medida, el mecanismo de expansión monetaria. Los gobiernos (y los bancos centrales) inyectan liquidez en el sistema financiero, pero si los bancos no prestan, no se activa el multiplicador de la expansión monetaria. Aclararé brevemente el funcionamiento de ese mecanismo.

Cuando un banco central compra deuda pública o privada proporciona liquidez a los vendedores. Estos la emplean, normalmente, en realizar préstamos; los receptores compran bienes y servicios a agentes que depositan los ingresos en el sistema bancario produciéndose un aumento de los depósitos. El incremento total de los depósitos depende de la reserva de liquidez que exija el banco central a las entidades bancarias.

Esa multiplicación de la liquidez inicial depende de que los bancos presten. Lo que se observa, sin embargo, es que la liquidez ha crecido mucho, pero no lo han hecho al mismo tiempo los depósitos, al no activarse, mediante los préstamos, el multiplicador monetario (6).

Los bancos centrales son plenamente conscientes de que la liquidez que proporcionan no se traduce en préstamos; se activa, sin embargo, una segunda vía de estímulo, puesto que las compras de activos conllevan alzas en las cotizaciones que contribuyen a animar la economía y ayudan al ajuste de los balances del sector privado.

(6) La incidencia de los aumentos de liquidez proporcionada en la actualidad por los bancos centrales sobre la oferta monetaria se explican muy claramente en Koo, R.: *QE 2 has transformed commodity markets into liquidity driven markets*, Equity Research, Nomura, 17 de mayo de 2011.

El sistema bancario no presta porque las empresas, financieras y no financieras, así como las familias, están reduciendo su nivel de endeudamiento que había llegado a ser insostenible para el sistema económico. Tienen necesidad de sanear sus balances dañados por la caída de las valoraciones de los activos; al tiempo, esa menor valoración disminuye las garantías que pueden ofrecer los que precisan financiación para la obtención de préstamos.

El resultado final es: inflación contenida; escaso impulso al consumo y a la inversión; y leve crecimiento de la economía y del empleo. Lo esencial, sin embargo, se ha conseguido: evitar un desastre como el de la Gran Depresión.

En Estados Unidos, la crisis financiera ha cortado de raíz la financiación del consumo de las familias, obtenida hasta el año 2007, mediante la renegociación de los créditos hipotecarios fundamentada en la mayor garantía de la vivienda con revalorizaciones constantes.

En España, la parálisis del crédito bancario (bancos y cajas) es notoria. Las entidades financieras tienen necesidad de acumular liquidez y reservarla para atender a sus compromisos de pago de la financiación exterior obtenida en la etapa del *boom* inmobiliario. Además, tampoco hay demanda de crédito solvente. El resultado es que las inyecciones de liquidez proporcionadas por el Banco Central Europeo se destinan a la compra de deuda pública. Es una operación muy rentable, comprensible y también arriesgada. Piénsese lo que sucedería si España tuviese que hacer una quita en la deuda; téngase en cuenta que los fondos de la seguridad social están invertidos en deuda pública española.

La evolución de déficit públicos crecientes es, en definitiva, insostenible a largo plazo en todos los países que están incurriendo en excesos. Si se normaliza la situación, y se restablece el canal del crédito ordinario del sistema bancario, se impulsará la inflación, elevando los tipos de interés con aumentos de la carga financiera pública. Todo esto, contando con que los prestamistas siguieran financiando los déficit públicos, y no se alarmaran ante el nivel de endeudamiento exigiendo tipos de interés más altos dada la elevación del riesgo que implica el mayor endeudamiento del sector público. Este verano, una agencia de calificación ha rebajado el *rating* de los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

La dimensión actual del *stock* de deuda pública es importante considerarla con perspectiva histórica. Se argumenta que el volumen de deuda

en Estados Unidos del 90% del PIB en la actualidad es perfectamente asumible si se tiene en cuenta que el año 1946 era del 122%. Esa comparación puede resultar confortable para algunos, pero se trata de situaciones muy distintas.

Como han señalado Roubini y Mishm (7), en el año 1946, Estados Unidos había alcanzado la cúspide de su poder, con una base manufacturera intacta después del conflicto bélico, en tanto que sus mayores competidores –Alemania y Japón– estaban en la ruina. Estados Unidos era el mayor acreedor y prestamista, y el dólar la única moneda de reserva. La situación actual es manifiestamente muy distinta.

La gran cuestión poscrisis es como se retorna a la normalidad, lo cual implicaría la detención de la escalada de los déficit públicos y el alza de tipos de interés hasta niveles sostenibles a largo plazo para la economía. Estamos digiriendo los excesos de gasto del pasado; esto significa la recomposición de los balances de empresas y familias que incurrieron en un alto endeudamiento en los años de euforia, alentadas por el alza de precios en los activos (sobre todo de la vivienda).

Permítaseme un símil que recoge la esencia de la cuestión: el endeudamiento es como una droga estimulante: provoca euforia y tiene límite. Ahora, familias y empresas están realizando una cura de desintoxicación, pero el sector público ha tenido que aumentar las dosis; esa tendencia –insisto– tampoco es sostenible en el largo plazo.

La experiencia del pasado impone, sin embargo, una nota de cautela en cuanto al momento en el cual se decide empezar a corregir el rumbo. La recaída de la Gran Depresión en los años 1936-1937, y de la economía japonesa en el año 1997 se tiene muy presente para no iniciar prematuramente el cese de los estímulos fiscales, frenando la corrección de los desequilibrios provocados por el desplome en las valoraciones de los activos (8).

(7) ROUBINI, N. and MISHM, S.: *Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance*, pp. 178-179, The Penguin Press, Nueva York, 2010.

(8) Las advertencias de un reputado experto: R. Koo (2011) son expresivas del riesgo de un ajuste fiscal prematuro: «Easter Japan quake leaves massive damage in its wake», pp. 1-7, *Japanese Equity Research-Flash Report*, Nomura, 15 marzo de 2011. Con la misma cautela se expresa POSEN, A. S.: *The Realities and Revelance of Japan's Great Recesion. Neither RAN nor Rashomon*, pp. 1-33, Sticerd Public Lecture, School of Economics, Londres, 24 de mayo de 2010.

