

Cómo se generó la catástrofe, y quiénes se enteraron y quiénes no

Raimundo Ortega

George Cooper

THE ORIGINS OF FINANCIAL CRISES
Harriman House, Petersfield

Mohamed El-Erian

WHEN MARKETS COLLIDE
McGraw-Hill, Nueva York

Martin Wolf

FIXING GLOBAL FINANCE
The John Hopkins University Press, Baltimore

Esta reseña se escribe a finales de la primavera de 2009, con la economía y los mercados financieros sumidos en un profundo letargo en el cual sólo unos escasos optimistas –en su mayor parte por obligación–; adivinan ya signos firmes de mejoría. La mayoría de los analistas mantiene que todavía es pronto para otear una recuperación que se divisa lejana. Así las cosas, comprender cómo y por qué estamos sumidos en una crisis casi tan devastadora como la de 1930 resulta imprescindible.

LA VISIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y DEL FMI

Me propongo, antes de reseñar las tres obras arriba indicadas, hacer un breve repaso a cuál era la visión general de la coyuntura y las preocupaciones financieras de tres grandes bancos centrales, al igual que la del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el período 2004-finales de 2008 y comienzos de 2009, reflejadas en los informes semestrales del FMI, de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), del Banco de Inglaterra (BoE) y del Banco de España (BdE)[1] de acuerdo con un esquema que describe, primero, la situación económica básica, continúa con la aparición y confirmación de los rasgos generales más preocupantes, y concluye con el comportamiento de las entidades financieras y la actuación de las entidades reguladoras y supervisoras y las advertencias del FMI.

1. Situación económica

Entre 2004 y comienzos de 2007, las cuatro instituciones subrayan las sólidas perspectivas económicas y destacan el ritmo de crecimiento de los respectivos países –o el mundial en el caso del FMI–, la estabilidad de los precios, la buena situación de las familias –que pronto empezará a preocupar al BdE– y las empresas, así como la mejoría en las condiciones financieras, debida en parte al descenso de los tipos reales de interés. El optimismo es más acusado en los informes de la FED, todavía presidida

por Alan Greenspan. Ciertamente es que aparecen algunas dudas: el BoE expresa sus reservas respecto al mantenimiento del esquema de flujos internacionales de capital en caso de presiones bajistas sobre el dólar o de riesgos sistémicos derivados de variaciones bruscas en los precios de ciertos activos (junio de 2005) o las consecuencias del endeudamiento de familias y empresas (julio de 2006); al FMI le inquietan los posibles desajustes del tipo de cambio del dólar (abril de 2004) y los problemas de liquidez derivados de la «proliferación de instrumentos financieros complejos y apalancados» (abril de 2005, p. 3); por último, el BdE destaca reiteradamente el elevado crecimiento del crédito a las empresas de construcción y promoción inmobiliaria y a las familias para adquisición de viviendas (mayo de 2004 y 2005), en un entorno de fuerte crecimiento económico, tipos de interés bajos, recuperación de la Bolsa y apreciación del euro frente al dólar, pero no olvida que, por ejemplo, en el caso de las familias la contrapartida es un aumento del endeudamiento en relación con su renta disponible y una carga financiera que acabaría mermando su situación patrimonial (diciembre de 2005).

Una versión en general tan optimista comienza a cambiar a principios de 2007. El FMI, que en su informe de septiembre de 2006 confiaba aún en que «el sólido crecimiento y la contención de la inflación prosigan» (p. ix), siete meses después señalaba riesgos ligados al deterioro del mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo (*subprime*) y sus repercusiones sobre la liquidez, los mercados de crédito y productos complejos, sin olvidarse de los desequilibrios de balanza de pagos y su conexión con los flujos internacionales de deuda. A partir de 2006, los informes de la FED llevan la firma y la impronta de su nuevo presidente, Ben Bernanke, y aun cuando en febrero de 2007 mantienen que la economía muestra un «tono expansivo», se detecta el comienzo de una transición hacia un período de ritmo más sostenible debido a un claro descenso en la construcción de viviendas y un alza más pausada en sus precios (febrero de 2007), indicándose un año después que tanto la caída del consumo y la inversión privados como el debilitamiento de la demanda exterior de productos estadounidenses ha llevado a la FED a revisar a la baja sus previsiones de crecimiento para 2008.

