



Serie Documentos de trabajo

El comportamiento imperfecto de los mercados

Miguel Ángel El Azaz Martínez

Nº 1. 2011

El Instituto Econospérides no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

© Instituto Econospérides para la Gestión del
Conocimiento Económico

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, *offset* o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

Índice

	pág.
El mercado y la doctrina del “Laissez-faire”	
1. El sector financiero para el liberalismo clásico.....	2
2. Neoliberalismo y sector financiero.....	3
3. La visión de las finanzas como un juego de azar frente a la “hipótesis de la eficiencia de los mercados”.....	5
4. El enfoque de las expectativas racionales como extensión de la “hipótesis de eficiencia de los mercados”.....	7
Aspectos críticos de la economía de libre mercado	
5. Los fallos del mercado de Francis Bator y otras aportaciones.....	8
6. El dilema del prisionero y la entidades financieras.....	12
7. La información imperfecta u oculta y la hipótesis de los mercados eficientes.....	13
8. El paradigma keynesiano.....	14
9. Comportamiento gregario o rebaño racional. La psicología de masas.....	15
10. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky.....	16
La crisis sistémica	
11. La política de la Reserva Federal durante el mandato de Greenspan. La burbuja crediticia de EE.UU.....	18
12. La burbuja inmobiliaria en EE.UU.....	20
13. El caso particular de la cadena de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU.....	21
14. La gestión del riesgo.....	23
15. Los incentivos distorsionan el mercado.....	24
16. El desenlace de la crisis. Los planes de rescate.....	26

Entre comienzos de septiembre y finales de octubre de 2.008, los sistemas financieros de Estados Unidos y del resto de países desarrollados, sufrieron el efecto de un auténtico terremoto. En Nueva York - el mayor mercado de capitales del planeta-, y, Londres -la principal plaza financiera europea-, colapsaron bancos de inversión, compañías hipotecarias, y, aseguradoras, con una sorprendente rapidez. La reacción en cadena se extendió a escala mundial, adquiriendo el rango de la mayor crisis financiera conocida desde los años treinta del pasado siglo XX.

El hundimiento de bancos, bolsas, y, mercados inmobiliarios provocó una súbita contracción del crédito, afectando de lleno a la financiación corriente de familias y empresas. La caída de la inversión y del empleo se dejó sentir.

Lo que sigue es una síntesis del relato de John Cassidy titulado *Por qué quiebran los mercados. La lógica de los desastres financieros*. O más bien una interpretación, que espero que sea acertada, de la opinión del autor.

Aspira a ser una especie de “estudio preliminar” que no trata de sustituir sino de facilitar al lector interesado las claves de la obra. Algo así como una brújula o guía de lectura.

Por razones obvias -sólo se ofrece una síntesis-, el texto original ha sido sometido a una intensa poda en un triple aspecto. En primer lugar, no tenía más alternativa que prescindir de gran parte de la abundante información en la que se ha basado el autor para asentar sus argumentos, y, extraer sus conclusiones. En segundo término, he soslayado algunos elementos de su discurso -tres

capítulos, para ser más exactos-, que he considerado prescindibles no por falta de interés -que indudablemente lo tienen-, sino por considerar que su supresión no repercutía sobre la comprensión de la propuesta substancial del ensayo. Finalmente, he agrupado determinados aspectos del guión que guardaban cierta similitud o proximidad; su consecuencia ha sido reducir de 23 a 16 el número de capítulos.

El encabezamiento de cada una de sus tres partes pasa a ser: *El mercado y la doctrina del “laissez-faire”, Algunos aspectos críticos de la economía del libre mercado, y, La crisis sistémica*. Sustituyen, respectivamente, a las cabeceras: *Economía utópica, Economía basada en la realidad, y, La gran crisis*.

Por último, he empleado en determinadas cuestiones puntuales un léxico más acorde -desde el punto de vista lingüístico-, con la terminología económica al uso en nuestro idioma. La edición española se refiere, por ejemplo, a los “fallos de mercado”, y, a las “deseconomías externas” o “externalidades negativas” con las expresiones de “fracasos de mercado”, y, “desbordamientos de mercado”, probablemente certeras desde el punto de vista de su traducción literal, pero distintas -aunque no distantes-, del vocabulario habitualmente empleado en nuestra literatura económica.

EL MERCADO Y LA DOCTRINA DEL "LAISSEZ-FAIRE"

1. El sector financiero para el liberalismo clásico

La noción sobre la eficacia de los mercados ha permanecido esencialmente inalterada desde las formulaciones de Adam Smith (1.723-1790). La idea de que los mercados libres funcionan invariablemente en beneficio de todos constituye un punto de vista un tanto radical. El término mercado es un concepto abstracto, entre otros motivos porque en la práctica no todos los mercados son iguales. Los mercados de productos (mercados de bienes o servicios), de mano de obra (mercado laboral), y, de capitales (mercados financieros), tienen características comunes pero también diferenciales.

A la filosofía comúnmente denominada del "laissez-faire", se le atribuyó desde su origen un rigor consustancial, un valor intrínseco. Si a la economía se la dejaba libre de limitaciones artificiales, la competencia podría garantizar que el empleo y el uso de recursos evolucionaran en la dirección "más conveniente para los intereses de toda la sociedad", escribió Smith.

Sin embargo, y, pese a su adhesión a la economía de libre mercado, A. Smith y sus seguidores -David Ricardo, John Stuart Mill, Alfred Marshall-, fueron mucho menos dogmáticos que algunos de sus representantes del siglo xx. Creían que el gobierno tenía la obligación de proteger a la población de las estafas financieras, y, de los pánicos especulativos, que eran frecuentes en la Gran Bretaña de los siglos XVIII Y XIX.

Para evitar la reiteración de las crisis de crédito, Smith abogaba por el establecimiento de regulaciones que " ... se podían considerar en ciertos aspectos una vulneración de la libertad natural - escribió en el segundo volumen de *La riqueza de las naciones* -. Pero estos ejercicios de libertad de unos pocos individuos, que podían poner en peligro la seguridad de toda la sociedad, están, y, deberían estar, limitados por las leyes de todos los gobiernos, de los más libres, así como de los más despóticos".

David Ricardo (1.772-1.823), el gran defensor del libre comercio, pidió la nacionalización del Banco de Inglaterra, de gestión privada en su época.

John Stuart Mill (1.806-1.873) -autor de un ensayo con el elocuente título de *Sobre la libertad*-, encontró el origen de muchas recesiones económicas en perturbaciones que surgían del sistema financiero. Como lo hizo asimismo Alfred Marshall (1.842-1924), que personificó en las "inflaciones de crédito temerarias... la causa principal de todo malestar económico", exigiendo a las autoridades financieras una acción enérgica para impedir las.

Pese a ello -reprocha Cassidy-, Alan Greenspan y otros autoproclamados herederos de Adam Smith, casi nunca mencionan los puntos de vista escépticos que sus predecesores albergaban sobre el sistema bancario, compartidos por muchos economistas del siglo XIX con una visión favorable del mercado libre.

Todo ha sido una perniciosa interpretación de la mano invisible. La idea de los mercados financieros como mercados racionales y autocorrectores ha sido un invento de los últimos cuarenta

años: "La economía utópica va más allá de una doctrina científica: es una filosofía política, una fe laica", concluye Cassidy.

2. Neoliberalismo y sector financiero

En el ambiente protector que caracteriza a los años que siguen a la Segunda Guerra Mundial -con la introducción del subsidio de desempleo, Seguridad Social, etc.-, los economistas del libre mercado quedan relegados a un papel de meros predicadores de una oscura secta. Entre estos evangelizadores, los dos más importantes fueron Friedrich Hayek (1.899-1992), y, Milton Friedman (1.912-2006) que, a finales de los años cuarenta coinciden en la Universidad de Chicago.

Para Hayek, Premio Nobel de Economía 1.974, que trabajó durante la tercera década del pasado siglo en las causas de los ciclos económicos, las recesiones eran el resultado invariable de los *booms* anteriores, caracterizados por el desequilibrio entre inversión y ahorro; a diferencia de Keynes que por aquél entonces -principio de los años treinta-, estaba desarrollando la teoría de que las fases descendentes del ciclo económico obedecían a una caída en el nivel de la demanda agregada. Tras un prolongado debate público entre ambos, finalmente, la formulación de Hayek sería rechazada en beneficio de las políticas de orientación keynesiana adoptadas por los gobiernos tras el conflicto bélico; fundamentalmente porque la propuesta de aquél no acertaba a ofrecer demasiadas directrices sobre cómo afrontar la solución de los problemas que trajo la Gran Depresión.

A partir de este rechazo, consagró su esfuerzo a otras cuestiones, interviniendo

activamente en las crecientes disputas entre colectivistas y partidarios del mercado libre. En 1.937 publicó un documento titulado "Economía y conocimiento" que supuso la puesta en escena de su contribución más duradera a la economía: "... la idea de que los precios de mercado son principalmente un medio de cotejar y transmitir información".

Para Hayek, la gran ventaja de organizar la producción -qué producir, cuánto producir, y, para quien producir-, bajo un sistema de mercado, es que las empresas -a diferencia de la imposible tarea de cálculo de un planificador central de una economía colectivizada-, no necesitan salir a preguntárselo a los consumidores: el sistema de precios transmite automáticamente toda esa información, revela sus preferencias. La oscilación de los precios de los productos más (o menos) valorados indicará el sentido en el que hay que orientar la producción.

Ya en la década de los cuarenta del siglo XX, en los que predominaba el consenso inspirado por Keynes (a la sazón miembro del Partido Liberal) de que el capitalismo precisaba de supervisión adulta (descuidar su vigilancia había producido una recesión a escala mundial), desde la purista perspectiva de Hayek, la Seguridad Social, la enseñanza pública, y, los programas de desarrollo regional constituían vulneraciones del principio del "laissez-faire". Para Hayek, "se estaba renunciando al individualismo básico heredado de Erasmo y Montaigne, de Cicerón y Tácito, de Pericles y Tucídides"

En los años treinta y cuarenta - en pleno apogeo de la política del New Deal impulsada por Franklin D. Roosevelt-,

era notoriamente evidente que los ciudadanos de a pie demandaban asistencia médica, aire respirable, seguro de jubilación, etc., necesidades a las que el mercado no había sabido proporcionar satisfacción. Sin embargo, Hayek no ofreció respuesta alguna en este sentido en ninguna de sus obras; ni siquiera se lo planteó.

