

A propósito de la crisis financiera actual

La crisis financiera que ya se ha instalado en nuestra sociedad tuvo su origen en las actividades realizadas en EE.UU. por las entidades financieras que idearon e innovaron nuevos productos financieros para trasladar y socializar sus riesgos al resto del sistema. La globalización ha hecho posible que estos riesgos se extiendan por todo el planeta y el problema es el desconocimiento exacto de la situación real de los balances de las entidades financieras. Ello ha provocado una desconfianza general y una falta de liquidez en el mercado interbancario. En este artículo se reflexiona acerca de si la revolución que está teniendo lugar en las finanzas se encuadra en una evolución donde el refinamiento, la sofisticación, y la confianza al suponer mayor capacidad de prever el futuro, no está desencadenando sistemáticamente un aumento de la propensión al riesgo que pueda finalizar en episodios de crisis financiero-económica de una magnitud tal que excediera a la posibilidad de control por parte de las autoridades.

Gaur egun gure gizartean kokatu dan krisi finantzarioaren jatorria arriskuak sistemaren enparatura lekualdatzeko eta sozializatzeko erakunde finantzarioen jardueratan eta sortu dituzten produktu finantzari berrietan dago. Globalizazioak posible egin du arrisku hauen hedadura planeta guztira eta arazoa da erakunde finantzarioen balantzeen benetako egoeraren ezjakintasun zehatza. Honek sortu du mesfidantza orokorra eta likidezia falta bankuarteko merkatuan. Artikulo honetan gogoeta bat egiten da gaur egun finantza munduan ematen ari dan iraultzaz, eta adierazten da fintasunak, sofistifikazioak eta konfiantzak etorkizuna aurrikusteko gaitasun haundiago bat suposatuz ez ote duen sistematikoki arrisku joeraren areagotze bat sortuko, eta ez ote gaituen azken finean bere tamainagatik agintarien kontroletik kanpo geldi daiteken krisi ekonomiko finantzario batera eramango.

The financial crisis that has already settled in our society began with the activities performed in the USA by the financial entities that conceived and innovated new financial products in order to move and socialize their risks to the rest of the system. Globalization has allowed these risks to spread all over the planet and the problem is the acute ignorance of the actual situation in the balances of the financial entities. This has caused a general distrust and a lack of liquidity in the inter-banking market. This article reviews whether the revolution taking place in the finance field is framed in an environment where refinement, sophistication and trust, as they suggest a greater capacity to predict the future, are not unleashing a systematic increase in the tendency of risk that may end up in financial-economic crisis episodes of such a dimension that may exceed the possibility of control by the authorities.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Los errores en la previsión
 3. Crisis financiera
 4. La Gran Depresión y la formación de los economistas
 5. Aspectos comunes a las crisis financieras
 6. Actitud de las autoridades ante las perturbaciones financieras
 7. Nota final
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: crisis financiera, Gran Depresión, burbuja tecnológica

Keywords: financial crisis, Great Depression, technology bubble

N.º de clasificación: JEL: E58, G15, O16

1. INTRODUCCIÓN

Estamos inmersos en otra crisis financiera. En estos días, las noticias financieras y la evolución de los mercados bursátiles giran en torno a pérdidas extraordinarias en bancos y casas de bolsa de primerísimo nivel, a la dimisión o despido de los principales ejecutivos, y a las decisiones de los bancos centrales para intentar restablecer la normalidad en los mercados.

El mal funcionamiento de los mercados, en especial la falta de liquidez en el interbancario, se atribuye a la desconfianza de los partícipes. Esta desconfianza se basa en el desconocimiento del grado de impli-

cación de las entidades que participan, la situación real de sus balances. Tres hechos me parece que deben destacarse:

- 1) La crisis se debe a un error en las previsiones. La realidad no ha respondido a las expectativas con las cuales se hicieron las operaciones de préstamos hipotecarios de alto riesgo (*sub prime*) que están en la raíz del problema.
- 2) La evaluación de las posibles pérdidas arroja cifras descomunales, pero no se conoce todavía el daño final.
- 3) Los banqueros centrales están muy preocupados y adoptan una posición activa bajando los tipos de interés e inyectando liquidez para evitar que la desconfianza paralice el mercado o degeneren en una crisis de crédito.