El BoE recordaba en abril de 2007 los peligros que para la economía real generaban tanto la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales como las consecuencias del elevado endeudamiento de familias y empresas británicas (julio de 2006). En cuanto al BdE, en noviembre de 2006 realizaba el fuerte crecimiento de la actividad económica mundial y la favorable coyuntura española y se atrevía a afirmar, en mayo de 2007, que «el sistema financiero internacional ha mostrado una notable capacidad de resistencia ante la concreción de episodios adversos» (p. 11), si bien advertía una cierta desaceleración en el crédito a las empresas. Pero es en el otoño de ese año cuando se revela la magnitud de los problemas y cuando el FMI y los bancos centrales tocan a rebato alarmados por las consecuencias de la crisis generada en el mercado *subprime* norteamericano. La FED, responsable parcial de la misma, avisó en julio de 2007 acerca de la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía como consecuencia del ajuste en el sector de la construcción para reconocer, en julio de 2008, los efectos del endurecimiento en las condiciones para la concesión de créditos, potenciados, además, por las subidas en los precios del petróleo y otras materias primas, a lo que iría uniéndose (febrero de 2009) el pronunciado declive en el valor de diversos activos. Tanto el BoE como el BdE se preocupan igualmente por las consecuencias de la inestabilidad financiera sobre la marcha de los sectores reales de

sus respectivas economías (abril de 2008 en el caso del primero, y noviembre de 2008 y mayo de 2009 en el del segundo).

2. Estructura y evolución de los mercados financieros

Entre 2004 y 2006, las cuatro instituciones reflejan en sus informes una visión optimista respecto a la estabilidad financiera internacional y sobre la liquidez y solvencia de los sistemas bancarios. Así lo expresa el BoE en diciembre de 2004, julio de 2006 e incluso abril de 2007; por su parte, el BdE reitera en mayo de 2004, diciembre de 2005 y noviembre de 2006 la elevada rentabilidad de las entidades españolas y su solvencia, así como la reducida tasa de morosidad. Las referencias a tales cuestiones son nulas en los informes de la FED, si bien en julio de 2006 aparece alguna muy escueta. Por su parte, el FMI, que en abril de 2004 había calificado de «momento dulce» la situación de los mercados financieros internacionales, dos años después (pp. 1 y 2) hacía una referencia respetuosa a una frase de Greenspan, pero señalaba que los modernos mercados de capitales ofrecen «un nivel de información bajo sobre la distribución del riesgo a y entre entidades no financieras, lo cual aumenta el potencial de sorpresas desagradables originadas en segmentos de mercado menos regulados», advirtiendo además de que un posible cambio del ciclo provocaría riesgos de todo tipo en los mercados.

BdE, BoE y FMI habían señalado los peligros implícitos en una estructura de los mercados cada vez más dependiente de productos derivados de créditos poco transparentes en la asignación del riesgo y de un apalancamiento creciente, combinado todo con una política monetaria acomodaticia y unos criterios laxos de concesión de créditos. Pero fue en el verano de 2007 cuando el sector de préstamos *subprime* provocó una reducción del crédito a las familias y, a medida que se extendían las pérdidas en esos mercados y en los productos estructurados con ellos relacionados, los inversores acentuaban su recelo, reduciendo su predisposición a aceptar riesgos y poniendo en cuarentena la solidez de un entramado de diferentes activos y provocando una elevada volatilidad y una merma en la liquidez, tanto en los mercados estadounidenses como de otros países. La situación se agravó por las posibles pérdidas y por la amenaza de tener que volver a incluir en los balances bancarios un volumen elevado de activos traspasados a entidades especializadas («vehículos») cuya financiación en el mercado de papel comercial se había esfumado. Esa «reintermediación» acentuó una actitud conservadora en la gestión de la liquidez y equilibrio de los balances que desembocó en mayores restricciones crediticias para la clientela[2]. No conviene perder de vista tampoco que la crisis financiera coincidió con el final de un ciclo económico excepcionalmente favorable y dilatado.