En 1.950 se traslada a Estados Unidos donde es aclamado como un visionario. En 1.960 publicó la que puede considerarse su mejor obra, *Los fundamentos de la libertad*, una defensa a ultranza del individualismo y el libre mercado, que con el transcurso de los años se convertiría en el libro de cabecera del thatcherismo.

Al igual que Hayek, Friedman -que recibiría el Premio Nobel en 1.976-, veía dos formas de coordinar la actividad económica: La dirección central que lleva implícita el uso de la coerción, por un lado, y, la colaboración voluntaria de los individuos -la técnica del mercado-, por otra.

Friedman, en la línea de pensamiento de Adam Smith, admitía la necesidad de ciertas intervenciones públicas desde el gobierno, a saber: defensa nacional, justicia, y, policía. Lo justo para asegurar la soberanía nacional, y, para mantener el orden interno y el cumplimiento de los contratos. Pero a diferencia de Smith, cuestionaba la promoción desde lo público de actividades tales como la construcción de autopistas y la educación, que él sostenía que el mercado podía implementar. Puso en tela de juicio la idoneidad de ciertos programas, elaborando una larga lista de intervenciones que juzgaba innecesarias: Apoyo a los precios de los agricultores,

salario mínimo, Seguridad Social, vivienda públicas..., y, la regulación del sistema bancario. En suma, como Hayek, concibe la excepción al mercado de una forma escueta y simplista. Se opusieron a casi todos los tipos de regulación.

Friedman culpaba de la Gran Depresión no a un atracón especulativo, sino que lo achacó a una mala gestión del gobierno. Si la reserva Federal hubiese inyectado más dinero en la economía -argumentaba-, se podría haber evitado el desastre.

En su fuero interno, era muy consciente de los peligros que pueden acechar a un sistema financiero no regulado. En su pensamiento estaban muy presentes las crisis bancarias de 1.873, 1.884, 1.890, 1.893, y, 1.907 que sacudieron a la economía norteamericana, y, que dieron lugar a la creación de la Reserva Federal en 1.913. Sin embargo, abogó por una doctrina alternativa consecuente con la visión que tenía de la debacle de los años treinta. Sostenía que la mejor forma de estabilizar el sector financiero -e indirectamente la economía-, no era el fortalecer la regulación ni reforzar las potestades discrecionales del banco central, sino que planteó como solución más acorde el establecer una tasa de crecimiento específica de las reservas monetarias, y, dejar así las cosas. De ahí la denominación de "monetarismo" que recibiría esta ideología económica. En la práctica, estaba reivindicando la perspectiva del "laissezfaire" como mecanismo autocorrector de los mercados financieros.

La estanflación de los setenta que puso en duda la eficacia de los mecanismos de intervención keynesiana -elaborada bajo la premisa de que la inflación y el

desempleo constituyen variables de recorrido inverso-, dio paso a las propuestas de Friedman. Despojar de su poder a los reguladores federales, recortar drásticamente los programas de bienestar, y, reducir la progresividad de los impuestos no sólo significaba retornar a los cimientos de una economía sólida sino, por añadidura, un imperativo moral. "Hemos olvidado la verdad básica de que la mayor amenaza para la libertad humana es la concentración de poder, en manos del gobierno y de alguien más. Afortunadamente, estamos despertando" escribió.

Al publicar *Libertad de elegir* a principios de 1.980, los Friedman (la escribiría con Rase, su esposa), mostraron un perfecto sentido de la oportunidad. Dos meses antes, Ronald Reagan -viejo amigo desde su época de gobierno del Estado de California-, había anunciado su candidatura a la presidencia de los Estados Unidos.

Pero la ascendencia de Friedman no quedaría reducida al ámbito de su país natal. Muchos de los asesores económicos de Margaret Thatcher estaban muy influenciados por sus ideas. Inspiraría asimismo el "programa de choque" que propondría para Chile a mediados de los setenta. Incluso más tarde, tras la caída de la Unión Soviética, Rusia, Polonia, y, otras muchas economías de transición hacia el capitalismo adoptaron "terapias de choque" modeladas siguiendo el ejemplo chileno.

A finales de los noventa, la distinción tradicional entre keynesianos y monetaristas se había difuminado. A ello contribuiría, sin duda, la caída del muro de Berlín, y, la deriva hacia la doctrina del pensamiento único. En el plano de la

praxis de la economía política este fenómeno tendría su singular reflejo. Sería paradójicamente Bill Clinton quien en el año de 1.999 firmase la Ley Gramm-Leach-Bliley -también conocida como ley de Modernización de los Mercados Financieros-, que permitió integrarse a los bancos comerciales y a los de inversión formando grandes supermercados financieros.

3. La visión de las finanzas como un juego de azar frente a la "hipótesis de la eficiencia de los mercados"

Sería Louis Bachelier, matemático francés, quien en torno a 1.900 formulase la "teoría de la especulación" concluyendo que la "expectativa matemática" de acierto de un especulador es cero, lo que viene a significar que invertir en un mercado es jugarse el dinero a cara o cruz. En definitiva, sus resultados estarían definidos por la suerte más que por la habilidad, y, además quedarían sujetos a precisas leyes de probabilidad.

Durante más de cuarenta años la tesis de Bachelier pasó prácticamente desapercibida. Rescatada por Paul Samuelson (1.915-2.009), y, otros economistas, a principio de los años sesenta, llegaron a la conclusión de que la variación de los precios de las acciones describía un "paseo aleatorio", nombre con el que fue rebautizada a partir de entonces. La nueva denominación implicaría la idea de que las acciones y otros activos especulativos, vagarían en la práctica sin rumbo, como una persona ebria.

Otro de los economistas de esta corriente fue Eugene Fama (1.939-), que

mediante pruebas estadísticas y apoyo informático respaldó las tesis del modelo del "paseo aleatorio". Lo que distinguiría a Fama del resto sería su postura crítica hacia el "análisis fundamental", investigación/tipo en la que se basaban muchos profesionales de Wall Street. Desde la evidencia que soporta la hipótesis del "paseo aleatorio" -afirma Fama-, "el análisis fundamental es un procedimiento bastante inútil tanto para el analista medio como para el inversor medio".

En 1973, Burton Malkiel, un economista de Princeton que había trabajado en la bolsa de Nueva York, demostraba en su libro *Un paseo aleatorio por Wall Street*, que la mayoría de las previsiones sobre ganancias especulativas no habían dado en el blanco, y, que la mayor parte de los fondos de inversión no ofrecían mejores resultados que el mercado. "La historia pasada de los precios de las acciones no se puede usar para predecir el futuro de forma significativa. Las estrategias técnicas generalmente son divertidas, con frecuencia reconfortantes, pero no tienen ningún valor real", escribió.

Uno de los aspectos más sorprendentes de la evolución de la economía moderna es que no fue hasta los años sesenta y setenta del siglo XX -con el desarrollo de los fondos de inversión y otros activos -, cuando el estudio de los mercados financieros comenzó a integrarse en los del resto de la economía.

Es entonces cuando un grupo de economistas relacionado con la Universidad de Chicago, ponen en escena la absurda idea de que las burbujas especulativas no existen. La "hipótesis de eficiencia de los mercados", que

popularizó el ya citado Fama, propone que los mercados financieros siempre generan los precios correctos, puesto que tienen en cuenta toda la información disponible del momento, y, todas las creencias de los inversores sobre el futuro.

En la práctica, la propuesta anterior equivale a sostener que los precios de los productos financieros (acciones, obligaciones, bonos, etc.), están sólidamente ligados a fundamentos exclusivamente económicos. En resumen, como diría Greenspan, las cotizaciones no reflejan ningún pesimismo excesivo o "exuberancia irracional". Si los mercados suben por encima de los niveles justificados por los fundamentos, los especuladores bien informados venden hasta que los precios vuelven hasta sus niveles correctos; si, por, el contrario, caen por debajo de sus niveles auténticos, los especuladores intervienen y compran. Esta hipótesis, que daría pie a la "teoría de los mercados eficientes" es, un nuevo reconocimiento de que la "mano invisible" funciona en Wall Street con la misma eficacia que en la calle.

Para el ciudadano de a pie puede ser difícil de asimilar que los bandazos diarios de los índices bursátiles son el reflejo sereno y racional de la información disponible en cada momento. Que el barril de crudo tuviera en enero de 2007 un precio *correcto* de 50 dólares; que en junio de 2008 su cotización, establecida asimismo de forma *correctamente razonable*, ascendiera a la suma de 140 dólares, y, que finalmente los 40 dólares de febrero de 2009 respondiesen asimismo a *criterios razonables*, no resulta fácil de digerir. Lo más probable es que este comportamiento sólo pueda ser comprendido si se asume que, desde el

punto de vista especulativo, las finanzas son un juego de azar.

La "hipótesis de eficiencia de los mercados" transformó Wall Street. Muy rápidamente elevó la popularidad de los fondos de índice, fondos de inversión que adquieren grandes cestas de acciones, en un intento de reproducir las cotizaciones del mercado general.

4. El enfoque de las expectativas racionales como extensión de la "hipótesis de eficiencia de los mercados"

La transposición de la hipótesis de Fama al resto de la economía no tardaría en llegar. Robert Lucas (1.937-), Nobel de 1.995, y, sus seguidores, sirviéndose de la ayuda de destacados matemáticos, pretendieron demostrar que los reiterados intentos de los gobiernos encaminados a gestionar la economía eran innecesarios y contraproducentes. Su postura crítica con las incursiones gubernamentales apuntaba de nuevo a la línea de flotación del paradigma keynesiano, según el cual la modificación del contexto macroeconómico mediante políticas monetarias y fiscales, adecuándolas a cada situación, constituía una tarea activa del estado.

Si Eugene Fama había concebido la bolsa y los demás circuitos financieros como mercados en perfecto funcionamiento, Lucas haría extensiva esta característica a todos los mercados - de trabajo, de bienes de consumo, etc.-, sin distinción. Todos son igualmente eficientes y estables, dictaminó.