A estos tres hechos haré referencia a continuación.

* Las ideas de este artículo proceden de la conferencia pronunciada por su autor en la Escuela Universitaria de Estudios Empresariales de la Universidad de Alcalá el 30-11-07 dentro del ciclo: los nuevos retos de una economía abierta.

2. LOS ERRORES EN LA PREVISIÓN

El gran economista de la Universidad de Chicago, F. Knight, señalaba en 1921 en su libro más importante:

«Vivimos en un mundo pleno de contradicción y paradoja, un hecho del cual quizá la ilustración más fundamental es ésta: que la existencia de un problema de conocimiento se debe a que el futuro es diferente al pasado, en tanto que la posibilidad de solución del problema consiste en que el futuro se parezca al pasado».

Hay un libro sugestivo y sugerente de un escritor que admiro –P.L. Bernstein– se titula *Against the Gods* (Contra los Dioses). En él, el autor recorre la historia de la eterna pretensión de los seres humanos: intentar desvelar el porvenir o diseñar medios para cubrirse de perjuicios y catástrofes que puedan producirse sobre vidas o bienes en el futuro.

Mucho se ha avanzado en esa dirección, pero con la sombra implacable que apuntaba Knight: que nuestra capacidad de hacer hipótesis sobre el futuro está ligada al supuesto de que, de un modo u otro, existen pautas en el pasado que nos orientan hacia como puede ser ese futuro.

Pero sobre ese futuro ni sabemos como será con precisión, ni dejamos tampoco de tener indicios. Algo sabemos. El tiempo y la naturaleza del problema están en la base de lo fundamentado de nuestro conocimiento y de nuestras decisiones.

En cuanto al tiempo, cuanto más corto el espacio de tiempo, mayor probabilidad existe que se parezca al momento presente; según nos alejamos en el tiempo, se reduce esa probabilidad. Respecto a la clase de problemas que se plantea, nuestra capacidad de actuar con fundamento depende de su naturaleza.

Pondré un ejemplo. Pronunciarnos sobre cual será la esperanza de vida dentro de veinte o treinta años ofrece el asidero de

tendencias estables. Es cierto que pueden producirse catástrofes o avances científicos que alteren la expectativa de manera radical, pero tenemos una cierta base para formular hipótesis al respecto.

Sobre otras cuestiones, sin embargo, tenemos menos base. ¿Cuál será el precio del cobre dentro de treinta años? Cuando Keynes se planteaba esta cuestión contestaba: simplemente, no lo sabemos. No existe ningún apoyo que nos permita pronunciarnos con un mínimo de rigor acerca del precio del cobre, o del kilovatio, o de la soja, o de los tipos de interés dentro de tres décadas. Es tan grande el número de variables que pueden afectar a ese precio, tan amplio su grado de variación que no es posible. Estaríamos en un caso de lo que el economista inglés denominaba *incertidumbre radical: simplemente no sabemos*.

Pero el que no tengamos bases firmes para formular una predicción no implica inmovilismo. Tenemos que tomar decisiones en condiciones, a veces, de gran incertidumbre. Nos acogemos entonces a dos refugios: tratamos de encontrar en el pasado pautas que nos ayuden en nuestra predicción; o nos inclinamos a suponer que los demás saben más que nosotros e intentamos imitarlos, seguir la estela de sus decisiones.