Como he señalado, los bancos centrales han sido fundamentales en la articulación de las medidas para intentar frenar las consecuencias de la crisis financiera, pero han aumentando de manera espectacular su cartera de activos y, por tanto, están expuestos en mayor medida al riesgo. Riesgo de tipos de interés, de tipo de cambio, y de crédito; todos ellos pueden provocar pérdidas importantes si se modifican los niveles vigentes en la actualidad de las variables, en particular si subieran los tipos de interés.

Especial gravedad puede revestir el riesgo de crédito, nuevo en su mayor medida, derivado de los activos de menor calidad que han ido incorporando a sus balances, en especial en títulos respaldados por activos inmobiliarios (9).

La crisis financiera ha llevado a asumir un papel más importante a los bancos centrales dando liquidez a los mercados y entrando como contrapartida en posiciones que no hubieran podido cumplimentarse de otra forma. Están actuando, pues, no sólo como prestamistas de última instancia, sino también como compradores de última instancia. En un libro magnífico sobre la situación actual de los bancos centrales se exponen las razones del mayor grado de implicación:

«En parte porque la desconfianza entre los bancos obligó al banco central a ejercer un papel de contrapartida para los bancos privados, y a constituirse como intermediario obligado en el mercado monetario. En vez de prestarse unos a otros, canalizaron la liquidez con el banco central como contrapartida. Se ha debido también a que la autoridad monetaria intentó impedir el colapso de los mercados actuando como intermediario del propio sector privado. La Reserva Federal empezó a comprar directamente en el mercado de papel comercial y a garantizar la liquidez de los fondos de inversión en activos monetarios» (10).

Como se ha puesto de relieve, las actividades de los bancos centrales que no son destinadas al control monetario, implican una transferencia de recursos al sector privado, suponen, en definitiva, una actividad crediticia. Ya no se trata de comprar y vender deuda pública para regular las

(9) Véase en este sentido el *Annual Report*, número 81, p. 52, del Bank for International Settlements (BIS), Basel, junio de 2011.

(10) DAVIES, H. and GREEN, D.: *Banking on the Future: The fall and rise of Central Banking*, Princeton University Press, Londres, 2010.

variables monetarias; supone, de hecho, subvencionar con recursos públicos a segmentos determinados del sector privado. Esta extensión de las actividades, fuera de lo estrictamente monetario, puede comprometer la independencia tan duramente conseguida de los bancos centrales, fundamentada en una actuación estrictamente técnica (11).

El insólito papel de China como banquero

En economía, la proyección de una tendencia mantenida durante algún tiempo es un recurso mecánico, a menudo superficial, de estimar lo que puede acontecer en el futuro. La extrapolación del PIB de China con la tasa de crecimiento del 10% anual de la última década, lleva a algunos a profetizar el año en el cual será la primera economía del mundo. Cálculos de ese tenor recuerdan como en los primeros años del decenio de 1990, cuando no se percibían aún los efectos demoledores del estallido de la burbuja japonesa, el vaticinio más extendido era que Japón sustituiría a Estados Unidos como primera potencia mundial.

Desde el año 1990 la economía japonesa se ha estancado en un mundo en expansión. La razón fundamental ha sido, a mi juicio, la inadecuación institucional. Las mismas instituciones, que habían favorecido el desarrollo acelerado desde el final de la Segunda Guerra Mundial: los compromisos de las empresas con la estabilidad del empleo; la imbricación de la banca con la industria y la configuración de grandes grupos financiero-industriales; el gran protagonismo del Gobierno en el señalamiento de objetivos estratégicos. Esas instituciones inducían a una competencia interior escasa con reducida productividad, y a dificultades de movilidad para cancelar actividades obsoletas y dedicar los recursos a otras más prometedoras.

El crecimiento japonés en la posguerra fue espectacular, basado en la competitividad de su sector exportador; la renta por persona alcanzó el 81% de la de Estados Unidos. La vitalidad del sector exterior contrastaba, sin embargo, con las restricciones y escasa competitividad de su economía doméstica. Una idea que se abre paso es que en Japón, como consecuencia de la escasa productividad de los sectores a resguardo de la competencia internacional con un elevado nivel de protección, se

(11) Las implicaciones fiscales de la actuación de los bancos centrales es el objetivo del trabajo de GOODFRIEND, M.: «Central Banking in the credit turmoil: An Assessment of Federal Reserve practice», *Journal of Monetary Economics*, pp. 1-12, número 58, 2011.

habría frenado su crecimiento incluso sin el efecto negativo del estallido de la burbuja.

La extraordinaria revalorización de toda clase de activos –mobiliarios e inmobiliarios– con la profunda implicación del sistema bancario, permitió prolongar el crecimiento económico los últimos años de la década de los años ochenta del pasado siglo, a costa de engendrar la mayor burbuja de la historia. La consecuencia del ajuste posterior, que con altibajos se prolonga hasta ahora, ha sido que en la actualidad la renta por persona se sitúe en el 73% de la de Estados Unidos.

El ejemplo japonés puede ser útil para considerar la extrapolación del extraordinario crecimiento de la economía china. ¿No estaremos ante otro caso de inadecuación institucional?:

«¿La suerte de Japón presagia el futuro de China? Cuando se agote el impulso que propicia el ascenso actual, envejezca su población, y se desvanezca la falsa ilusión del milagro del crecimiento permanente ¿no llegaremos al final del proceso acompañado del estallido de una burbuja especulativa colosal, seguido de algunas décadas perdidas?» (Razin y Rosenfield) (12).

Comprendo que un asunto tan complejo como el de la economía china no puede despacharse en pocas líneas. En mi caso, no conozco directamente el país, de manera que mi capacidad de análisis está muy limitada. Advertido esto, me parece que no se percibe la dificultad de que China continúe creciendo indefinidamente a un ritmo tan espectacular, con crecimientos tan modestos en las economías también de los países desarrollados.

El modelo de crecimiento de China es conocido a grandes rasgos. Se basa en exportaciones masivas, bajos salarios, alta tasa de ahorro y subvaloración de su moneda. El resultado es una acumulación extraordinaria de recursos financieros que se emplean, sobre todo, en compras de materias primas y bonos de países con déficit públicos, en particular de Estados Unidos. En síntesis, China se ha convertido en el principal banquero del mundo.