En la concepción de Lucas no había lugar para la estupidez, la ignorancia o el

comportamiento gregario del individuo. Llegaría a la conclusión de que el desempleo masivo estaba descartado, de que no sólo no hay cabida en su pensamiento ni para las burbujas bursátiles ni para las crisis bancarias, sino que tampoco veía por ninguna parte la amenaza de los posibles altibajos de una moderna economía impulsada por el crédito.

La tesis de Lucas es que todo el mundo conoce exactamente cómo funciona la economía. Las personas simplemente son conscientes de que el desempleo está de algún modo vinculado a la inflación, que a su vez lo está con los tipos de interés. En suma, que todos los individuos tienen en su mente un correcto modelo matemático que utilizan para formarse expectativas de precios, salarios, y otras variables. Esta formulación será bautizada como la "hipótesis de las expectativas racionales".

Sus seguidores ampliarían el campo de aplicación de esta teoría, y, la divulgarían, bajo un nuevo rótulo: "Nueva economía clásica".

El economista de Columbia Joseph Stiglitz (1.943-), asimismo Nobel de economía de 2.001, ocupando el cargo de director del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca, saldría al paso del anterior planteamiento: "Está claro que la nueva economía clásica es irrelevante. No se puede partir del supuesto de pleno empleo cuando el presidente está preocupado por los puestos de trabajo, no sólo este presidente, sino cualquiera".

La filosofía de Lucas a propósito del comportamiento del mercado laboral

resultaba algo inverosímil: En el supuesto de expectativas de inflación, los trabajadores se plantearían evidentemente subidas salariales, y, recíprocamente, si preveían una caída de precios, aceptarían reducir su corriente de ingresos, manteniéndose así el empleo a niveles constantes.

Los estudios académicos son una cosa -apostilla Cassidy-, y, la consistencia del planteamiento del paradigma de las expectativas racionales, supeditada a que soportase el sugestivo test del mundo real, otra bien distinta. Entre 1.979, y, 1.982, Paul Volcker (1.927-), por entonces director de la Reserva Federal, quiso eliminar la inflación restringiendo el crecimiento de la oferta monetaria -justo lo que Friedman y sus seguidores habían preconizado-, y, la economía se sumergió en una profunda recesión. Los tipos de interés a corto plazo pasaron del 10 al 19%. La tasa de desempleo se disparó hasta un 9,5%, el máximo nivel desde la Gran Depresión. En última instancia, el enfoque de las expectativas racionales no dejaba de ser una encarnación más de la economía utópica.

Para R. Lucas, adentrarse en el estudio de la economía era sinónimo de desarrollos matemáticos, y, todo lo demás simple palabrería. Pero debajo de toda la pose, y, la elegancia de las matemáticas, emergía del fondo la vieja noción de la economía del mercado libre y autorregulador, ignorante de muchos de los problemas y patologías que la historia del capitalismo había generado.

ASPECTOS CRÍTICOS DE LA ECONOMÍA DE LIBRE MERCADO

5. Los fallos del mercado de Francis Bator y otras aportaciones

Los costes sociales que conlleva quemar carbón y otras formas de carbono divergen de los costes privados. Cuando una central eléctrica quema carbón para generar electricidad, desprende hacia la atmósfera -en forma de subproducto-, dióxido de carbono. Sin embargo, la penalización que soporta por sus acciones suele ser irrelevante o nula. No tiene ningún incentivo para abandonar esta fuente de energía. Más bien al contrario, son los estímulos del mercado los que impulsan a la empresa a persistir en su actitud contaminante, puesto que producir electricidad a base de fósiles es mucho más barato que construir inmensos parques eólicos o huertos solares fotovoltaicos.

Lo mismo cabe argumentar de los vehículos a motor, y, de la agresión a los ríos que causan las plantas de producción de la industria papelera. Todos ellos son ejemplos recurrentes de contaminación; de actividades que tampoco internalizan los costos sociales de producción, nuevos casos de externalidades negativas o deseconomías externas, "efectos de desbordamiento" en la terminología del autor.

En octubre de 2.006 Nicholas Stern -economista jefe del Banco Mundial -, publicó un informe sobre la economía del calentamiento global que elevaba los posibles efectos económicos y sociales futuros de estas perturbaciones, a una escala similar a la del conjunto de sobresaltos provocados en primera mitad

del siglo XX por ambas guerras mundiales, y, la Gran Depresión.

El informe Stern concluía que el cambio climático es un fallo de mercado " ... que no es corregido por ninguna institución o mercado a menos que intervenga la política".

El primer economista que detectó estos efectos fue Arthur C. Pigou (1. 877 - 1959).

Aunque algo pesimista -pero no radical ni descontento-, en términos generales apoyaba la empresa privada y la intervención limitada de los gobiernos. Sin embargo, al igual que Smith, creía que un análisis minucioso de la economía revelaba la existencia de numerosas áreas en la que no se podía justificar la doctrina del "laissez- faire".

La esencia de su argumento sería la siguiente. Según la teoría clásica -rescatada y revitalizada posteriormente por Hayek-, la igualación de costes y beneficios privados conduce a un resultado eficiente, y, lo es desde un punto de vista individual. Sin embargo, considerando los efectos secundarios negativos no contabilizados, se advierte un desajuste entre costos y beneficios sociales y privados, debido a que los mercados no conducen a un equilibrio real. Su resultado final no descuenta todos los factores, y, por tanto, no son totalmente eficientes desde el punto de vista social. Para corregir estos efectos, Pigou en *The Economics of Welfare*, abogó por el uso de impuestos.

Por el contrario, argumentaba Pigou, algunas actividades arrojan un valor social que supera su precio de mercado -incapaz de captar su verdadera dimensión-, por lo que vería justificado que el estado

utilizase subvenciones para garantizar su adecuado suministro. Este sería el caso de la enseñanza.

Transcurrido más de un siglo, Mark Blaug (1.927-), historiador del pensamiento económico afirmaría. "Nadie que haya asimilado la insistencia de Pigou en la posible interdependencia entre empresas y hogares puede seguir creyendo en la coordinación espontánea de intereses privados y sociales".

Contrariamente a estas tesis, Ronald Coase (1.910-), economista británico adscrito a la Universidad de Chicago, Nobel de Economía de 1.991, en un artículo publicado en 1.960 bajo el título de *"El problema del coste social"*, se preguntaba si la presencia de efectos externos justificaba la intervención de los gobiernos. Ya en 1.974, afirmaba, al contrario que Pigou, que el sector privado puede proporcionar muchos "bienes públicos", que bastaba -en el supuesto de cualquier producción con efectos negativos-, con una negociación entre las partes afectadas cuyo acuerdo podía garantizar un resultado económicamente eficiente. Más tarde reconocería que el teorema que lleva su nombre, en el supuesto de externalidades a gran escala -como en el caso de la contaminación industrial-, la aplicación de la negociación privada era poco factible dadas las muy complejas interrelaciones entre los numerosos intereses personales implicados.

Los aspectos anteriormente tratados no agotan la posible lista de los fallos de mercado. El comportamiento anticompetitivo de grandes empresas que explotan su poder monopolístico, la información imperfecta y la privilegiada, la incertidumbre, la repetida aparición de

burbujas especulativas en los mercados financieros, etc. son otros efectos tratados en los libros de texto.

Numerosos economistas han tratado estas cuestiones, y, otras similares, durante décadas. Sin embargo, el padrino de la expresión "fallos de mercado" sería Francis Bator (1.925-), que actualizaría el análisis de Pigou. Su principal aportación se produjo a finales de los años cincuenta, en un par de artículos memorables en los que evaluaba las circunstancias en las que el sistema de asignación del libre mercado dejaría de sustentar actividades "deseables" o de obstaculizar actividades "indeseables".

Bator comenzó afirmando que la "incertidumbre" y la "información imperfecta" son características endémicas de cualquier economía. Las decisiones de hombres de negocios, inversores, y consumidores se toman en función de las expectativas de lo que creen que va a ocurrir. A veces, las estimaciones sobre el devenir futuro pueden ser bastante precisas, pero, a menudo, no lo son. No se entiende bien, por tanto, la solidez de los argumentos sobre los que descansa la "hipótesis de las expectativas racionales", alumbrada por Eugene Fama para el sector financiero y extrapolada por Robert Lucas, y, otros miembros de la Escuela de Chicago, al resto de los mercados.

El segundo de los fallos que Bator detecta, es el problema de los bienes públicos del que Smith y Pigou se habían ocupado. Este tipo de bienes tiene una característica inusual. No se les puede aplicar el "principio de exclusión", de modo que el uso de los mismos por una persona impida que otros también lo

utilicen de forma gratuita; su oferta es indivisible.

Al igual que Pigou, también señaló que las externalidades no son siempre negativas.

Sirviéndose de un ejemplo difundido por James Meade (1.907-1.995), explicó cómo las abejas de un apicultor, y, la plantación de manzanos del huerto de un vecino se complementan como actividades que se refuerzan mutuamente: Las abejas polinizan las flores, y, éstas les corresponden con néctar. Forman una sociedad.

En líneas generales, los "fallos de mercado" puede decirse que tienen su origen en "microproblemas" de alcance y consecuencias variables. A veces no trascienden más allá de su escenario de origen, pero con frecuencia derivan en "macrodisfunciones" que se extienden a toda la economía. En la "incertidumbre" y en la "información imperfecta" suelen hundir sus raíces estos fallos. Los efectos de los abusos del poder monopolístico de micronivel pueden quedar limitados a un reducido grupo de personas y empresas o, por el contrario, extenderse de forma generalizada a todo el sistema económico. La contaminación y destrucción del medio ambiente acaban constituyendo un problema global debido al efecto suma de reiterados microfallos. La crisis de las *subprimes*, producto de desafortunadas decisiones adoptadas en un sector - opacidad de los productos comercializados, inadecuado y desproporcionado sistema retributivo a directivos e intermediarios-, derivó en una crisis sistémica que ha sumido a la economía en una profunda recesión mundial.

La utilidad de la obra de Bator recibió bien pronto el reconocimiento y la atención de numerosos economistas.

John K. Galbraith (1.908-2.006), en *El nuevo estado industrial*, publicado en 1.967, argumentó que compañías tales como General Motors, Exxon, y, General Electric, habían usurpado de manera importante el papel del libre mercado.