Buscar en el pasado pistas que nos indiquen cómo pueden desarrollarse los acontecimientos en el futuro es un recurso obligado y en ocasiones fructífero. Los acontecimientos sociales rara vez se repiten con exactitud, pero tampoco cambia radicalmente la situación todos los días. Es más, las constantes básicas pueden mantenerse durante mucho tiempo. Además, a veces, en aspectos parciales, se encuentran precedentes de sucesos o patrones de comportamiento que calmen nuestra inquietud y nuestros nervios ante la incertidumbre. Keynes señalaba:

«La paz y la tranquilidad mental requiere que nos ocultemos a nosotros mismos lo poco que somos capaces de conocer con anticipación».

En ciertas actividades la búsqueda de pistas en el pasado se convierte en profesión bien remunerada. Para tomar decisiones en la Bolsa hay dos métodos de conocimiento: el análisis fundamental y el análisis técnico. Este último se conoce como *chartismo* puesto que consiste en estudiar en gráficos el comportamiento en el pasado de la cotización de una acción, de un sector, del conjunto del mercado, del tipo de cambio, materias primas o cualquier activo que se coticen de forma regular en los mercados. Se trata de predecir el próximo movimiento de una cotización estudiando el comportamiento de ésta en el pasado. Es un análisis a corto plazo que tiene millones de adeptos y practicantes. El analista fundamental, en cambio, intenta predecir el comportamiento de las cotizaciones estudiando los estados contables de las empresas y las variables económicas y financieras que puedan afectarlas y, por tanto, a la cotización; por su naturaleza se trata de predecir a medio y largo plazo. En este enfoque, el estudio del comportamiento de las magnitudes en el pasado también juega un papel importante.

3. CRISIS FINANCIERA

Estas ideas pueden servirnos de preludeo para tratar un tema complejo, importante, y muy actual: la crisis financiera.

¿Qué entendemos por crisis financiera? Se puede caracterizar una crisis financiera como un desorden, una perturbación, consecuencia de excesos anteriores, que afecta a variables financieras con tal intensidad que puede ponerse en peligro el funcionamiento razonablemente ordenado del sistema económico, obligando, por tanto, a las autoridades (Gobiernos y Bancos Centrales) a intervenir para limitar los perjuicios y

evitar que la perturbación degeneren en una crisis económica generalizada.

Ahora estamos inmersos en una crisis financiera originada por las hipotecas de alto riesgo. La crisis anterior fue la burbuja de las acciones tecnológicas, las empresas calificadas como de la «nueva economía» de Internet y de Comunicaciones. Las acciones de las empresas de esos sectores alcanzaron en los últimos años del milenio cotizaciones que «después» el mercado consideró desorbitadas desplomándose con estrépito. Antes de esas crisis, en 1998 tuvo lugar otra en un «hedge fund», el *Long Term Capital Management* (LTCM) que obligó a la Reserva Federal a organizar un consorcio de salvadores del fondo, aportando los bancos financieros cantidades importantes para evitar la quiebra que podría haber generado pánico y una crisis financiera de gran magnitud. Los gestores de este superfondo, dos premios Nobel entre ellos, eran considerados como los científicos más sofisticados del mercado.

En 1989 se produjo el estallido de la burbuja japonesa. Japón, la potencia del futuro, el ejemplo a seguir, frenó el crecimiento económico de décadas de forma abrupta, entrando en una semirecesión que ha durado más de quince años. El estancamiento se ha debido al estallido de una burbuja bursátil e inmobiliaria gigantesca, con la implicación activa del sistema bancario, que culminó con una crisis de éste de la cual Japón todavía no se ha recuperado por completo.

Ha habido muchos más episodios; entre todos destaca la que se considera la madre de todas las crisis: la Gran Depresión. Esta se inició en 1929 y duró prácticamente hasta los albores de la II Guerra Mundial, pero sus efectos han sido tan importantes que algunos aún se advierten en la actualidad. No creo exagerar si afirmo que nosotros, los economistas, hemos sido formados bajo el influjo de la Gran Depresión. Permítanme que dedique unas líneas a mostrar cómo esta crisis ha tenido gran

influencia sobre nuestros conocimientos y en las ideas con las cuales enfocamos las cuestiones económicas.