(12) RAZIN, A. and ROSEFIELDS, S.: «Currency and Financial Crisis of the 1990s and 2000s», *NBER*, número 16.754, febrero de 2011. El lector interesado en la dualidad de la economía japonesa y en las consecuencias del estallido de la burbuja puede recurrir a mi libro sobre Japón: *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*, editorial Témpora, Madrid, 2003.

La continuidad de esta situación creo que tropezará con obstáculos internos y externos. De orden interno es la anomalía de un férreo sistema político y una bullidora economía de mercado, con desigualdades crecientes de la renta y la riqueza.

En el orden externo, es clave la infravaloración del tipo de cambio. El vigor de las exportaciones chinas contrasta con la postración de las manufacturas norteamericanas y la creciente alarma que provoca la situación. Si China insiste en mantener la situación actual, una pérdida de valor del dólar puede implicar el deterioro de la cartera de bonos del Tesoro americano propiedad de China.

China financia en buena medida el déficit norteamericano en una situación que se ha equiparado al «equilibrio del terror atómico». Ninguno de los dos países tiene una posición de dominio absoluto. China esgrime la amenaza de no seguir financiando el déficit público americano; Estados Unidos advierten de la posibilidad de medidas de protección y, de forma más velada, que una caída del dólar supondría una reducción, en términos reales, de la riqueza financiera acumulada por China.

Lo que intento poner de relieve con estas breves consideraciones es la situación de inestabilidad potencial y la necesidad de que se llegue a una posición más equilibrada que pasaría, seguramente, por una reducción de la generación de excedentes de China, y una disminución de las necesidades de financiación exterior de Estados Unidos.

La tendencia hacia una posición más equilibrada se ve reforzada por un doble hecho: por una parte, la infravaloración de la moneda china impide contener su inflación; del lado norteamericano, la interpretación más oficial de la crisis (la esgrimida por la Reserva Federal) es que el exceso de ahorro chino (*saving glut*), canalizado hacia Estados Unidos, con la garantía de éste, indujo a tipos de interés bajos que alimentaron la burbuja inmobiliaria.

De manera que en la opinión pública americana está calando la idea de un intercambio desigual: el tipo artificial de la moneda china fuerza a una competencia injusta a las manufacturas americanas, y los excedentes financieros del superávit comercial sirven para alimentar los desequilibrios –burbujas– que han desembocado en la crisis financiera actual.

En síntesis, la sociedad china está forzada a realizar reformas estructurales de gran calado que son complejas de implementar, requieren un periodo dilatado de tiempo, y ponen en marcha una dinámica de difícil

control y resultados inciertos. Del éxito de sus reformas depende la continuidad de su espectacular desarrollo (13).

Me parece importante insistir en la complejidad del proceso de ajuste para reconducir el desequilibrio actual. La idea de una China egoísta, de una parte, con moneda infravalorada que genera excedentes financieros gigantescos; y de Estados Unidos, de otra, con escaso ahorro viviendo por encima de sus posibilidades, puede sugerir que una revalorización de la moneda china (*renminbi*), y el aumento de su consumo nacional reduciría las tensiones inflacionistas en China y equilibraría la balanza por cuenta corriente con Estados Unidos.

Ese ajuste es muy difícil de realizar; como he señalado, además, sería un proceso lento; por último, la cuestión no reside sólo en la balanza de pagos. Tres consideraciones me parecen convenientes:

1. La revalorización de la moneda china no supondría necesariamente el equilibrio en la balanza por cuenta corriente.
2. No sería fácil, ni rápido, que se produjera un aumento sustancial del consumo en China.
3. La cuestión no reside sólo en la balanza por cuenta corriente (un flujo) sino en el *stock* de recursos financieros acumulados y en el volumen total de transacciones financieras.

Me referiré, muy brevemente, a los tres puntos citados. En cuanto a la revalorización del renminbi, las diferencias salariales entre China y el mundo desarrollado son tan espectaculares que una modificación del tipo de cambio, por dramática que fuera la alteración, seguramente no se traduciría en un equilibrio en la balanza por cuenta corriente.

Eso es, al menos, lo que sugiere el ejemplo japonés. A comienzos de la década de los años setenta del pasado siglo, hacían falta 300 yenes para comprar un dólar; en los años ochenta el promedio fue de 200 yenes; y en el primer decenio del siglo actual se redujo a 114 yenes. El proceso continuado de apreciación del yen mediante acuerdos internacionales, que se prolonga hasta el momento actual, no ha corregido, sin embargo, el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente entre Japón y Estados Unidos (14).

(13) El ensayo de PRASAD, E. S. analiza estas reformas: «Is the Chinese growth miracle built to last?», *China Economic Review*, número 20, pp. 103-123, 2009.

(14) KING, S. D.: *Losing Control. The Emerging Threats to Western Prosperity*, p. 78, Yale University Press, Great Britain, 2010.

Respecto a que se produzca un aumento sustancial del consumo en China y se reduzca la tasa de ahorro, la experiencia de lo sucedido en el actual milenio, no avala esas expectativas. La inversión en China creció hasta llegar al 45% del PIB cuando estalló la crisis financiera en el año 2007, pero el ritmo de generación del ahorro fue aún superior. En los primeros años del milenio, el ahorro fue impulsado por las familias; más tarde, fueron las empresas las generadoras hasta suponer cerca de la mitad del ahorro total (15).

La frugalidad, la alta propensión al ahorro de la familia china, tiene causas estructurales que se irán moderando con el paso del tiempo, pero no cabe esperar ajustes radicales inmediatos. No existe una cobertura amplia ni generalizada de pensiones públicas; tampoco las familias pueden confiar en la atención tradicional filial de otros países de Asia, puesto que la política de control de la natalidad, y el aumento de la esperanza de vida, hace recaer sobre cada persona activa actual una carga extraordinaria (16).

Por último el desequilibrio en la balanza por cuenta corriente expresa el saldo de las corrientes comerciales y de transferencias corrientes; siendo importante esta magnitud tiene una relevancia decreciente en relación a los movimientos internacionales de capital, los cuales, como la actual crisis financiera ha demostrado, asumen el protagonismo fundamental para comprender el riesgo sistémico potencial que entrañan los elevadísimos volúmenes de transacciones internacionales.