W. Brian Arthur (1.945-), especialista en matemática aplicada, en una ponencia que presentó en Harvard a mediados de los años ochenta, sostenía que los acontecimientos fortuitos y los "efectos en red" pueden permitir que tecnologías inferiores derroten a productos superiores y se hagan con el control absoluto del mercado. A título de ejemplo, Cassidy trae a colación el caso del sistema operativo vinculado al paquete "Office" de Microsoft, que dominaba a finales de los noventa el 90 por ciento de la cuota de mercado. Muchos expertos en informática consideraban que Apple Macintosh era un producto muy superior a Windows, pero ni aquella ni nadie había sido capaz de parar los pies a Bill Gates, y, su compañía. Vinculando sus productos en forma de paquetes cerrados obligatorios, y, negándose a que fuesen compatibles con los de sus rivales, Microsoft había consolidado una posición de dominio del mercado, un monopolio de hecho. En cierto modo, señala Cassidy con expresión muy taurina, "... es más difícil lidiar con el monopolio de la alta tecnología que con los del azúcar y el aceite".

Un bien público muy importante que escapó hasta hace bien poco a la atención de los economistas es el de los "conocimientos científicos", el I+D. Cuando se inventa algo, impedir que

terceros lo copien, e incluso lo mejoren, puede constituir un propósito quimérico, lo que se traduce en que los creadores de nueva tecnología no se beneficien del retorno de su esfuerzo. Debido a que la producción de I+D es a la vez incierta, y, en cierta medida, inexcluíble, las empresas podrían ser propensas a la inclinación de que "inventen otros" para después copiar. La consecuencia de ello, como sucede en la investigación de algunas fuentes de energías renovables, podría ser abocar en una insuficiencia de I+D. El reforzar y vigilar el cumplimiento de la legislación sobre patentes, y, el apoyo público directo mediante subvenciones a la investigación constituyen iniciativas apropiadas para hacer frente a esta objeción.

Otro problema -y en definitiva fallo-, se da en el caso de "conflicto de incentivos", cuando están dissociadas propiedad y gestión, tal y como sucede en las empresas a partir de una cierta dimensión. Los intereses de accionistas y directivos no siempre caminan en el mismo sentido.

En suma, del análisis de la anatomía de los fallos de mercado, parece que puede ir calando la idea -aunque aún no se hayan expuesto todos los argumentos-, de que la clave para desarrollar la actividad económica en un entorno sostenible y competitivo, está en encontrar un punto de equilibrio entre la filosofía del "laissez-faire", y, la regulación y control público bien ejercitado.

6. El dilema del prisionero y las entidades financieras.

Hay fallos de mercado que tienen su causa en la interdependencia. Esto sucede cuando las acciones de un sujeto afectan al bienestar de otro u otros sujetos, o viceversa.

La "teoría de juegos" de John Von Neumann (1.903-1.957), y, Oskar Morgenstern (1. 902-1. 997), constituye una aplicación matemática que utiliza modelos para estudiar interacciones en estructuras formalizadas de incentivos - llamados juegos-, en los que basar procesos de decisión. Aunque tiene algunos puntos en común con la "teoría de la decisión", estudia específicamente las adoptadas en entornos de interacción.

El "dilema del prisionero" es, a su vez, un caso particular contemplado por la "teoría de juegos". Muestra cómo dos o más sujetos con un objetivo compartido, son capaces de no cooperar entre sí incluso aunque en ello vaya el sacrificio del interés de ambos.

Fue desarrollado originariamente por Merrill Flood (1.900-1.991), y, Melvin Dresher (1.911-1.992), y, popularizado por Albert Tucker (1.905-1.995). En esencia, considera el caso de que dos o más empresas entran en una encarnizada competencia.

El "dilema del prisionero" es un ejemplo representativo de lo que I. Cassidy denomina "irracionalidad racional", calificativo con el que quiere describir una situación en la que la persecución egoísta del propio interés racional, arroja no sólo un resultado comparativamente peor, sino que, además, da lugar a una elección socialmente irracional.

La esencia del juego es que todos los jugadores intervienen de forma independiente, y, pueden aparecer en escena en cualquier situación que implique elementos de conflicto o de cooperación.

Pero el "dilema del prisionero" no es en sí intrínsecamente algo malo. En algunos sectores tales como el del petróleo o el de las líneas aéreas, estos conflictos contribuyen a evitar que los cárteles - la OPEP, por ejemplo-, cumplan efectivamente acuerdos sobre reducción de cuotas de producción para sostener colectivamente los precios.

Sin embargo, en ciertos mercados, la sobreproducción no tiene porqué ser algo socialmente deseable. El "dilema del prisionero" puede hacer que las empresas saturen el mercado sin calibrar adecuadamente sus consecuencias.

Consideremos el caso del mercado hipotecario. En un momento dado puede que, entre los potenciales prestatarios, sólo un determinado número tenga suficiente capacidad de reembolso para hacer frente al vencimiento de las cuotas. Si los tipos de interés bajan, el margen de intermediación -aún permaneciendo constante en términos porcentuales-, se reduce en cifras absolutas resintiéndose la cuenta de explotación. En este escenario, las entidades tienden, en general, a relajar el nivel de exigencia prestando dinero a clientes situados en el umbral de la insolvencia. Sólo así es posible rescatar los buenos resultados. No obstante, inicialmente las entidades financieras más responsables se contienen, pero cuando ven a los competidores ganando cuota de mercado, la presión para modificar sus conductas se torna irresistible. La cosa acaba con todas o con casi todas las

entidades partícipes adoptando estrategias de alta producción, con las secuelas sociales conocidas.

7. La información imperfecta u oculta y la hipótesis de los mercados eficientes.

En 1.970. George Akerlof(1.940-), que compartió Nobel de economía en 2.001 con Michael Spence, y, Joseph Stiglitz, publicó un artículo titulado "El mercado de los limones: la incertidumbre de la calidad y el mecanismo del mercado", en el que expuso que el problema de la información oculta en las transacciones económicas es frecuente y bastante común.

En el mercado laboral -ilustraba con un ejemplo-, los potenciales empleadores tienen menos información sobre la capacidad y las habilidades de los candidatos a un empleo, que estos últimos acerca del empleador. En el sector financiero, los prestamistas suelen disponer de una información, acerca de la solvencia y capacidad de reembolso de los prestatarios, que suele estar bastante sesgada. En la asistencia sanitaria, las compañías de seguros médicos desconocen el verdadero estado de salud de sus clientes al formalizar las pólizas de cobertura. En el negocio de vehículos de segunda mano, los vendedores tienen más información sobre el estado real de sus vehículos que los potenciales compradores, cuyo conocimiento del producto que se les ofrece es, más bien, deficiente.

Los anteriores ejemplos, son manifiestamente demostrativos de que la información imperfecta u oculta es un hecho recurrente que puede darse en

cualquier momento y en cualquier tipo de mercado. Akerlof subrayó que el problema de la información oculta, es un rasgo característico de aquellos productos cuya calidad no se puede establecer más allá de una rutinaria y simple verificación más o menos superficial.

Sin embargo, uno de los supuestos clave en la tradición del modelo de libre mercado, es que todo el mundo tiene toda la información que necesita para tomar las decisiones que considere correctas.

En el ámbito de la economía real, entre los sectores más afectados por el problema de la información imperfecta, están el de la asistencia sanitaria, y, el financiero.

En efecto, si la información disponible fuese completa, abierta, precisa, y libre, quizás no habría necesidad de intermediarios como los bancos, y los ahorradores podrían prestar dinero directamente a las empresas con unos niveles de riesgo bajo control. No sucede así. Por otro lado, puesto que las entidades financieras no publican una lista detallada de sus inversiones (préstamos y otras operaciones activas), el cliente tipo desconoce si su banco es o no sólido. La salida a este dilema, el camino más sabio, es depositar el dinero en una entidad de crédito y ahorro -aceptando una retribución inferior a la que obtendría de prestarlo de forma directa-, y dejar que sea el banco el que se ocupe de resolver el problema de la información. Para cerrar el círculo, su posición acreedora en el intermediario financiero podría quedar garantizada mediante un seguro de depósito, práctica comúnmente impulsada desde las autoridades monetarias.

Después del trabajo pionero de Akerlof, otros muchos economistas como Joseph Stiglitz se implicaron en el estudio del problema de la información oculta. En esencia, su conclusión fue - por oposición a la filosofía de Hayek-, que la información no es revelada íntegramente por los precios de mercado. Para Stiglitz la información es para el mercado tan importante como el aire para la vida: Su adecuado suministro es condición previa a la supervivencia humana. Eugene Fama se equivocaba cuando defendía que la "mano invisible" tiene en cuenta toda la información disponible, su conocida "hipótesis de la eficiencia de los mercados".

8. El paradigma keynesiano.

El modelo de John Maynard Keynes (1.883-1.946), está compuesto por un sencillo conjunto de funciones que describen las relaciones macroeconómicas.

Lo recogió en su *"Teoría general de la ocupación, el interés, y el dinero"*, publicada en 1.936, en la que puso en tela de juicio el mecanismo de "la mano invisible" que presidía las filosofías clásica, y, neoclásica, sobre el mercado de trabajo. Su paradigma partía de la consideración de que la renta nacional -asumiendo una vieja idea de Malthus-, era dependiente de la demanda efectiva en términos agregados. Con ello, la renta pasaba a depender directamente de sus dos componentes, el consumo, y, la inversión. Estos últimos serían función, a su vez, de sus respectivas propensiones marginales -al consumo y a la inversión-, del multiplicador de esta última, y, de la relación entre la eficiencia marginal del capital, y, del tipo de interés de mercado.

Cuanto mayor fuese la diferencia entre eficiencia marginal y tipo de interés, mayor sería la propensión a invertir.

Consideraba Keynes que la inestabilidad en la demanda agregada era consecuencia de los altibajos provocados por los mercados, y, para contrarrestarlas, propondría activas políticas monetarias y fiscales desde el gobierno.

La actividad profesional de Keynes fue muy variada, y, mantuvo un estrecho contacto con la realidad. Se ocupó de la gestión de la tesorería del King' s College, especuló en bolsa, asesoró a empresas, participó y dirigió un periódico, presidió una compañía de seguros, ejerció de funcionario público, de asesor de sucesivos gobiernos, de profesor universitario. Adquiriría con ello, una experiencia vital muy rica pero, a su vez, un visión muy escéptica.