4. LA GRAN DEPRESIÓN Y LA FORMACIÓN DE LOS ECONOMISTAS

El episodio de la Gran Depresión ha sido estudiado profusa y detenidamente. Hay acuerdo sobre algunos aspectos y se polemiza sobre otros, publicándose numerosos libros y artículos, aún en estos momentos, que intentan aclarar lo que sucedió entonces. Se ha considerado que la Gran Depresión ha sido el acontecimiento más importante de la historia de los Estados Unidos, y, como he señalado, ha dejado marcas perfectamente visibles ahora.

Hay que imaginar el *shock* que produjo en todo el mundo que América, la tierra de promisión, de las libertades, de las oportunidades, la primera potencia mundial ya entonces, a la cabeza del progreso y de la innovación, se hundiera súbitamente en una crisis tan espantosa. En el granero del mundo el hambre y la miseria se impusieron. La oscuridad sobre lo que sucedía era completa. No se sabía lo que pasaba.

En la cultura popular, la Gran Depresión se asocia con la caída de la Bolsa... la cuestión es mucho más compleja... Se han producido después otras bajas bursátiles sin efectos parecidos. No puedo entrar en este asunto tan sugestivo, pero sí quisiera aludir a una enseñanza que dejó la experiencia de la Gran Depresión: *ninguna autoridad permitiría en adelante que pudieran engendrarse problemas graves por una perturbación financiera sin control*. Si para atajar el desorden hace falta la relajación monetaria, se hace sin dudarlo, y los problemas de inflación o de riesgo moral pasan a un segundo plano ante la posibilidad de que la crisis financiera cobre dimensiones peligrosas.

En resumen, la inflación, o el riesgo moral son gripes que pueden combatirse... pero una crisis financiera puede provocar un infarto y, ante esa posibilidad, no se duda en dar una medicación radical, aunque pueda estar contraindicada para la gripe.

Insisto en este punto: desde entonces, a partir de la Gran Depresión, ningún responsable ha dudado en inyectar liquidez en los mercados y bajar los tipos de interés ante el peligro de que un desorden financiero degenerara en una crisis sistémica. Nadie quiere pasar a la historia con la etiqueta de que cometió el mismo error que la Reserva Federal en la década de los treinta.

Esa actitud de relajación monetaria se adoptó con ocasión de la crisis bursátil de 1987; igual que en la crisis aludida del LTCM y la burbuja tecnológica... y lo mismo ahora. La Reserva Federal no ha dudado en bajar los tipos de interés cuando ha advertido del peligro de las hipotecas de alto riesgo... y el Banco Central Europeo, que se planteaba subidas de tipos ante los indicios de presiones inflacionistas, tampoco ha vacilado en interrumpir su programa estabilizador aunque el peligro inflacionista haya aumentado. Ningún responsable va a correr el riesgo de que se produzca un desastre inmediato frente a la posibilidad de tener que afrontar desequilibrios futuros.

Me parece interesante que los economistas reflexionemos sobre la trascendencia de la Gran Depresión en nuestra formación. Me limitaré a hacer una breve referencia a Keynes, a Friedman y a la organización institucional que surge después de la II Guerra Mundial; al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Mundial (BM).

Keynes ha sido, sin duda, el economista más relevante en nuestra profesión. Lo ha sido sobre todo por la Teoría General (TG) y esta obra es fruto directo de la Gran Depresión.

En los últimos años de la década de los veinte, Keynes trabajaba en la redacción de

un libro de Teoría Monetaria, que se publicó en 1930: *The Treatise on Money*. Cuando estaba terminando el libro, se produjo la conmoción bursátil de 1929 y también se advertían ya los primeros efectos de la Gran Depresión sobre la producción, el empleo, y el comercio internacional. Keynes intentó incorporar esa nueva circunstancia en el libro que ultimaba pero éste había sido concebido pensando en otro escenario. De ahí que confesara su incomodidad por el resultado final.