El Banco Internacional de Pagos de Basilea, en su último Informe Anual expresa con claridad donde reside la capacidad potencial de perturbación financiera:

«Los peligros asociados a desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente, y a los flujos netos de capital son importante, pero la crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad de apuntar más lejos. Si queremos apreciar todos los efectos de los riesgos crecientes de los desequilibrios financieros, debemos considerar también los flujos financieros brutos. Las entradas y salidas financieras brutas son sustancialmente mayores que los flujos netos

(15) OBSTFELD, M. and ROGOFF, K.: «Global Imbalances and the Financial Crises. Products of Common Causes», documento preparado para el Banco de la Reserva Federal de San Francisco, *Asia Economic Policy Conference*. Santa Bárbara. C.A., octubre, 18-20 de noviembre de 2009.

(16) RAJAN, R. G.: *Fault Lines, opus citada*.

asociados con la balanza por cuenta corriente y son importantes aunque el saldo de la balanza por cuenta corriente sea reducido. Son estos flujos brutos, no los netos, los que deben reasignar el sector financiero receptor; y un parón súbito de éstos supone un riesgo para la economía que los recibe.»

Los flujos financieros brutos suponen también una amenaza en la medida en que contribuyen a aumentar la vulnerabilidad de los balances interconectados de las instituciones financieras, empresas, y familias en todo el mundo (17).

Todo lo anterior pone de relieve la necesidad de resolver desequilibrios tan importantes, con ajustes dolorosos y dilatados en el tiempo, mediante acuerdos internacionales que regulen tanto los tipos de cambio como los flujos internacionales de capital. Se evoca el orden cambiario y financiero del periodo de Bretton Woods (1946-1973) con organizaciones supranacionales con capacidad normativa y decisoria. No cabe ser muy optimista al respecto. El gobernador del Banco de Inglaterra, ha manifestado recientemente su inquietud:

«Todavía no se ha reconocido la necesidad de actuar a favor del interés colectivo; a menos que esto suceda, será sólo una cuestión de tiempo que un país o varios recurran al proteccionismo como el único instrumento nacional para reconducir el desequilibrio. Esto podría dar lugar, como en la década de 1930, a un colapso desastroso en la actividad en todo el mundo» (18).

No parece, sin embargo, que las ideas imperantes en todas las naciones coincidan en la necesidad de un acuerdo global que ponga coto a los desequilibrios, regulando los tipos de cambio y las transacciones internacionales. Los intereses y, sobre todo, las ideas, se limitan, hasta ahora a restañar las grietas más evidentes que han dado lugar a la crisis financiera internacional. Ni siquiera en esta dirección las reformas tienen la suficiente enjundia ni alcance internacional.

Dos ejemplos son suficientes para mostrar también el escaso calado de las reformas:

(17) *Annual Report*, número 81, p. 34, *opus citada*.

(18) KING, M.: «Global imbalances: the perspective of the Bank of England», *Financial Stability Review*, número 15, pp. 73-80, Banque de France, la cita corresponde a la p. 79, febrero de 2011.

1. Las agencias de calificación –*rating*– tienen ahora mayor protagonismo, después de haber sido un elemento clave y necesario para engendrar la crisis financiera.
2. Los grandes bancos de inversión, ahora bajo el paraguas de la Reserva Federal, y formando parte de la decena de corporaciones financieras que controlan recursos, mercados y transacciones en el mundo, siguen teniendo el mismo protagonismo que antes de la crisis; ni siquiera se han inhibido en seguir con sus desmesuradas y escandalosas recompensas.

El futuro de la Unión Monetaria Europea (UME)

El título de este tercer desequilibrio es expresivo pero pretencioso. Naturalmente no sé –ni yo ni nadie– lo que puede acontecer. Me atrevo, no obstante, a especular a partir de esta idea: la situación actual es insostenible; es inevitable un cambio profundo en las relaciones entre los países que integran la UME. Por supuesto, todo cambia, todo fluye; lo que planteo es que estamos abocados no a una evolución moderada de las variables, sino a una mutación importante del modelo actual; a un punto de inflexión, a un *turning point*.

Empezaré con una obviedad: la UME ya no existe; sigue el euro, pero un objetivo esencial de la moneda única: el mercado financiero común, se agrietó con la crisis financiera y se está desmoronando de forma acelerada. Dos observaciones al respecto:

1. Hasta la crisis financiera existía un espacio financiero prácticamente unificado, como prueban las reducidas diferencias en las rentabilidades entre los bonos públicos de los países. Los pequeños diferenciales eran expresión de la liquidez de los bonos, función de la dimensión del *stock* de deuda susceptible de contratación en cada país. El bono alemán era ligeramente menos rentable que el portugués porque la liquidez del primero era mayor. Lo que deseo enfatizar es que las diferencias no respondían a la «garantía» que se presumía similar. El factor unificador de los tipos de interés fue la desaparición de tentaciones inflacionistas, puesto que el Banco Central Europeo vigilaría que no se produjeran.
2. La crisis financiera lo que ha puesto en evidencia es la distinta situación de los países. La crisis ha afectado de forma diferente a Grecia, a España o a Alemania. Nosotros, como Irlanda, hemos sufrido una burbuja inmobiliaria que ha provocado la nacionalización de la banca

irlandesa y una difícil situación en las Cajas españolas. Alemania no ha tenido ninguna burbuja pero sus bancos han acumulado activos tóxicos (y deuda pública de otros países de la UME) que precisan saneamiento. En definitiva, la crisis financiera ha incidido de forma distinta sobre la situación económica y financiera de los países.

En Europa estamos viviendo una ficción y engañándonos sin atrevernos a mirar de frente la situación, seguramente porque no sabemos cuáles serían las reformas institucionales que permitirían recomponer la unidad. No conocemos tampoco la respuesta de los países ante cada alternativa. Lo único que se percibe con claridad es que la situación actual es insostenible.