3. Comportamiento de las instituciones supervisoras y de las entidades crediticias

Como acertadamente se ha explicado[3], la actual crisis crediticia combina rasgos comunes con otras anteriores -un dilatado período de expansión crediticia fomentado por la liberación o innovación financieras desemboca en crecientes desequilibrios que acaban por romper el eslabón más débil, en este caso la estructura de derivados de crédito-, con otros específicos que explican la rapidez y profundidad de las perturbaciones que padecemos: activos menos seguros que se encuentran fuera de

balance, endeudamiento fortísimo de las familias y empresas, créditos estructurados que operan simultáneamente como palanca de endeudamiento y como mecanismo de aseguramiento del mismo. La cuestión consiste en aclarar el papel de las entidades crediticias y de las instituciones supervisoras en la génesis y desarrollo de la crisis. Comencemos por las primeras, advirtiendo la ausencia de comentarios que la FED hace respecto a su comportamiento.

En opinión del FMI, la «búsqueda de rentabilidad» constituía un peligro que amenazaba con originar la desaparición de alguna entidad que hubiese cometido errores serios de gestión, razones por las que (abril de 2005) aconseja a los gestores prudencia a la hora de valorar las contrapartidas sin confiarse en la excelente situación presente de los beneficios. El BoE reiteraba durante el bienio 2004-2005 que el sistema financiero británico gozaba de una sólida estabilidad, pero advertía respecto a riesgos tales como la búsqueda frenética de la rentabilidad, que fomentaba el incremento de productos muy apalancados y potencialmente ilíquidos, débiles controles operativos internos o ignorancia del peligro que para los futuros beneficios comportaba la persistencia de curvas de interés planas.

El caso español no era muy diferente, a juzgar por la lectura de sus informes de estabilidad financiera. Las entidades de depósito (ED) vivieron un período de tipos de interés bajos asentadas en una alta rentabilidad y unos sólidos coeficientes de solvencia cuyo motor fue un espectacular crecimiento del crédito concedido a las empresas de construcción y promoción inmobiliarias (en junio de 2006 el concedido a ese tipo de empresas alcanzó un ritmo de casi el 50%), muy superior al de los pasivos tradicionales, de tal forma que ese amplio margen forzaba cada año a recurrir a la financiación interbancaria exterior y a la emisión de valores con el consiguiente efecto sobre los márgenes y la necesidad de recurrir a una estrategia de titulización creciente.

Desde mediados de 2006 todos esos riesgos comienzan paulatinamente a materializarse y la crisis de las *subprime* provoca el estallido. Se erosiona la liquidez en los mercados, se agudiza el riesgo de crédito en un abanico amplio de instrumentos, a pesar de lo cual el BdE afirma en abril de 2008 que las pruebas de resistencia realizadas con escenarios macroeconómicos adversos muestran una notable capacidad de resistencia de las ED españolas. Desgraciadamente, la gravedad de la situación ha seguido acentuándose en la mayoría de los mercados a pesar de las drásticas medidas de apoyo adoptadas por los poderes públicos de muchos países, y todo ello sobre el trasfondo de un deterioro rápido e intenso de la economía real en casi todo el mundo, de tal forma que no podemos dar por segura la supervivencia del actual sistema bancario[4].