La Gran Depresión, que se manifestaba con dureza en los primeros años treinta, supuso para Keynes un desafío, como advertiría Samuelson, y fruto de la reflexión espoleada ya por la catástrofe que estaba manifestándose con intensidad creciente, surgiría la TG, publicado en febrero de 1936. La TG es, por tanto, un libro inspirado en la Gran Depresión. No tengo que insistir en la trascendencia de esta obra sobre nuestra formación y nuestra concepción del funcionamiento de la economía.

De la excepcional contribución a la economía de Milton Friedman, destaca, a mi juicio, su libro *La Historia Monetaria de los Estados Unidos* (con Anna J. Schwartz). Este libro se publicó en 1963 y marcó el ascenso decidido del monetarismo como doctrina. Un tema esencial de *La Historia Monetaria* es la revisión de lo acontecido en la Gran Depresión. El punto fundamental de los autores es que la inhibición de la Reserva Federal ante la reducción de la oferta monetaria provocó la catástrofe. La Reserva Federal había intentado frenar en 1929 lo que consideraba un nivel excesivo de especulación bursátil mediante una política monetaria restrictiva, y no actuó con decisión compensando el descenso de la oferta monetaria cuando la crisis terminó afectando al sistema bancario. De ahí, dos conclusiones del libro: 1) las intervenciones públicas son desestabilizadoras, y 2) lo mejor es procurar una senda estable en las magnitu-

des monetarias. Con esas dos condiciones el sector privado garantizaría el crecimiento adecuado y la estabilidad financiera.

La tercera referencia es la creación del FMI y del BM con objeto de proporcionar un cuadro ordenado para el comercio y el orden monetario mundial. Pieza clave del FMI fue la estabilidad de los tipos de cambio (tipos fijos, pero ajustables) lo cual requería limitaciones a los movimientos internacionales de capital, aspecto en el que White, el poderoso delegado de los Estados Unidos, y Keynes estaban de acuerdo, y con ellos la mayor parte de los economistas. La prevención sobre los efectos desequilibradores de los flujos de capital, también se gestaría en los años de la Gran Depresión. Una de las razones que se han esgrimido para entender la profundidad y duración de la Gran Depresión fue el desorden financiero internacional, la interrupción de flujos esenciales de financiación que conllevaron a la parálisis del comercio mundial y a promover políticas proteccionistas.

De manera que nuestra cultura económica se ha forjado, en buena medida, al calor de la Gran Depresión.

El mundo conoció una etapa de estabilidad financiera hasta que en la década de los setenta de la pasada centuria empezó a demolerse esa organización financiera internacional. La liberalización de los movimientos de capital impulsó tanto el mayor peso de los mercados como la innovación financiera; y también la frecuencia e intensidad de las perturbaciones, ya en la década de los noventa.

Advertiré que lo anterior no implica añoranza por la organización preventiva y conservadora del pasado. No es posible dar marcha atrás y establecer de nuevo el intervencionismo estricto en lo financiero de las tres décadas posteriores a la segunda guerra mundial, pero entre eso, y la aceptación de que la carrera acelerada de las finanzas,

con fortísima competencia, innovaciones rapidísimas, y también con perturbaciones cada vez más frecuentes e intensas, es lo deseable y el mejor de los mundos posibles, hay un margen muy amplio de discusión y de matizaciones. Seguramente no se pondrá freno a la carrera desbocada de las finanzas en la actualidad en tanto no se produzca una crisis de entidad suficiente que obligue a la revisión de las ideas hoy predominantes.

5. ASPECTOS COMUNES A LAS CRISIS FINANCIERAS

Volvamos a la crisis financiera actual.

Se sabe el origen y el mecanismo de propagación: los créditos hipotecarios masivos para compras de vivienda sobre todo en los Estados Unidos, a prestatarios con dudosa solvencia, y la transferencia del riesgo de esos contratos a otros inversores de todo el mundo mediante la titulización. En un momento determinado se apreció un aumento de la morosidad en los créditos tan arriesgadamente concedidos y, como consecuencia, se produjo un deterioro de la valoración de los títulos que tenían como soporte y garantía los créditos hipotecarios. A partir de ahí, se agudiza la falta de confianza en el buen fin de esos activos, y los tenedores encuentran dificultad de financiar en los mercados títulos respaldados por esas garantías.