Los países del Sur abogan por una garantía unificadora, de ahí las propuestas de emisiones de bonos europeos o de garantías solidarias. Los países del Norte (Alemania y el expresivo resultante político de las elecciones en Finlandia) no aceptan, ni creo que lo hagan en el corto y medio plazo, respaldar la deuda pública de los países con problemas.

Se argumenta que la única solución es dar pasos decididos hacia la unificación política y fiscal de Europa. ¿Es realista esa pretensión en un futuro inmediato?

Las declaraciones públicas resultan cada vez menos creíbles y, lejos de tranquilizar, reducen la confianza de la opinión pública, pero no consiguen engañar a los mercados financieros. Me recuerdan la situación previa a la crisis financiera a la que ya he aludido. Si los activos financieros con respaldo hipotecario tenían la misma calificación (AAA) que los bonos del Tesoro americano, ¿por qué su rendimiento era un 3% mayor? Ahora conocemos la respuesta: porque tenían mayor riesgo de impago.

Lo mismo sucede ahora. Los bonos griegos, irlandeses y portugueses ofrecen un riesgo muy superior al alemán. Por eso, los mercados exigen rentabilidades mucho más altas a la deuda pública griega, irlandesa, portuguesa y, en menor medida, española.

Los países en apuros han incurrido en deudas voluminosas (públicas y privadas) puesto que durante años han (hemos) vivido por encima de sus posibilidades, con el señuelo de tipos de interés bajos, y fácil acceso a los mercados financieros, al amparo de una moneda fuerte. Cuando el espejismo ha desaparecido, y los mercados han advertido la distinta situación (y sobre todo que no existía voluntad en la UME de garantizar

el buen fin de la deuda), han exigido rentabilidades acordes con el riesgo que se estima muy elevado.

La acumulación de deuda exige la reducción; eso no es posible con la deuda pública, forzada a crecer por las atenciones sociales (paro) y el mayor costo financiero del endeudamiento. En la esfera privada, la caída del consumo de las familias, y de la inversión privada y pública, deja como única vía de crecimiento a las exportaciones. Sin la aportación del comercio exterior no puede crecer la economía ni el empleo. Conseguir el superávit comercial necesario exige la mejora de la competitividad. Esa es la esencia de la cuestión.

Es cierto que en los países periféricos están creciendo las exportaciones espoleadas por la débil demanda interna, pero la brecha de la balanza por cuenta corriente es tan importante que haría falta un sector exportador más potente y un progreso de las exportaciones mucho mayor para que cambiara la situación actual de círculo vicioso: nulo crecimiento, acumulación de deuda, voluminoso déficit público, mayores costes financieros, nulo crecimiento.

En el largo plazo, la mejora de la competitividad depende la educación, la tecnología, y la capacidad empresarial. Eso es el largo plazo. Ahora, la única posibilidad de avances importantes radica en la reducción de los costes de producción, básicamente de los costes salariales, puesto que los financieros están fuera de nuestra capacidad de ajuste (19).

Las alternativas que existen son cinco:

1. Realizar con éxito un durísimo ajuste.
2. Quita de la deuda.
3. Abandonar el euro, lo que provocaría fortísimas devaluaciones.
4. Que se acelere la unificación política y fiscal de los países de la UME.
5. Que se planteé una Europa con dos velocidades. Haré una referencia telegráfica a cada una de las cinco opciones.

La opción primera: realizar con éxito un durísimo ajuste, exige un sacrificio tan radical que no creo que sea posible para algunos de los países,

(19) La deflación de precios y salarios para mejorar la competitividad y equilibrar las cuentas exteriores, es una operación difícilísima. En un trabajo del Banco Mundial se estima, a partir de la experiencia histórica, que sólo se ha conseguido en el 5% de las situaciones, véase FAVARO, E.; LI, Y.; PRADELLI, J. and DOORN, R. van: «Europe's Crisis: Origins and Policy Challenges», en PRIMO BRAGA, C. A. and VICELETTE, G. A. (eds.): *Sovereign Debt and the Financial Crisis. Will this time be different?*, The World Bank, Washington, D.C., 2001.

sin riesgo claro de ruptura social y política. El objetivo es restablecer la capacidad competitiva de los países lo cual exige una deflación de precios y salarios (20) y la reducción del gasto público, incluida la poda del Estado de bienestar.

Es una operación muy compleja desde la perspectiva social puesto que el sacrificio se repartiría de forma desigual entre sectores y rentas, según la capacidad de resistencia, de presión, y de la conexión con el exterior; y el ajuste requeriría un periodo amplio de tiempo en el cual serían visibles las diferencias entre los afectados. En el plano económico, el ajuste afectaría negativamente al crecimiento económico, que es la variable esencial de la que depende la capacidad de pago de una nación para hacer frente al conjunto de sus obligaciones financieras. Podríamos tener, así, un escenario de dolorosos ajustes en la producción y en el empleo, al tiempo que se elevaría la factura financiera por las mayores exigencias de nuestros acreedores, temerosos de que el escaso crecimiento de la economía comprometa la capacidad de atender el servicio de la deuda.

En mi opinión, no creo que una operación de ese tipo pueda tener éxito en Grecia, Irlanda y Portugal, dada la magnitud del ajuste preciso. Tengo dudas respecto a España y a Italia. En nuestro caso si se hubiera realizado un plan de estabilización en toda regla, dirigido por alguien con credibilidad y prestigio, hubiera sido posible llevar a cabo una operación de ajuste. Se ha perdido tanto tiempo que me parece cada vez más difícil que un plan de estabilización, fruto de un acuerdo nacional, pueda realizarse con éxito.

El hundimiento del sector inmobiliario y constructor, el descenso de la inversión y la atonía del consumo explican el estancamiento de la economía española. La situación de las empresas, con la demanda interna deprimida, y sin crédito bancario, es sumamente precaria y explica la magnitud del desempleo. Solamente el turismo, y la actividad internacional de nuestras empresas, alivian la situación, pero en este último aspecto suscita inquietud el exceso de concentración de la inversión española en el exterior, en especial en Brasil. Una posible pérdida de impulso en este país, y no digamos una crisis financiera, tendría efectos extraordinariamente negativos sobre nuestra economía.

(20) Un análisis, certero en mi opinión, de las alternativas es el de KRUGMAN, P.: «Can Europe be Saved?», *The New York Times*, 12 de enero de 2011.