¿Cómo podría enjuiciarse la actuación de las instituciones reguladoras a partir de sus propios informes públicos? En primer lugar, parece fundado afirmar que hubo por su parte una cierta complacencia ante una coyuntura económica general favorable cimentada en bases susceptibles de deterioro muy rápido a juzgar por los antecedentes de situaciones parecidas, al tiempo que tendieron a olvidar cómo se comportarían partidas clave de los balances bancarios en escenarios menos favorables. Las autoridades mantuvieron una creencia ingenua en ciertos casos, y dogmática en otros, respecto a la capacidad de los mercados para discriminar los riesgos potenciales anejos

a instrumentos hijos de una innovación incontrolada y a prácticas financieras como los excesivos apalancamientos. Y todo ello sin asegurarse de que los gestores de las entidades contaban con los sistemas internos adecuados de gestión de riesgos, los inversores recibían la necesaria información y las propias autoridades conocían lo que estaba sucediendo ante sus ojos y disponían de esquemas de regulación apropiados[5]. Que la mayoría de las instituciones dotadas de competencias reguladoras fallaron lo demuestra el calamitoso estado de los mercados financieros y el colapso de la economía, llevándose el Oscar al peor regulador la FED y siendo la excepción el BdE. Pero incluso más lastimosa ha sido la actuación de algunos bancos centrales como gestores de la política monetaria, siendo de nuevo la FED el más activo y relevante agente en la tarea de desequilibrar la estabilidad macroeconómica de su propio país y, por contagio, de la economía internacional[6].

TRES VISIONES DE LA CRISIS

El libro de Cooper, un experto gestor de fondos y conocedor de los mercados, pero con escasa experiencia en los problemas típicos de la política monetaria, es una obra que pretende ofrecer recetas para acabar con los ciclos económicos y los vaivenes entre abundancia y restricción crediticia. Ello exige, según, que la opinión pública y los políticos renuncien a la pretensión según la cual las políticas monetaria y fiscal son la medicina adecuada para intervenir siempre que el crecimiento se debilite, al tiempo que expertos y legos abandonamos para siempre nuestra fe en que el mercado es un mecanismo eficiente y admitimos que es algo inherentemente predispuesto a generar ciclos perversos de excesos y déficits crediticios.

Exponer tan sugestiva tesis en momentos como los actuales es tarea muy agradecida y ello por razones cuya explicación ofendería al lector pero que, en todo caso, requiere desbrozar el funcionamiento de las piezas esenciales de los mercados financieros: armazón teórico del funcionamiento de la política monetaria y del papel de los bancos centrales, comportamiento de los mercados y de sus agentes, así como de la base teórica que intenta explicarlo. En esas tareas, Cooper tiene un acierto desigual. Su explicación de los aspectos centrales del dinero, el sistema bancario, la creación de depósitos y la política monetaria de los bancos de emisión (capítulo 3, el más extenso del libro), o de por qué no puede confiarse en la hipótesis de expectativas racionales como aclaración de unos mercados financieros que raramente están en equilibrio estable (capítulo 4) es en exceso simplista, incluso para un curso de iniciación en esas materias. Más afortunada es su exposición de cómo pueden detectarse oportunamente esas desviaciones en los precios de algunos activos conocidas como «burbujas» y cómo ciertos bancos y banqueros centrales –y más concretamente la Reserva Federal–, con su estrategia del «paradigma de la gestión del riesgo», han relegado a un segundo plano su objetivo básico –el control del dinero y del crédito– en favor de otros más alejados de su alcance, tal cual es, por ejemplo, el control de la inflación.

El libro concluye con dos desordenados capítulos, séptimo y octavo, en los cuales la mención del libro de Benoît Mandelbrot[7] respecto a lo poco convincente que resultan en la práctica las teorías de los mercados eficientes se combinan con las referencias, *très à la page*, con las hipótesis de Hyman Minsky sobre la inestabilidad financiera y

tres conclusiones breves y sensatas: a) que la política monetaria de la FED ha desempeñado un papel relevante en la génesis de la crisis; b) que el mundo académico no está exento de culpa por su insistencia en promover teorías incoherentes respecto a unos mercados supuestamente eficientes y autorregulados, y c) que el crédito es la clave de bóveda sobre la que se asienta la generación de riqueza, pero también la causa de la inestabilidad financiera. No está mal, pero para ese viaje...