Sonaron todas las alarmas cuando disminuyó la actividad del mercado interbancario puesto que las entidades prestamistas en ese mercado desconfiaban de la situación real de los demandantes de crédito.

¿Cuál es la magnitud del problema? No se conoce con precisión, y además la cuantía final de las pérdidas financieras dependerá del acierto y contundencia que empleen las autoridades. De lo que no hay duda es de la decisión de éstas de impedir un pánico generalizado, bajando tipos e

inyectando liquidez en los mercados para intentar normalizar su funcionamiento.

Entre la crisis actual y otras anteriores hay similitudes y diferencias. Permítanme que intente extraer elementos comunes presentes en casi todas las crisis financieras:

- 1) **El aumento de la propensión al riesgo.** En la fase de auge anterior a las crisis la confianza se extiende y las primas de riesgo se reducen. En ese ambiente de euforia se relajan las garantías y el futuro se contempla con optimismo. Adviértase que, en ese clima, aumenta el consumo, la inversión, el crecimiento económico y el empleo. Los gobernantes están muy satisfechos y se atribuyen el mérito de una situación tan favorable. Es cierto que algún aguafiestas pone en duda la estabilidad de la situación pero, como decía un banquero norteamericano, no es fácil retirar el ponche cuando el baile está más animado. De manera que no se interviene, o no se hace con suficiente contundencia para frenar los excesos.
- 2) **El auge de la innovación,** no sólo en el ámbito de la tecnología sino en los propios activos y mercados financieros. Ahora la innovación financiera se ha plasmado en refinamientos para separar y valorar los distintos aspectos del riesgo; la titulización ha propiciado el incremento del riesgo total, pero al mismo tiempo ha permitido la transmisión de los mismos hacia agentes menos regulados o con mayor capacidad para soportarlo.

La innovación tanto tecnológica como específicamente financiera ha estado presente en las crisis más importantes. En la década de los veinte, los avances tecnológicos en el campo de la electricidad, de la radio, de los automóviles, fueron importantísimos. También en las finanzas las socie-

dades de inversión jugaron un papel fundamental. En los años noventa, las innovaciones ligadas a las comunicaciones e Internet han sido revolucionarias... y también el papel de las sociedades de capital riesgo han sido esenciales.

3) **El efecto imitación**, hace que pocos resistan unirse a la tendencia general, pero la conducta gregaria no es irracional en absoluto. En primer lugar, les recuerdo que cuando no sabemos, tendemos a creer que los demás saben más y actúan sobre la base de un conocimiento que no tenemos. En segundo lugar, Keynes advirtió, con la sutileza propia del inversor experimentado, que puede ser más peligroso acertar en solitario que equivocarse en compañía. La desdicha mayor es equivocarse en solitario. Si uno se comporta como la mayoría, en caso de error, éste es generalizado, y se tiene mejor cobertura social en la comprensión del fallo común. De manera que imitar a los demás, seguir la tendencia, el efecto rebaño en definitiva, es una actitud normal y racional; de ahí que los excesos rara vez encuentren posiciones compensadoras decididas que actúen a la contra moderando la tendencia.

4) **La lógica de las reacciones y de los acontecimientos**. Uno de los aspectos más sorprendentes y desconcertantes de las crisis financieras es que, cuando se producen, se advierte una lógica rigurosa en lo acontecido. No se conoce el detonante de una crisis, ni el momento en el cual el volcán entra en erupción, pero se advierten signos de que se están pisando terrenos peligrosos. Cuando finalmente se produce la perturbación, puede sorprender el momento, la causa del estallido, o la magnitud, pero se tiene conciencia de que la situación de euforia excesiva

estaba conduciendo a excesos en la asunción de riesgos que antes o después terminarían pasando factura. Por eso a *toro pasado* casi todo el mundo encuentra lógica tanto la corrección de las cotizaciones como la razón que la ha provocado.