En el caso de Grecia, Portugal e Irlanda, no se está haciendo ningún favor a estos países prolongando esta situación, que conduce a un progresivo agravamiento y a provocar la crispación social. La opción –menos mala– es no prolongar la ficción actual. Es preferible negociar la salida del euro de estos países y ayudarlos a reorganizar su economía con una moneda propia que mejore su competitividad. Si no se hace esto, el final será el mismo pero más traumático, doloroso, con mayor frustración y resentimiento hacia la Unión Europea.

En cuanto a España, advertida la dificultad de la operación, el camino a seguir está claro: es preciso intentar la deflación de precios y salarios, mejorando la competitividad para reducir el endeudamiento de los agentes económicos y la dependencia financiera del exterior. Dos requisitos serían necesarios para que esta operación pudiera tener éxito: primero, decir la verdad respecto a la situación y alternativas con toda crudeza; segundo, que la operación estuviera respaldada por las principales fuerzas políticas, sin que ninguna pudiera aprovechar las inevitables dificultades del largo y complicado empeño.

La opción segunda: quita de la deuda. Supondría un duro golpe para la confianza y credibilidad del país que la realizara que se vería apartado de los mercados financieros internacionales durante un tiempo difícil de precisar. Resultarían afectados y decepcionados los acreedores internacionales incluidos los bancos tenedores que se verían forzados a sanear sus balances. Naturalmente, los perjuicios se extenderían también a los acreedores nacionales, incluido el sistema bancario, los fondos de pensiones privados, y la Seguridad Social, que en España, invierte prácticamente en exclusiva en deuda pública nacional.

La opción tercera: abandonar el euro. Tiene distintas variantes: que la abandonen países incapaces de soportar la disciplina que impone una moneda fuerte, o que lo deje Alemania y su área de influencia más directa (Austria y Holanda). En el caso de los países más debilitados, entre ellos España, el abandono del euro implicaría una fortísima devaluación frente a los países con moneda fuerte, y la súbita elevación, en términos reales, del endeudamiento con el exterior, afectando directamente a empresas y sector financiero. Sería un golpe terrible para la economía y el prestigio del país, de consecuencias imprevisibles.

La opción cuarta: aceleración de la unificación política y fiscal es lo que se está intentado apremiados por la presión de los mercados financieros.

Es un camino largo, muy difícil, y la operación estaría sujeta a vaivenes políticos, en un clima de opinión en Alemania que contempla el respaldo y la implicación germana con creciente reticencia.

La opción quinta: Europa a dos velocidades. Es una posibilidad que implicaría una devaluación efectiva de los países menos favorecidos respecto al núcleo germano; tendría la ventaja, sin embargo, de que los países con problemas mantendrían el euro como moneda. Una de las cuestiones que se plantearían es el lugar de Francia, tema espinoso y muy difícil de resolver. Si Francia se uniera al núcleo duro, no le sería fácil seguir su disciplina y resistir la competencia creciente de España e Italia con moneda devaluada. Si se posicionara con Italia, España y los demás, supondría una humillación para los franceses aunque tendría la ventaja de mayor competitividad frente al área germana. No pueden ocultarse las implicaciones militares de esta opción; Alemania es una gran potencia económica, pero Francia tiene la mayor capacidad militar de Europa, junto con el Reino Unido.

Examinadas las opciones se pone de relieve la compleja situación de Europa. La trampa en la que se encuentra la UME es de extraordinaria gravedad. Está forzada a elegir entre permitir la continuidad de una situación que el tiempo agrava o promover la revisión dolorosa de un esquema a todas luces insostenible.

Los economistas y la crisis financiera

La crisis financiera ha dejado como herencia también el descrédito de los economistas. Se nos reprocha que no la hayamos previsto y que incluso cuando los negros nubarrones apuntaban la tormenta se negara la evidencia del peligro.

Con la perspectiva actual, produce asombro la confianza en la prolongación indefinida del periodo conocido como la «Gran Moderación», esto es, la década que finaliza en el otoño del 2007. Fue una etapa de crecimiento económico sostenido, con estabilidad de precios, que alentó la creencia de que se había logrado, al fin, el control del ciclo económico. El mérito se atribuyó, sobre todo, al virtuosismo de los bancos centrales en el puesto de mando del buque económico.

Causa también desasosiego revisar las opiniones de protagonistas muy destacados, tanto en la academia como en los puestos claves de la ges-

tión de la economía. Lucas, premio Nobel, teórico de las expectativas racionales, aseguraba en el año 2003 que las depresiones eran cosa del pasado; el Fondo Monetario Internacional, en un informe sobre la estabilidad financiera en el año 2006, mostraba su confianza en la solidez de los sistemas bancarios; Bernanke, al frente de la Reserva Federal, y Paulson, secretario del Tesoro, no advertían en el verano del 2007 signos de inquietud.

Sobre todos ellos destacaba la exultante confianza de Greenspan que desde el año 1987 a 2005 dirigió la Reserva Federal y se erigió en el más firme defensor de: la competencia sin freno en las finanzas; del refinamiento en la determinación de los precios de los productos derivados; y de la capacidad de autorregulación de los mercados.

El libro de *Memorias de Greenspan*, entregado a la imprenta en junio de 2007 (21), muestra con nitidez sus convicciones:

«Puesto que los mercados se han vuelto demasiado complejos para una intervención humana eficaz, las políticas anticrisis más prometedoras son las que mantienen la máxima flexibilidad de mercado: libertad de acción para agentes clave como los hedge funds, los private equity funds y los bancos de inversión» (p. 566).

«La vigilancia del sector público ya no está a la altura de la tarea (se refiere a la regulación y supervisión). Los ejércitos de supervisores que harían falta para mantener controladas las transacciones globales de hoy en día socavarían con sus acciones la flexibilidad financiera tan esencial para nuestro futuro. No tenemos alternativa sensata a dejar que los mercados funcionen. El fracaso del mercado es la rara excepción, y sus consecuencias pueden aliviarse mediante un sistema económico y financiero flexible» (p. 569).