Keynes puso mucho énfasis en subrayar que la economía funciona en un contexto de incertidumbre irracional sobre los acontecimientos de futuro, en el que participan individuos que actúan con escaso conocimiento de causa, y, que por consiguiente, son propensos a dejarse llevar por la presión ejercida por su entorno.

En suma, la inversión, y, otras muchas decisiones económicas se adoptan sobre la base de una información limitada y poco fiable: "El mercado está sujeto a oleadas de optimismo y pesimismo que son irracionales y, sin embargo, en cierto modo legítimas puesto que no existe una base sólida para un cálculo razonable", escribió.

Este retrato tan elocuente de la agitación de los mercados, difícilmente podría estar situado a mayor distancia de

la "hipótesis de los mercados eficientes", y, de la teoría de las "expectativas racionales" -y su visión casi infalible sobre el futuro-, que serían puestas en circulación bastante tiempo después. Había refutado con anticipación las modernas teorías sobre las finanzas de Eugene Fama, y, su extrapolación por Robert Lucas a la generalidad de los mercados, manifestando que el futuro, más que incierto en sentido estadístico, era más bien desconocido.

"Las decisiones humanas que afectan al futuro -recogería en su *Teoría general*-, no pueden depender de una matemática estricta, ya que la base para realizar dichos cálculos no existe; es nuestra ansia innata de actividad la que hace que la rueda siga girando. Nuestra parte racional elige entre las alternativas lo mejor que puede, calculando donde puede, pero con frecuencia desdiciéndose de nuestros motivos por capricho, sentimiento o azar".

Su pesimismo acerca del mundo financiero era coherente con su pobre opinión sobre el utópico proceder de la "mano invisible". En Wall Street, subrayaba Keynes, invertir es "ser más listo que la multitud", y, pasar la media corona mala o depreciada a un tercero. A un especulador, añadía, le merece escaso interés el valor real, intrínseco o fundamental de una inversión, lo que para él cuenta es su valor de expectativa, es decir, cómo la valorará el mercado a un determinado plazo.

Los detractores de Keynes, han sugerido que sus teorías descansan sobre una hipotética irracionalidad masiva. Sus defensores, por el contrario, sostienen que sus argumentos pivotan sobre la irracionalidad racional. Racional en

cuanto al individuo e irracional desde el punto de vista de los resultados sociales.

9. Comportamiento gregario o rebaño racional. La psicología de masas

En los mercados, particularmente en los financieros e inmobiliarios, la imitación racional o comportamiento gregario es un factor determinante de la desestabilización.

En junio de 1.990, Scharfstein y Stein, motivados por la caída de la bolsa de 1.987, publicaron un artículo titulado *Comportamiento gregario e inversión*, que comenzaba asumiendo una reflexión de Keynes: "La sabiduría mundana enseña que es mejor para la reputación fracasar de forma convencional".

La propuesta subyacente es que es preferible equivocarse en grupo que acertar como francotirador. El gestor de fondos- asegura Stern-, tiende a invertir en activos populares aunque estén sobrevalorados; actuando así diluye su responsabilidad, puesto que si hace la misma tontería que los demás, el inversor (cliente), no pensará que es estúpido y temerario y no será perjudicial para su reputación.

La tesis de que el individuo -operador, inversor, etc.-, sigue al grupo explicaría el *boom* y la burbuja de las *puntocom* de finales de los noventa.

La idea de que el comportamiento racional individual, puede conducir a un resultado colectivamente irracional -una burbuja-, es una cuestión muy vieja. Ya lo puso de manifiesto Charles Mackay en 1.841 en su obra *Delirios multitudinarios. La manía de los tulipanes y otras famosas burbujas financieras*, en la que recoge,

entre otras, la conocida como la *Burbuja de los Mares del Sur de 1.720*, basada en la expectativa del enriquecimiento sin límites derivado del comercio de esclavos entre África, y, las colonias españolas de Latinoamérica.

Según la teoría de los mercados eficientes, los especuladores desempeñan un papel estabilizador comprando los activos infravalorados, y, vendiendo los sobrevalorados. Sin embargo, en el mercado de las *puntocom* desempeñaron un papel desestabilizador comprando acciones sobrevaloradas e impulsando los precios cada vez más lejos de sus fundamentos. Cabalgaron sobre la burbuja en lugar de desactivarla.

De acuerdo con el teorema del “*noise trader*” –asimismo fiel reflejo de la influencia keynesiana-, invertir es esencialmente un juego entre “*sofisticados*” (los intermediarios), y, “*bobos*” (los inversores). Los primeros se suponen plenamente informados –y no lo están-, y los segundos son ingenuos, limitados mentalmente, y, siguen los consejos de los primeros. Los “*bobos*” reaccionan al ruido de los mercados, de ahí la denominación de “*noise trader*”.

Muchos operadores de bolsa, trabajan con fondos *momentum* y adquieren acciones en ascenso que conservan durante breves periodos. Se dejan llevar por la corriente, y esperan del comportamiento gregario de otros muchos inversores para vender.

Tras la burbuja tecnológica del periodo 1.995-2.000, y, la inmobiliaria de 2.002-2.006, “...es difícil afirmar sin ruborizarse -destaca Cassidy-, que los precios de los activos siempre reflejan fundamentos económicos y que la

imitación no es un problema importante. La hipótesis de los mercados eficientes ha quedado desacreditada...”

En el campo de la psicología experimental, estas conductas gregarias se han dado en explicar basándolas en factores tales como la miopía, el exceso de confianza, y, la presión ejercida por el entorno o tendencia a internalizar las acciones de otras personas como “*aprendizaje social*”. Es la denominada “*cascada de información*” a la que está sometido el individuo la que explica que con frecuencia todo el mundo acabe haciendo las mismas cosas, dando lugar a resultados colectivamente irracionales. Hayek había subrayado que el papel principal del sistema de precios es el de codificar información y transferirla a compradores y vendedores. Pero en una “*cascada de información*”, si es defectuosa, el proceso de señalización se desvirtúa. Y todo ello es producto de la racionalidad individual en la búsqueda del interés particular.

10. La hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky

Al igual que para Paul Samuelson, Milton Friedman, Friedrich Hayek, y, otros muchos de su generación, para Henry Minsky (1.919-1.996), fue la Gran Depresión la que instigó su interés por la economía. Keynesiano declarado, ya a comienzos de los sesenta defendía la idea de que la fuente de inestabilidad del sistema de economía de mercado libre estaba en el sistema financiero, por lo que los gobiernos –concluía-, deberían de regularlo con eficacia.

Minsky sostenía que, en la medida en que se avanza en la fase ascendente del ciclo económico –camino del *boom*-, la

competencia en el sector financiero aumenta -el dilema del prisionero, la información asimétrica, y, la miopía del desastre, despuntan-, y, el sentido de la prudencia innato de los bancos disminuye. Pero ninguna explosión crediticia dura eternamente, prosigue. En un momento dado, los prestamistas se ponen nerviosos por los préstamos dudosos, y, algunos prestatarios con problemas de liquidez -presionados-, se ven obligados a realizar activos no líquidos. Este hecho, subrayaba Minsky, “probablemente conducirá a una caída de los valores de los activos... a una espiral de declive de la inversión...de los beneficios,, y de los precios...”.

Minsky, que bautiza su idea como la “*hipótesis de la inestabilidad financiera*”, considera que las economías capitalistas, cíclicamente, evolucionan inevitablemente desde las finanzas conservadoras hacia la especulación temeraria. De hecho, señala, en el modelo de banca tradicional -que se remonta a varios siglos-, la fuente de los beneficios bancarios está constituida principalmente por el “margen” entre el tipo de interés de sus operaciones activas, y, el que satisfacen a sus depositantes. Es decir, en la versión clásica de la banca, el sector actúa como intermediario entre ahorradores, y, prestatarios.

Pero la cosa cambia cuando los operadores abandonan su papel tradicional y pasan, a su vez, a convertirse en prestatarios de diferentes modalidades: Emisión de bonos, y, cédulas hipotecarias, solicitud de financiación a otros actores del mercado interbancario e incluso acudiendo al propio banco central en demanda de crédito. Como cualquier empresa de cualquier otro sector de actividad, una

entidad financiera puede elevar sus beneficios aumentando su apalancamiento. Es en este incremento de su coeficiente de endeudamiento, escribiría Minsky, donde reside el origen del proceso que desplaza al sistema económico hacia la fragilidad financiera. Para poder invertir la totalidad del dinero recibido a préstamo -para rentabilizarlo-, resulta obligado extender el área de negocio hacia clientes -en otras circunstancias-, marginales; de dudosa capacidad de reembolso.

Otro de los factores de riesgo lo localiza en el frente de la innovación financiera. Con el desarrollo del mercado secundario de hipotecas, los bancos pueden “vender” muchos de los préstamos que conceden. El modelo bancario de “crear para mantener” (en balance), es sustituido gradualmente por el de “crear para distribuir”. Mediante este mecanismo, si el receptor de una hipoteca cuyo préstamo se ha *titulizado* se retrasa -o interrumpe sus pagos periódicos-, son los compradores de los títulos hipotecarios los que ocupan el lugar de perdedor en la cadena prestamista-prestatario. Minsky pondría el acento en el hecho de que la ansiosa adhesión a la práctica de la *titulización*, sería fiel reflejo del aumento de la competencia -y del temor a la pérdida de cuota de mercado de depositantes y prestatarios-, entre las entidades del sector.

La *titulización* permitía a los bancos sacar fuera de balance sus inversiones, transfiriéndolas -siguiendo la iniciativa puesta en práctica por Citigroup-, a sociedades instrumentales expresamente creadas al efecto, que asumían el papel de compradores “al por mayor” de productos *titulizados*. Se creaba así un

sistema bancario en la sombra -alejado del campo de acción de los reguladores-, que crecería en proporciones elefantinas. Además, al sacudirse el riesgo de impagos vía *titulización*, el rol de los responsables de los departamentos de inversión de los bancos quedaba reducido -apunta Minsky-, al de meros “traficantes” y “comerciantes” de préstamos, descuidándose el clásico y preceptivo análisis previo de la solidez de los potenciales prestatarios.