Hoy pensamos que la crisis actual es lógica. ¿Cómo se han podido dar créditos hipotecarios, por el 80 o el 100 % del valor de la vivienda como garantía, a personas sin ingresos fijos e incluso con un historial de incumplimientos financieros? Los prestamistas lo hacen cuanto pretenden obtener tipos de interés superiores en un clima de gran confianza, bajos tipos de interés y alza sostenida de los precios de las viviendas. Cuando se produce la corrección, todos coincidimos en advertir que ese proceso no podía terminar bien.

5) **La situación nueva**. En el período de auge que precede a la crisis se generaliza el argumento de que se trata de una «situación nueva» y que las valoraciones son exageradas sólo si se realizan con los criterios antiguos, pero no con los pertinentes a la «situación nueva». En la fiebre de los valores tecnológicos, no se valoraban los beneficios, porque prácticamente ninguna empresa tan prometedora los tenía... pero las perspectivas eran brillantes. Se recurría a otros criterios: visitas a portales, número de clientes, etc. Lo que la crisis puso en evidencia es que algunas empresas llegaron a ser extraordinariamente rentables, y se convirtieron en la imagen de nuestro tiempo (como *Microsoft*), pero el 95% de las empresas no salieron adelante y muchos accionistas perdieron la totalidad del capital invertido.

Esto ha pasado siempre. Se abre un nuevo campo y algunas empresas triunfan y muchas fracasan, pero en la euforia de la novedad se justifican valoraciones inusita-

das para todos los proyectos en marcha. En la burbuja tecnológica, el problema era la escasez de proyectos para una cantidad ingente de recursos ávidos de financiarlos. Ahora estamos asistiendo a valoraciones elevadísimas de empresas dedicadas a las energías renovables. Es la moda. Estamos pendientes de la ecología y pronosticamos a todas las empresas grandes éxitos.

6. ACTITUD DE LAS AUTORIDADES ANTE LAS PERTURBACIONES FINANCIERAS

Antes he hecho referencia a la posición activa de las autoridades para intentar moderar los efectos de una perturbación financiera si ésta alcanza una magnitud amenazadora para la estabilidad del sistema económico. Insistiré brevemente en este punto.

Las perturbaciones, las crisis, son muy diferentes en intensidad, duración y gravedad. En ocasiones se considera que es positiva la catarsis, la purificación de los excesos, siempre que el desorden no alcance dimensiones peligrosas, pero la magnitud potencial del desequilibrio es muy difícil de evaluar.

Ante tal incertidumbre, no puede extrañar que las autoridades tengan un sesgo claramente asimétrico y que se juzguen comprensivamente los excesos y la euforia que, como he señalado, coadyuvan al crecimiento económico y a la creación de empleo. Los banqueros centrales contemplan el auge y el incremento del riesgo con inquietud, pero ¿quién se arriesga a adoptar una política monetaria restrictiva que puede provocar recesión ahora para prevenir una perturbación que puede producirse en el futuro? ¿Cuál es la dosis restrictiva para moderar los excesos sin hundir las cotizaciones? ¿Quién está seguro de que se trata de una burbuja y no de un cambio

en la estructura de la economía que produce esa nueva situación?

Ante esas preguntas con difícil respuesta la actitud generalizada es la respuesta asimétrica. No se interrumpe el período de auge, o al menos no se actúa con rigor para moderarlo, pero se pone mucha atención en que la corrección posterior no lleve a niveles peligrosos y se está dispuesto, como ahora, a inyectar liquidez y bajar los tipos de interés con el argumento de que en ocasiones anteriores se han evitado problemas graves y la inflación no ha repuntado.

La actitud moderadora de los efectos negativos provoca dos efectos: el primero, el riesgo moral puesto que los agentes no sufren, o no sufren por completo, los resultados de políticas agresivas, esto es, los resultados de un aumento en el riesgo de sus operaciones; el segundo, el riesgo inflacionista de una política monetaria permisiva.