Greenspan, en su confesada condición de libertario (p. 574), ha sido el inspirador fundamental de la configuración de las finanzas que han culminado en el desastre financiero que estamos sufriendo. Como se ha destacado, en su autobiografía antes citada, de más de 500 páginas, términos como «hipotecas subprime» o «préstamos abusivos» no merecen mención (22).

(21) GREENSPAN, A.: *La era de las turbulencia. Aventuras en un nuevo mundo*, primera edición en inglés de 2007, edición en español, Ciro Ediciones, Barcelona, 2011.

(22) MCLEAN, B. and NOCERA, J.: *All the Devils are here. The Hidden History of the Financial Crisis*, Portfolio-Penguin, Estados Unidos, 2010.

Tanta confianza en el automatismo de los mecanismos de ajuste recuerda la advertencia de Keynes cuando señaló en su *Teoría general* que el optimismo de la teoría clásica tradicional ha hecho que se considere a:

«Los economistas como cándidos, que, habiendo abandonado el mundo para cultivar sus jardines, enseñan que todo se comporta como el mejor de los mundos posibles, con tal de que le dejemos en libertad...» (23).

Hubo, sin embargo, economistas que advirtieron la vulnerabilidad creciente de las finanzas y la posibilidad de perturbaciones financieras de gran calado. En el Banco Internacional de Pagos de Basilea, un conjunto de investigadores –Borio y White de manera destacada– previnieron repetidamente en los años 2000 que la aparente estabilidad de la economía estaba generando una inestabilidad financiera potencial que podía aflorar en forma de crisis.

En el terreno académico, Shiller, Roubini, Rajan y Stiglitz mostraban su inquietud sobre los excesos en las valoraciones. Matemáticos como Taleb denunciaban la excesiva confianza depositada en los cálculos de riesgo que infravaloraban la probabilidad de acontecimientos anormales.

Estos economistas avisaron de inconsistencias, burbujas, exageraciones y, en general, de desviaciones respecto a los fundamentos que históricamente habían sostenido a las valoraciones de los activos. Sus observaciones no fueron tenidas en cuenta por la opinión mayoritaria que sacralizaba el juicio de millones de inversores muy bien informados. Las críticas de estos economistas se fundamentaban en dos aspectos del tiempo, variable clave en economía; el primero, que la tendencia explosiva de las valoraciones era cada vez más difícil de justificar y que no era razonable suponer una extrapolación indefinida de los precios; el segundo, que los altos precios de los activos superaban las cotas que se habían alcanzado en la Historia.

Uno de los economistas citados, de los «Casandras», Rajan intervino en la reunión de banqueros centrales en Jackson Hole en el 2005, destinada a glosar la dilatada trayectoria de Greenspan al frente de la Reserva Federal (1987-2005). En su documento (24) advertía del riesgo sistémico

(23) KEYNES, J. M.: «The General Theory. 1936», *The Collected Writings*, volumen VII, la cita corresponde a la p. 33.

(24) RAJAN, R. G.: «Has Financial Development Made the World Riskier?», *Working paper*, septiembre de 2005, International Monetary Fund, también en *NBER*, número 11.728, octubre de 2005.

que podía derivarse de los estímulos inadecuados que se transmitían en el sistema financiero. Su intervención causó conmoción. Con sus palabras:

«No pude, sin embargo, prever la reacción de los asistentes a la conferencia, normalmente amables. Sólo exagero un poco si digo que me sentí como un antiguo cristiano que hubiera caído en una reunión de leones medio hambrientos» (p. 3).

Uno de los más críticos con Rajan en esa reunión fue Summers, que fue secretario del Tesoro con Clinton y era entonces presidente de la Universidad de Harvard. Summers comparó el desarrollo del sector financiero con la historia de la aviación comercial; un desastre ocasional no podía obviar el hecho de que llegar desde A hasta B era ahora mucho más fácil y seguro, añadiendo que lo sucedido en el mundo financiero era claramente positivo (25).

Los economistas críticos analizaron las consecuencias del riesgo moral, de la información asimétrica, y de las conductas gregarias de los mercados, aspectos fundamentales de la crisis financiera actual, pero la doctrina predominante, e interesada, ignoró estas advertencias. Las burbujas ofrecían beneficios extraordinarios y generalizados a los gobiernos, a entidades bancarias y financieras, a partícipes de los fondos de pensiones y, también, a muchos economistas académicos beneficiarios de contratos de consultoría con instituciones financieras muy bien remunerados.

Eichengreen ha expuesto con mucha claridad la situación:

«... el problema reside no tanto en la insuficiencia del aparato teórico como en la lectura selectiva que se ha hecho de él. Una lectura selectiva orientada por el entorno social que indujo a los que adoptaban las decisiones a elegir las teorías que soportaban la adopción de riesgos excesivos. No se consideraron las alarmas por los gestores de riesgo en las grandes instituciones financieras, ni por los economistas académicos que preveían la justificación de las decisiones financieras. La consecuencia fue que se ignoraron las advertencias de un potencial desastre. Y el resultado fue una calamidad económica de un nivel no conocido por cuatro generaciones» (26).

(25) CASSIDY, J.: *How Market Fail. The Logic of Economic Calamities*, Picador, Estados Unidos, 2010.

(26) EICHENGREEN, B.: *The Last Temptation of Risk*, pp. 1-7, National Interest *on-line*, 30 de abril de 2009.

Ni los economistas –ni nadie– pueden predecir el futuro. Pueden, sin embargo, analizar la mayor estabilidad o inestabilidad de las tendencias y pronunciarse al respecto. Por modesto que parezca este objetivo, no es un logro menor advertir de inconsistencias y desmesuras que dificulten, o impidan, que el futuro se comporte según el patrón del pasado, aunque éste se haya mantenido durante un espacio temporal amplio que lleve a considerar estable la situación.

Dos líneas críticas al desarrollo reciente de la ciencia económica me parecen justificadas:

- La primera, que la economía académica se ha preocupado demasiado por la sofisticación matemática, identificándola con el rigor analítico, y menos por los aspectos institucionales e históricos.
- La segunda, que los modelos macroeconómicos han ignorado el papel de los sistemas financieros, en particular los aspectos sistémicos e internacionales.