La “hipótesis de la inestabilidad financiera” es, en suma, una nueva versión del fenómeno de la *irracionalidad racional*, en la que la adopción en los mercados de conductas individualmente racionales por parte de bancos y otras entidades financieras, conducen a la desestabilización de todo el sistema. Y enuncia su propuesta en forma de dos teoremas: “El primer teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera es que la economía tiene regímenes de financiación bajo los cuales es estable, y, regímenes de financiación en los que es inestable. El segundo teorema ...es que durante periodos de prosperidad prolongada, la economía pasa de relaciones financieras que contribuyen a un sistema estable a relaciones financieras que contribuyen a un sistema inestable”, recoge Cassidy citando a Minsky.

El peso específico del sector financiero sobre el conjunto del sistema, hace que no sea equiparable a otros sectores que, como las líneas aéreas y el transporte por carretera, se habían liberado en Estados Unidos de supervisión gubernamental. Y concluiría: “La Reserva Federal debe ampliar su alcance y tomar iniciativas para impedir el desarrollo de prácticas que conduzcan a la inestabilidad financiera...La Reserva Federal necesita

guiar la evolución...favoreciendo instituciones y prácticas que mejoran la estabilidad y rechazando aquellas que aumentan la inestabilidad”.

LA CRISIS SISTEMICA

11. La política de la Reserva Federal durante el mandato de Greenspan. La burbuja crediticia de Estados Unidos

Paul Volcker (1.927-), director de la Reserva Federal entre 1.979 y 1.987 era, como Minsky, otro veterano de la banca. Antes de dedicarse al servicio público había trabajado para el Chase Manhattan, y, su pensamiento no distaba esencialmente de lo que preocupaba a Minsky. De hecho, durante su época como director se opuso a las iniciativas de la Casa Blanca, y, a las presiones del Congreso, para debilitar la normativa financiera. Pero en 1.987 se retiró, y, le sucedió en el cargo Alan Greenspan (1.926-), que tendría una visión muy diferente. Durante casi dos décadas, Greenspan dirigiría una institución diseñada para proteger al capitalismo financiero de sí mismo

El historiador del pensamiento económico Charles P. Kindleberger (1.910-2003), había dividido el proceso de evolución de una burbuja típica en cinco etapas: Desplazamiento, boom, euforia, pico, y, depresión. El desplazamiento es la fase en la que se precipita el desarrollo especulativo, debiendo de manifestarse -para quedar consolidado-, con fuerza suficiente como para modificar las expectativas de futuro de inversores y otros agentes financieros.

En los casos de las burbujas crediticia e inmobiliaria de la década 1.997-2.007, el desplazamiento llegó en forma de una reducción drástica de los tipos de interés. Desde un pico del 6,5% en el año 2.000, la Reserva Federal lo redujo al 1,25% en diciembre de 2.002. Con una inflación situada en torno a un 2%, el coste real del endeudamiento a corto plazo -ajustado a la depreciación monetaria-, era negativo. No sería sorprendente que su resultado fuese el de un elevado endeudamiento por parte de familias, empresas, y, entidades financieras.

La mayoría de las crónicas de la crisis crediticia, se han centrado en subrayar el rápido crecimiento de la deuda hipotecaria, especialmente en la de alto riesgo (subprime), pero la alarmante cifra de débito contraído a consecuencia de la proliferación de transacciones inmobiliarias, era sólo una parte de un boom crediticio mucho mayor. La verdadera escalada del endeudamiento se produjo en el sector financiero.

A medida que los tipos de interés caían en picado, bancos comerciales y de inversión, compañías hipotecarias, sociedades de inversión inmobiliaria, fondos de inversión, y, compañías financieras de todo tipo, apalancaron cada vez más sus balances. Por diferencia entre la rentabilidad de las inversiones en la que se materializaban los fondos procedentes del endeudamiento, y, el coste financiero de este último, se obtenía un beneficio adicional según hemos visto en el epígrafe anterior.

Pero cualquier entidad financiera con altos niveles de endeudamiento es vulnerable a impactos negativos -por ejemplo, inversiones fallidas-, por lo que

la magia del apalancamiento funciona en ambas direcciones.

La rápida expansión del sector financiero se tradujo en una gigantesca burbuja crediticia que acompañaría, y, haría sombra, a la burbuja inmobiliaria. Sin embargo, y, durante algún tiempo, pasaría prácticamente desapercibida. El presidente de la Reserva Federal tenía que ser consciente de lo que estaba ocurriendo. No en balde, ya en 2.002, el Banco Internacional de Pagos (BIS), con sede en Basilea (Suiza), publicó un informe en el que se recogía que el gran aumento experimentado en el porcentaje de deuda con respecto al PIB, presagiaba una crisis financiera. Nadie prestó atención entre la clase política dirigente de EE.UU.; tampoco lo hizo Greenspan.

Entre 1.998 y 2.006. Alan Greenspan presidió el desarrollo de dos de las mayores burbujas especulativas de la historia de los EE.UU. La primera, la de los puntocom, le estalló en activo en el año 2.000. La segunda, fue un legado cuyo estallido dejó a su sucesor, Ben Bernanke. La gestión que llevaría a cabo durante su presidencia confirmaría el cumplimiento de la “hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, a saber: Que la suma de dos fuerzas – apalancamiento e innovación financiera- en un marco de política desreguladora, estuvo a punto de aplastar el sistema.

Durante los años noventa, Greenspan desempeñó un papel clave en el desmantelamiento de la Ley Glass-Steagall, la legislación procedente de la época de la Gran Depresión que impedía que las instituciones depositarias –los bancos comerciales- tomaran parte en las actividades de la banca de inversión o especulativa. En noviembre de 1.999, el

Congreso, con el visto bueno de Greenspan, aprobó la Ley Graham-Leach-Bliley, que revocaba la mayor parte de la legislación heredera de las cautelas que se adoptaron tras la Depresión. La firmaría el presidente Clinton.

Críticos, como Taylor y Fisher, han puesto de relieve la postura monetarista excesivamente flexible de Greenspan. Otros han centrado su objeción en su desmedido apoyo a la desregulación. Pero fue la combinación de ambas políticas – hubiese dicho Minsky, ya fallecido-, la que iba a resultar tan perniciosa.

La coexistencia de una Reserva Federal acreditada para imprimir dinero, y, para asegurar depósitos, con un Congreso con poder para autorizar rescates financieros descomunales, garantizaba una sólida y tupida red de seguridad a las grandes entidades financieras. “Es una forma de capitalismo para amiguetes. Las ganancias de la innovación y de la especulación financiera se privatizan...Gran parte de las pérdidas se socializan. Un marco de políticas de este tipo no solamente es injusto, sino que además es desestabilizador”, concluye Cassidy.

12. La burbuja inmobiliaria en Estados Unidos

En una burbuja inmobiliaria, la política monetaria es fundamental. Los bajos tipos de interés proporcionan el helio que la desarrolla, apunta Cassidy.

En términos cuantitativos, no tiene nada que ver, no es comparable a la burbuja de las puntocom. Fue con el inicio de 2.003 -coincidiendo con la reducción de los tipos de interés a

mínimos históricos por la Reserva Federal-, cuando los precios comenzaron a distanciarse de los salarios. Entre 2.002, y, 2.006, la relación “precios medios/ingresos medios anuales de los hogares” habría pasado de 3,6 a 4,6.

Cuando los precios medios de las propiedades inmobiliarias empiezan a subir, los prestamistas están dispuestos a conceder préstamos más elevados, porque el valor al alza que los garantiza -el propio inmueble-, sirve de soporte. Este aumento de precios genera más demanda, lo que a su vez da lugar a precios más altos. ¿Cómo se explica? Sucede que en los mercados que contienen un elemento especulativo como en el de los bienes raíces -en los que los potenciales compradores esperan incrementos adicionales con los que especular-, mayores precios tienden a generar mayor demanda, porque envueltas en una burbuja especulativa las curvas de oferta, y, de demanda, que en su punto de intersección fijan los precios, no se contrarrestan.

Las administraciones de Clinton y Bush presionaron a los dos gigantes de las hipotecas patrocinados por el gobierno - Fannie Mae y Freddie Mac-, para que comprometieran mayores recursos líquidos en la adquisición de préstamos hipotecarios a bancos, y, a otros promotores inmobiliarios. El mercado de títulos hipotecarios ganó liquidez y liberó fondos para nuevos préstamos ayudando a mantener bajos los tipos de interés.

El segundo componente determinante de la burbuja -la innovación financiera-, se manifestó con un amplio repertorio de novedades. No obstante, el factor que primordialmente impulsó los precios al alza -con marcado deterioro de los

criterios crediticios-, lo fue el boyante mercado de la titulación hipotecaria. Los préstamos a interés variable, de sólo interés (sin amortización de capital), y, otras modalidades exóticas, desempeñaron un papel secundario.

Siempre que hubiese suficiente demanda, el mecanismo de la titulación permitía trocear los préstamos hipotecarios y colocarlos en el mercado en forma de bonos. Como quiera que, en el caso de impago, la pérdida la soportaba el inversor final, los agentes y prestamistas carecían de motivación para asignar los capitales prudentemente. Las facilidades fueron enormes, y, no es de extrañar que los potenciales prestatarios acudieran en tropel a solicitar nuevos créditos.

Los operadores tradicionales ya consolidados – Washington Mutual, Countrywide, etc. -, se enfrentaban a una disyuntiva ya enunciada, la del dilema del prisionero. En principio, estos intermediarios habrían preferido seguir apegados a sus criterios de banca tradicional. Pero en el frenético ambiente de una burbuja, quedarse atrás significaba perder cuota de mercado; que se resintiera su cuenta de explotación, y, la cotización de sus acciones. En el lenguaje de la “teoría de juegos”, ir con la multitud constituye la estrategia dominante; estrategia de adaptación que les compromete a ofrecer -prisioneros de las pautas que ahora rigen en el mercado-, cualquier tipo de transacción que sus competidores estuvieran ofertando.