El propósito del libro de El-Erian consiste en examinar cuáles son las tendencias que están cambiando la economía internacional y cómo afectan a los mercados de los países desarrollados y a las naciones emergentes, al tiempo que esas fuerzas encierran oportunidades y una configuración de los riesgos diferente en un marco que muestra transformaciones en las palancas económicas que originan el crecimiento, la riqueza, la inflación y la rentabilidad de las diferentes modalidades de inversión.

La introducción y los tres primeros capítulos explican cuánta razón tenía Keynes cuando afirmaba que «los mercados pueden seguir siendo irracionales mucho más tiempo del que usted puede continuar siendo solvente». O, dicho de forma más actual: ¿cómo ha sido posible que las dificultades en un segmento del mercado hipotecario en Estados Unidos hayan provocado una crisis financiera de la amplitud y duración de la que estamos viviendo? El-Erian mantiene con toda razón que una de las causas de tamaño perturbación radica en que tanto los agentes privados como las instituciones públicas fueron inicialmente incapaces de entender las causas y las consecuencias de la tormenta que sacudió los mercados.

Los capítulos 4 y 5 analizan la gestación de las transformaciones económicas y financieras en el escenario internacional y la dirección hacia la cual esas fuerzas nos llevan: pujanza de las economías emergentes, reflejada en la composición del comercio mundial, variaciones en los precios de las materias primas con el consiguiente aumento en las reservas en divisas de los países productores y los problemas relacionados con la gestión de las mismas y, por último, la aparición de nuevos productos y técnicas financieras que propiciaron cambios sustanciales en el negocio bancario básico, esto es, en la concesión de créditos y el manejo de los riesgos a ellos anejos. Esos cambios imponen a los inversores adaptaciones profundas si quieren conseguir lo que se supone que es su finalidad principal: asegurarse rentabilidades sustanciosas con el mínimo riesgo (capítulo 6), pero también reclaman de las autoridades y las instituciones internacionales actitudes más acordes con las transformaciones estructurales acaecidas. Como es lógico, aquí entra en escena la FED, que es elegantemente criticada por el autor. Primero, por no sacar las debidas conclusiones de lo que el entonces presidente, Alan Greenspan, calificó como la «paradoja de la curva de interés» (pp. 31-35) y aferrarse después a un esquema de instrumentación de la política monetaria que quedó desbordada por las transformaciones experimentadas en la economía y los sistemas financieros internacionales y domésticos (pp. 236-251).

Su conclusión es reconocer que la evolución de los mercados se ha caracterizado por «excesos y debacles institucionales y desmesuras en los mercados» (p. 293). Al final de un libro técnicamente detallado sorprende que tan precisa discusión se resuma, como los Diez Mandamientos, en dos recomendaciones estratégicas: una, técnica, que los agentes privados del mercado reconozcan que sus comportamientos tradicionales se enfrentan a dificultades operativas antes inimaginables, y otra, ética, que la

consecución de sus propios intereses procure ser compatible con su responsabilidad como copartícipes en la obtención del bienestar general de nuestro planeta. O, dicho de otro modo, que el egoísmo no esté reñido con el altruismo.

Queda por comentar el último libro de Martin Wolf, el conocido periodista que desde hace muchos años colabora en las páginas del *Financial Times*. Wolf suele enfocar los problemas económicos con una visión internacional de los mismos[8]. En esta ocasión, su libro intenta aclarar la actual crisis financiera mundial a partir del examen de los desequilibrios internacionales. Su propósito puede resumirse en las cinco preguntas siguientes: 1) ¿cómo se originó esta -y anteriores- crisis?; 2) ¿puede afirmarse que la caracteriza una cierta perversidad? (la calificación es mía); 3) ¿se ha convertido Estados Unidos en prestatario mundial a la fuerza, dada la existencia de un exceso de ahorro, o se ha aprovechado dolosamente de la situación general y de su privilegiada posición?; 4) ¿existía una alternativa a cómo han sucedido los acontecimientos que nos han conducido a la calamitosa situación en que nos hallamos?, y 5) ¿qué se requeriría para cambiar el modelo?