La consecuencia ha sido la pérdida de contacto con la realidad, la incapacidad para comprender el comportamiento y la interrelación de los agentes económicos en la vida real. Esto no es, sin embargo nuevo. En el año 1932, en el tercer año de la Gran Depresión, Keynes denunció que la opinión pública y el sentido común habían apoyado la opción de promover la inversión, y esa era una razón importante que explicaba la falta de crédito de los economistas:

«Creo que esa es la explicación de fondo de la escasa consideración que se tiene a los economistas como expertos prácticos y la resistencia de los gobernantes a aceptar su consejo. Porque ahora me parece que los economistas, con su devoción a una teoría de equilibrio automático, han estado, en conjunto, equivocados en sus consejos y que el instinto de los hombres prácticos ha sido el más sensato» (27).

Consideraciones finales

La crisis financiera que estamos sufriendo es la mayor perturbación desde la Gran Depresión y, como en ésta, la normalización llevará mucho

(27) KEYNES, J. M.: «Historical Retrospect», *The Collected Writings*, volumen XIII, pp. 406-407.

tiempo, exigirá reformas sustanciales en las finanzas nacionales, y también a escala internacional.

Desde la Segunda Guerra Mundial, los países occidentales tuvieron una larga etapa de estabilidad financiera hasta la década de los años ochenta. A partir de entonces, la progresiva liberalización financiera ha ido acompañada de frecuentes crisis, con inflación controlada, hasta culminar en la «Gran Moderación» de los años anteriores al 2007, cuando parecía que tanto la inflación como el ciclo económico estaban bajo control.

La crisis financiera que estalló en el otoño del 2007 ha puesto de relieve que por debajo de la tersa superficie de la inflación contenida, había un mar de fondo cuyas manifestaciones eran las burbujas en la valoración de los activos.

En la crisis financiera actual han tenido especial responsabilidad los reguladores y supervisores del sistema financiero de Estados Unidos que relajaron, e incluso incumplieron, su misión de vigilancia y control, contagiados por el torbellino del dinamismo del mercado, y también cediendo a la presión de los intereses de los principales protagonistas. El fracaso de los reguladores y supervisores ha inducido a proponer la creación de una institución de nuevo cuño, con cautelas para garantizar una independencia absoluta, dedicada a pronunciarse sobre los efectos sistémicos de las innovaciones y de las prácticas de los agentes en las actividades financieras (28).

Hay acuerdo general en apuntar hacia el aumento de la deuda (pública, empresarial y familiar) esto es, el incremento del apalancamiento (*leverage*), como el factor esencial de la vulnerabilidad financiera que ha provocado la gravedad de la crisis actual. Se impone, pues, un adelgazamiento de ese nivel de deuda. Las familias y las empresas ya lo están haciendo; el sector público, sin embargo, sigue aumentando su endeudamiento para atender a las necesidades de la propia crisis, en especial al saneamiento de los balances bancarios muy afectados por el desplome de las cotizaciones de activos mobiliarios e inmobiliarios.

(28) Véase la propuesta de LEVINE, R.: «The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crises», *Working paper*, número 329, BIS, noviembre de 2010. REINHART, C. M. and ROGOFF, K. S.: «A Decade of Debt», *NBER, Working paper*, número 16.827, febrero de 2011. REINHART, C. M. and SBRANCIA, W. B.: «The Liquidation of Government Debt», *Working paper*, números 10-11, Peterson Institute for International Economics, abril de 2011.

Pero se tiene conciencia de que el nivel de endeudamiento público está llegando a cotas insostenibles; se considera como una herencia negativa la masa de deuda pública que es preciso reducir en términos reales en el futuro.

Una serie de estudios se están planteando como puede conseguirse la reducción del endeudamiento en términos reales (29).

Permítaseme que cite un párrafo que es suficientemente explícito de las opciones que existen:

«A lo largo de la Historia, los *ratios* de deuda-PIB se han reducido por: 1. Crecimiento económico. 2. Importantes ajustes fiscales y planes de austeridad. 3. *Default* explícito o reestructuración de deuda pública y privada. 4. Inflación súbita e inesperada. 5. Represión financiera acompañada de inflación» (Reinhart y Sbrancia, 2011; p. 2).

Me referiré a continuación a la posibilidad de que podamos asistir a una etapa de represión financiera. Por ese mecanismo podrían trasladarse a ahorradores y beneficiarios de fondos de pensiones, muy orientados hacia la renta fija, las consecuencias negativas de la crisis financiera.

Los estudios citados en la nota de pie de la página 29 permiten las siguientes observaciones:

- Entre los años 1946 y 1980 el rendimiento de la deuda (pública y privada), en términos reales, fue negativo; es decir, los inversores en renta fija perdieron riqueza. El efecto es el mismo que si hubieran soportado un impuesto superior al rendimiento de los títulos de deuda en términos nominales.
- El periodo 1946-1980 fue de represión financiera, esto es, de finanzas muy reguladas con tipos de interés fijados por el Estado y con un régimen de competencia limitado para las entidades financieras.
- El periodo más amplio 1900-2010 incluye las décadas de represión y también la de liberalización. Los rendimientos de la renta fija, aunque inferiores a los de la renta variable, son ya positivos.

Es pertinente concluir, pues, que en periodo de represión financiera los que sufren más son los inversores en renta fija. La etapa de 1946-1980 fue un periodo de digestión de la masiva deuda acumulada por la Se-

(29) REID, J.: *Global Market Research*, Deutsche Bank, 10 de junio de 2011.

gunda Guerra Mundial y por la acción intervencionista e inversora de los gobiernos.

En España ese fenómeno fue especialmente agudo. El rendimiento del ahorro, situado en su inmensa mayoría en depósitos de Bancos y Cajas, era de forma continuada varios puntos inferiores a la tasa de inflación. El impuesto implícito sobre el ahorro fue fundamental para financiar el intervencionismo del Estado.

Hablar a estas alturas de que puede avecinarse otra etapa de «represión financiera» como fórmula para reducir el peso de la deuda pública, puede producir sorpresa. No está, desde luego, en consonancia con las dos décadas de liberalización de los mercados, con plena autonomía de organización, que ha sido el eje vertebrador de las finanzas hasta la crisis del año 2007.