El tercer elemento a considerar en la burbuja especulativa, pertenece al campo de la disciplina denominada psicología de masas. El exceso de confianza (dar por sentado que la tendencia creciente de los precios es irreversible), la miopía del

desastre (cada burbuja nubla la mente y borra de la memoria experiencias similares que podrían servir de refrigerante), y, el comportamiento gregario o imitación (si no compro ahora los precios seguirán subiendo y nunca no me lo podré permitir), eran quizás los atributos más definitorios de lo que estaba ocurriendo. Todo esto resultaba obvio en la última fase del *boom*, cuando se llegó al erróneo consenso de que los precios de la vivienda sólo podían moverse en una dirección: hacia arriba.

13. El caso particular de la cadena de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos

El escenario anterior sería caldo de cultivo idóneo para el desarrollo de una variante de las hipotecas prime, las *subprime*, que parecía favorecer, en principio, a todos los participantes en esta nueva línea de préstamos. Familias, agentes hipotecarios y prestamistas, inversores y agencias de calificación se sentían beneficiarios del nuevo paradigma del crédito.

El nacimiento del nuevo sector de las hipotecas de alto riesgo, *subprime*, puede datarse en 1.980, cuando se aprueba la Ley de Desregulación de Instituciones Depositarias y Control Monetario.

La forma mediante la que tradicionalmente los bancos se habían ocupado de racionar los préstamos era conocida como el sistema de “selección adversa”. Un candidato a prestatario en principio era rechazado de plano -presunto insolvente-, a menos que demostrase capacidad suficiente para reintegrar cuotas de capital e intereses.

Con la modalidad de las obligaciones hipotecarias “*subprime*”, una vez *titulizadas*, los últimos tenedores -los inversores-, se subrogaban en el riesgo de impago por parte del prestatario. Entre ambos -comprador de la vivienda e inversor-, se interponía una larga cadena de intermediarios al olor del beneficio rápido y exento de riesgo: Agentes hipotecarios, prestamistas hipotecarios, bancos de inversión, sociedades vehiculares de estos últimos, agencias de calificación, operadores de bolsa, y, sociedades de inversión inmobiliaria.

Las hipotecas *subprime* son productos complejos con tipos de interés, comisiones y penalizaciones de diversa índole, ininteligibles para la mayor parte de los candidatos a prestatarios, pero no para la otra parte, los agentes hipotecarios y prestamistas. La información insuficiente o imperfecta -fallo de mercado-, daba pie a “préstamos depredadores”. Solo así era posible retribuir a todos los participantes de la cadena.

Los agentes hipotecarios, que se habían multiplicado como moscas, no estaban sometidos a supervisión federal. En 2.004, según un estudio, había más de cincuenta mil agentes dando empleo a más de cuatrocientas mil personas. Sólo unos pocos estados les impusieron una obligación fiduciaria. Otros les exigieron una licencia, lo que implicaba que tenían que demostrar que poseían cierto nivel educativo. Pero en general, la supervisión y el control brillaban por su ausencia, por lo que las normas reguladoras se aplicaban con bastante laxitud.

Los prestamistas hipotecarios más importantes, integrados en los grandes holdings bancarios –como Citigroup, JP

Morgan o Wachovia-, actuaban sin un conjunto de normas uniformes que hubiesen facilitado la supervisión de los reguladores.

A su vez los bancos de inversión, con la eclosión de la demanda de los títulos *subprime*, estaban ansiosos por hacerse con préstamos inmobiliarios.

Las agencias de calificación, que originariamente trabajaban y recibían su retribución de los inversores, en los años setenta comenzaron a evaluar por encargo de los emisores: Corporaciones, ayuntamientos, bancos de inversión, etc. Hasta entonces su papel había sido el de proteger a los adquirentes de títulos, y, pasaron a convertirse en organizaciones orientadas hacia el mercado, trabajando en estrecha colaboración con la banca de Wall Street. Quedaron así atrapados en el conflicto de intereses intrínsecos al modelo de negocio en el que el emisor es el que les paga, y, el que les exige. Pese a ello, la mayoría de los inversores confiaba en las agencias de calificación, y, no se preocupaban por los detalles.

El primer golpe que hizo tambalearse al mercado de las hipotecas *subprime*, tuvo lugar entre 1.997 y 1.998 cuando trascendió la información de que los prestatarios estaban incumpliendo pagos. A consecuencia de ello, se redujo la demanda. Pero entre 2.001, y, 2.002, coincidiendo con el brusco recorte de intereses por parte de la Reserva Federal, el mercado de las hipotecas *subprime* se recuperó.

Lo que se necesitaba era que alguien diese la voz de alarma sobre la normativa en materia de préstamos e hiciese frente a la política del “laissez-faire”, de la que quizás Greenspan era el responsable

principal, pero no el único. Sobre políticos, economistas, ejecutivos de Wall Street, y, sociedad en general, se había instalado un consenso favorable racionalmente irracional.

14. La gestión del riesgo

En el largo y segmentado proceso de intermediarios, nadie desempeñaba el papel del responsable del riesgo, chapado a la antigua, que investigase individualmente a cada solicitante de un préstamo. El estándar de calidad pasó a depender en buena medida del software de precalificación automatizada, al que el departamento de promoción y supervisión rara vez ponía objeción si se respetaba el perfil tipo.

Entre los políticos, los ejecutivos de Wall Street, y los economistas, también reinaba la convicción de que los avances en la tecnología financiera habían permitido a los bancos, y, a otros prestamistas, gestionar el riesgo con eficacia creciente. Los departamentos de investigación de las entidades financieras estaban repletos de físicos, matemáticos y estadísticos. La respetabilidad y la solvencia que inspira a todo lo que se expresa en lenguaje matemático, dio a políticos y banqueros una sensación de seguridad que resultaría falsa. Estaba sucediendo algo excepcional: La gestión de riesgos, durante mucho tiempo una disciplina incierta e intuitiva, parecía haberse convertido en una ciencia exacta.

“Si todo suena a alquimia es porque lo es”, considera Cassidy.

Las técnicas de gestión de riesgos que Merrill Lynch, y, otras muchas grandes entidades financieras habían adoptado, pasó a depender de modelos estadísticos

de predicción, *Value at Risk* (VAR), del riesgo. A estos modelos se les atribuía la ventaja de que constituían un sistema flexible que captaba la evolución del riesgo. El acuerdo bancario de 2.004 Basilea II lo incorporó, de modo que los gobiernos de los países más avanzados decidieron utilizarlo como base de su marco regulatorio. Las entidades financieras podían acomodar sus dotaciones de capital a las fluctuaciones VAR.

Se trata, en efecto, de una técnica que significa un gran avance -proporciona una valiosa información-, puesto que ayuda a entender lo que cabe esperar a diario en un entorno más o menos estable. Se le adjudican, no obstante, no pocos inconvenientes que arraigan en su propia elaboración conceptual, esto es, en su presunta capacidad de previsibilidad.

En primer lugar, se le reprocha que no pondera suficientemente la cuestión elemental de que los datos históricos son de una utilidad limitada a la hora de predecir movimientos futuros de los mercados. Como Keynes había señalado, el devenir es básicamente imprevisible; los posibles sucesos potencialmente negativos son de muy diversa naturaleza -a nivel individual y colectivo-, y, pueden y suelen manifestarse sin previo aviso.

En segundo lugar, se objeta que ningún análisis estadístico puede sustituir -aunque sí complementar-, la experiencia y el criterio profesional en la gestión de riesgos. La metodología VAR da pie, por el contrario, a que personas con deficiente formación se hagan cargo de una materia tan sensible como lo es la administración de dinero ajeno.

Otra herramienta que creció de forma exponencial lo fue la de los *seguros de crédito* CDS (Credit Default Swap), que aunque no constituían propiamente una innovación, pasaron a convertirse en un segmento de negocio verdaderamente importante.

El CDS es un producto que permite -a cambio de una prima-, transferir el riesgo a otra entidad, normalmente compañía de seguros o banco; el cedente libera así capital que puede utilizar con otros fines.

Los bancos podían conceder préstamos sin acarrear el riesgo -por primera vez en la historia-, que ello implicaba, ejecutoria por sí sola lo suficientemente sorprendente como para que se hubiesen disparado las alarmas. Para los defensores del “laissez-faire” se trataba -por el contrario-, de una innovación saludable, porque procediendo así los riesgos quedaban desmenuzados, y diluidos, contribuyéndose con ello a la estabilidad del sistema.

La realidad sería muy diferente. Resultó que para una compañía de seguros cualquiera, la posibilidad de recibir efectivo -las primas-, sin tener que movilizar capital era sumamente atractiva. Sin embargo, como proveedor de CDS, estaba subrogándose en los riesgos del banco que prestaba el dinero sin corresponder con un nivel adecuado de reservas.

En mayo de 2.005, Greenspan alabaría estos derivados crediticios, afirmando que su desarrollo “había contribuido a estabilizar el mercado bancario, permitiendo a los bancos, especialmente a los más grandes y sistémicamente importantes, medir y gestionar sus riesgos de una manera más eficaz. A finales del

mismo año, bancos comerciales y de inversión, aseguradoras, habían participado muy activamente en el mercado de seguros de crédito. La posterior caída, entre otras, de la gigante AIG, le dejaría en evidencia.

Su sucesor a partir de 2.006, Ben Bernanke, no se esforzó en revertir la política de no intervención de la Reserva Federal. La idea de que el modelo VAR, y, la extensión de los seguros de crédito, racionalizaba y facilitaba la gestión de riesgos, alcanzó el estatus de dogma oficial.

15. Los incentivos distorsionan el mercado

La recuperación de la economía de la recesión que siguió a la crisis energética que se produjo ya avanzada la década de los setenta, se debió -en gran medida-, a la consolidación política del argumento de que una alta fiscalidad y una regulación excesiva estaban ahogando a la economía. La elección de Margaret Thatcher y de Ronald Reagan, se debió en parte a su promesa electoral de restaurar los incentivos al trabajo y a la inversión.

Durante la era Greenspan, “la desregulación y la innovación financiera impactaron en la economía hasta sacarla de su configuración estable, colocándola en el camino de una burbuja”, afirma Cassidy. No sería correcto -continúa-, atribuir en exclusiva a algún factor de los ya enumerados la responsabilidad del daño causado; lo que lo provocó fue el resultado de la suma y de la combinación de todos ellos.

Un componente del *boom*, que actuaría como acelerador, lo fue el papel desempeñado por los desproporcionados paquetes de incentivos que muchos operadores, y, directivos de Wall Street, recibían.