Sobre este segundo punto se argumenta que en la crisis de las empresas tecnológicas se redujeron de forma continua y decidida los tipos de interés y no se advirtieron señales apreciables en los precios. Sin embargo, algunos observadores atribuyen este hecho a factores puntuales (extraordinarios progresos en la productividad y bajos costes en las producciones de China e India) que no tienen por qué ejercer los mismos efectos compensadores en otras circunstancias.

7. NOTA FINAL

La clave de los períodos de auge financiero excesivo radica en el aumento del riesgo alimentado por la mayor confianza en nuestra capacidad de predecir el futuro o establecer fórmulas de cobertura en el caso de que este no se comporte como prevemos. La competencia extraordinaria provoca un alud prodigioso de innovaciones financieras que pretenden dividir, cuan-

tificar, y distribuir el riesgo de los activos financieros. Fruto de esa confianza es la ampliación del período de tiempo de las operaciones.

La pretensión del conocimiento del futuro puede conducir a posiciones frágiles. Uno de los Economistas que han reflexionado más agudamente sobre los límites del conocimiento en Economía es Hayek. Nos ha advertido del peligro que entraña la pretensión de que los economistas intentemos imitar lo más posible los métodos de las ciencias físicas. Ha señalado que los factores relevantes de los cuales podemos conseguir datos cuantitativos son limitados y entre estos pueden no estar los más importantes; nos ha avisado, en fin, de los límites insuperables del conocimiento y que actuar como si pudiéramos superarlos *—la arrogancia fatal—* puede conducir a terrenos peligrosos. De ahí su crítica a las pretensiones excesivas de la planificación y la socialización. Hayek señalaba que la principal razón de las fluctuaciones económicas se situaba en las inversiones fijas en las cuales los empresarios tenían grandes dificultades para estimar la rentabilidad a largo plazo.

La cuestión clave es si la revolución que está teniendo lugar en las finanzas se encuadra en una evolución marcada por el

refinamiento, la sofisticación, y la confianza en una mayor capacidad de prever el futuro, desencadena sistemáticamente un aumento de la propensión al riesgo que pudiera desembocar en episodios de crisis financieroeconómica de una magnitud tal que excediera a la posibilidad de compensar los efectos negativos por parte de las autoridades.

La respuesta de cada uno a esta cuestión depende de la confianza que asigne a la capacidad de transformar la incertidumbre sobre el futuro en activos financieros con riesgo susceptible de catalogación, cuantificación y distribución. Mi opinión es que la confianza así como la capacidad intelectual para la creación de activos con estas características es superior a las posibilidades reales de controlar la incertidumbre. En definitiva, y repitiendo la expresión del gran pensador austriaco hay una arrogancia fatal en nuestra pretensión de conocer el futuro con precisión y de cubrirnos por completo de sus consecuencias negativas. Por supuesto que esa pretensión es lógica, positiva e inevitable. El problema surge cuando organizamos el funcionamiento del sistema económico sobre la base de una confianza excesiva en nuestra capacidad de previsión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNSTEIN, P.L. (1998): *Against the Gods*

FRIEDMAN, M. (1963): *La Historia Monetaria de los Estados Unidos*.

HAYEK, F. (1929): *Teoría Monetaria y el Ciclo Económico*

—(1952) *El Orden Sensorial*

JKEYNES, J.M. (1930): *The Treatise on Money*

—(1936): *La teoría General del Empleo, el Interés y el Dinero*.

KNIGHT, F. (1921): *Riesgo, incertidumbre y beneficio*.

TORRERO, A. (2000): *Internacionalización de las bolsas y las finanzas: funcionamiento del patrón oro y la moneda única europea*. Ed. Pirámide S.A.

—(2003): *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*. Ed. Tempora

—(2006) *Crisis financieras*. Ed. Marcial Pons