El problema de los incentivos distorsionados quizás sea más acusado en los mercados financieros que en los del resto de la economía; pero no es patrimonio exclusivo del mismo. La búsqueda racional del propio interés es el que mueve al agente hipotecario a orientar a las modestas familias hacia hipotecas de alto riesgo, lo mismo que a los prestamistas, a los bancos de inversión que adquieren y titulizan los préstamos, a los analistas de las agencias de calificación, a los operadores de bolsa, y, a los gestores de los fondos de inversión que los compran.

Cuando los mercados están subiendo, los operadores de bolsa reciben generosas comisiones. Por el contrario, cuando las cosas van mal son los accionistas de las empresas los que sufren el grueso de las pérdidas. En este supuesto, la desventura del mediador bursátil es limitada. Puede perder su cliente o a lo sumo quedarse sin empleo, pero no se ve obligado a extender un cheque para cubrir el quebranto de sus errores puesto que dispara con pólvora ajena.

Algo similar, sucede con los altos directivos de las entidades financieras que tienen entre sus competencias la responsabilidad de gestionar los riesgos que sus empresas asumen. En líneas generales, puede afirmarse que disfrutaban de una gama de incentivos distinta aunque equivalente a la de los agentes de bolsa. Sucede que si las cosas van bien, la cotización de las acciones de su empresa -

y consiguientemente la de sus opciones sobre las mismas-, sube. Si van mal, suelen recibir paquetes de “jubilación” sumamente gratificantes.

En la banca de Wall Street, la cuestión de los incentivos es muy espinosa. A consecuencia de ello, sus dirigentes han llevado su gestión al límite -y en numerosas ocasiones bastante más allá-, de lo que aconsejaba la prudencia. En medio de una burbuja crediticia, quedarse fuera del reparto no constituía una decisión aceptable para alguien cuya misión precisamente consistía en mantener a la vanguardia del sector la entidad que dirige. Más bien al contrario, la elevada retribución que perciben está en razón directa de que se espera de ellos que pongan en práctica políticas de expansión que generen un crecimiento extraordinario. Porque la cuestión de reducir los costes de transformación, y, de mantener la calidad del producto, se da por sobreentendida. Lo que adquiere especial relieve es la consecución de mayores cotas de contratación, dato que en los mercados financieros se traduce en un impulso al alza el valor de las acciones. Y aunque los administradores de Wall Street muestren en privado ciertas reservas sobre la oportunidad de adentrarse en nichos de mercado un tanto arriesgados -como en el caso de las *subprime*-, lo cierto es que una vez que la ponen en práctica sus competidores, la peculiar pero convincente lógica del “*dilema del prisionero*”, se hacía con el control de sus voluntades.

En cierto modo, le asistía la razón a Greenspan cuando afirmaba que casi todos los participantes del *boom* actuaban “en su propio interés racional”. Pero el resultado que obtendría sería el de una ruinosa burbuja inmobiliaria y crediticia.

16. El desenlace de la crisis. Los planes de rescate

Los mercados financieros viven en relativa calma la mayor parte del tiempo. Hasta que se topan con un punto crítico. Los grandes participantes, bancos, fondos de inversión, etc. -como obedeciendo a una señal-, se apuntan a las órdenes de venta; le dan preferencia a la liquidez; optan por reducir activos de riesgo. Donde antes había heterogeneidad -oferentes y demandantes-, ahora reina la unanimidad, todos quieren vender. Los mercados financieros son el mejor ejemplo de entorno en el que la acción de las partes intervinientes afecta a los propios resultados.

En la mañana del 9 de agosto de 2007, BNP Paribas -uno de los mayores bancos franceses-, anunciaba la suspensión de reembolsos de tres de sus fondos con activos compuestos por títulos hipotecarios estadounidenses.

El anuncio de BNP hizo que las cotizaciones se tambalearan. En Wall Street, el Dow Jones cayó 387 puntos, casi un 3%. Pero esta reacción fue leve en comparación con lo que sucedería en los mercados de crédito interbancario. La actividad se frenó casi por completo en un segmento del que dependen los bancos para financiar sus operaciones del día a día.

El mercado se enfrentaba a un caso de información oculta. Muchas instituciones financieras desconocían el verdadero valor de los títulos de alto riesgo. Y algo aún peor, los potenciales prestamistas no tenían manera de verificar la posible exposición a los activos tóxicos, de sus posibles prestatarios. La opacidad de la cadena de titulización hipotecaria

constituía un serio obstáculo a las transacciones entre bancos. El sistema de telecomunicaciones de Hayek ya no emitía ninguna señal de precios. Su sistema de fijación -en el que se basan todas las economías de libre mercado-, se había venido abajo.

Las primeras instituciones afectadas fueron los vehículos de inversión estructurada (SIV, por sus siglas en inglés), y, las sociedades vehiculares (conduits), y, otras entidades fuera de balance que integran el sistema bancario en la sombra (shadows bank). Estas sociedades financiaban sus inversiones en títulos hipotecarios mediante la emisión de pagarés de empresa, cuyo mercado, de la noche a la mañana, se vino abajo.

La crisis de las hipotecas de alto riesgo pasó a ser noticia de primera plana pero, sorprendentemente, el reconocimiento de los mercados de su daño potencial era muy escaso. En diciembre de 2007, el Dow Jones cerró ligeramente por encima del nivel que había alcanzado el 1 de agosto, antes del incidente del BNP Paribas. Los políticos también subestimaron la debacle que se avecinaba. Y por parte de la Reserva Federal, Ben Bernanke sostenía que se trataba de una crisis de liquidez pasajera que muy pronto se resolvería por sí sola.

Con la caída del mercado de pagarés, el sistema bancario en la sombra tuvo que volver su mirada hacia sus empresas matrices. La única alternativa viable era la obtención de líneas de crédito en sustitución de los bonos hipotecarios; naturalmente, serían los propios bancos - Citigroup, JPMorgan Chase, HSBC-, los que prestarían apoyo a las empresas del holding. Se había producido una implosión.

Cuando este hecho salió a la luz causó una gran consternación. Sin embargo no fue el único factor que amplificó el descalabro. Las entidades financieras se vieron forzadas a poner en venta otros activos sanos -el mercado de hipotecas estaba congelado-, haciendo que sus precios bajasen. Se intensificó la crisis; la perturbación se alimentó a sí misma y se hacía cada vez mayor. La “hipótesis de la inestabilidad financiera” de Minsky, iba tomando cuerpo.

Los acontecimientos condujeron a una espiral de pérdidas desastrosa, con caídas recurrentes de precios y ventas en un proceso imparable. Este círculo vicioso no sería exclusivo de los mercados financieros. En el sector inmobiliario, en plena recesión, las ejecuciones por falta de pago estaban a la orden del día, provocando ventas forzosas y presión a la baja sobre los precios.

Lo peor del pánico bancario es que -una vez que se instala-, incluso una institución intrínsecamente sólida, puede caer.

A principios de marzo de 2008, comenzaron a circular rumores sobre la salud financiera de Bear Stearns. La Reserva Federal anunció que financiaría temporalmente a Bear, con JP Morgan Chase actuando como sociedad vehicular. El domingo 16 de marzo de 2008, JP Morgan compraría Bear al precio de dos dólares la acción.

La crisis de las hipotecas de alto riesgo, que ya duraba más de seis meses, estaba entrando en una etapa más épica, y, sobre todo, más costosa para los contribuyentes.

A partir de entonces los acontecimientos se precipitan. El domingo 7 de septiembre, Henry Paulson, secretario del Tesoro, hizo público que Fannie Mae y Freddie Mac - las dos grandes sociedades hipotecarias auspiciadas por el gobierno-, serían tuteladas por el ejecutivo, lo que subrepticamente equivalía a una nacionalización.

Transcurridos sólo dos días, el miércoles 9 de septiembre, las acciones de Lehman Brothers caerían casi un 45% cuando se dio a conocer que no había asegurado una inversión multimillonaria de un banco coreano. Pero esta vez no habría rescate gubernamental, y, el día 15 de septiembre, se declararía en bancarrota.

La política de no intervención que el Departamento del Tesoro, y, la Reserva Federal, adoptaron con Lehman Brother, representaba un asombroso e inexplicable cambio de rumbo de una política contraria a priori de que las entidades financieras de gran tamaño -por temor al riesgo sistémico-, sufrieran una debacle.

La tarde del martes 16 de septiembre la Reserva Federal rescató a AIG, el gigante de los seguros, que se había quedado sin liquidez. Su problema era los aproximadamente 400.000 millones de dólares de protección -seguros de crédito-, que había proporcionado a bancos y a otras entidades financieras. La Reserva Federal, a cambio, obtenía garantías que le daban derecho a una participación del 79,90% en el capital de AIG. El contribuyente estadounidense añadía a su cartera la compañía de seguros más importante del país.

El 3 de octubre de 2008 el Congreso otorgó -en un segundo intento-, al Departamento del Tesoro, la autorización para disponer de 700.000 millones de dólares -alrededor de un 5% del PIB-, para la compra de activos bancarios tóxicos.

En otros países avanzados - particularmente en los de la Unión Europea-, se adoptaron asimismo programas de estabilización financiera similares con la finalidad de hacer frente el riesgo sistémico. Pero las medidas llegaron demasiado tarde para evitar la mayor recesión económica acaecida desde los años treinta del pasado siglo.

El desenlace, a escala mundial, demostraba que Minsky también acertaba al afirmar, que el sino de la economía estaba inexorablemente ligado a lo que aconteciese en Wall Street. Condicionada por las finanzas, la interrupción de los flujos de crédito repercutiría inevitablemente sobre la inversión, el empleo, y, el gasto.

Afortunadamente, las intervenciones gubernamentales activas habían logrado evitar un derrumbe general del sistema financiero. ¿Qué hubiese ocurrido si los gobiernos se hubiesen adherido incondicionalmente al proclamado lema del “laissez-faire”? Esto es, ¿qué hubiese sucedido si en vez de inundar el sistema financiero con préstamos baratos, de inyectar dinero de los contribuyentes a los bancos, y, de impedir que se repitiera otro caso semejante al de la caída de Lehman, los estados se hubiesen echado a un lado para dejar vía libre a la “mano invisible”? El recuerdo de la Gran Depresión fue suficiente para dar cumplida respuesta a todas estas cuestiones.