Wolf comienza recordando que desde mediados de la década de los sesenta del pasado siglo las crisis financieras constituyen un fenómeno recurrente (Japón, países escandinavos, Lejano Oriente, México, Brasil, Argentina), asentado en rasgos comunes tales como la falta de familiaridad con los riesgos implícitos en la liberalización financiera, la incapacidad de inversores y reguladores para asumir las consecuencias de sus decisiones, el desconocimiento de cómo un endeudamiento excesivo fomenta cambios en la confianza de los inversores y en los mercados crediticios que acentúan la vulnerabilidad de los respectivos sistemas. Después de la inevitable cita del libro de Frederic S. Mishkin *The Next Great Globalization*, y de describir las características de las crisis financieras -tanto de 1970 y comienzos de 1980 como la de mediados de 1990-, que afectaron con alguna excepción a países calificados como emergentes que mantenían sustanciales déficits por cuenta corriente, Wolf señala cómo los gobiernos de buena parte de esos países, y sobre todo de China, aprendieron la lección y emprendieron políticas económicas destinadas a impulsar a toda costa un crecimiento basado en las exportaciones y el manejo del tipo de cambio, con una acumulación de enormes reservas de divisas que les mantuvieran al abrigo de cualquier cambio en los flujos privados de capital, especialmente los bancarios. Simultáneamente, los países industrializados se lanzaron a un gasto desenfrenado que sus autoridades monetarias y fiscales apoyaron alocadamente. El autor indica que, según el FMI, el déficit fiscal de aquéllos alcanzó en el período 2002-2006 un promedio del 3,7% del PIB conjunto (p. 59). El resultado fue una anomalía: los países pobres financiaban a los ricos.

Ahora bien, el paradigma de esa anomalía ha sido Estados Unidos pues, resumiendo la balanza mundial por cuenta corriente a finales de 2006 (p. 77), encontramos tres grupos de economías que mostraban superávit: Asia, con 577 millardos de dólares, de los cuales China acumulaba 239 y Japón, 170; los países exportadores de petróleo con 396 millardos, y Europa Occidental, excluido el Reino Unido, con 131. Por el contrario, el último país citado incurrió en un déficit de 68 millardos de dólares; Estados Unidos, de 857, y el resto del mundo, de 112 millardos. Si nos fijamos en las reservas acumuladas (pp. 87 y 88), Wolf nos informa que en marzo de 2007, cuando la crisis estaba a punto de estallar, China tenía 1,2 billones de dólares de los 5,3 estimados para todo el mundo, seguida de Japón, con 0,9 billones. La mayor parte de esas reservas se

ha invertido en activos denominados en dólares, permitiendo así que el ritmo de la demanda interna estadounidense haya podido superar holgadamente el crecimiento de su producto (en 2006, nada menos que en 6,5 pb del PIB [p. 99]) gracias a las complacientes políticas de la FED y el Tesoro. La conclusión es evidente: si el resto del mundo no hubiera dado por descontada esa política económica, jamás hubiera podido poner en práctica la política de «financiar las ventas» (p. 98), que permitió a las autoridades y académicos norteamericanos –el más conocido de los cuales es el actual presidente de la FED, Ben Bernanke– justificar la existencia de un exceso de gasto sobre el de ahorro –*saving glut*–, que ha financiado déficits gigantescos de su balanza por cuenta corriente.

Si se desciende al detalle, encontramos que un cierto número de países ha estado financiando el exceso de gasto de Estados Unidos por medio de una acumulación de activos cuya rentabilidad, precisa Wolf, ha sido ridículamente baja^[9] comparada con la que los inversores norteamericanos extraen de las suyas en el resto del mundo (la teoría del *savvy investor*, pp. 135 y 136). Pero la pregunta crucial que nuestro autor discute extensamente en el capítulo 5 es si tal mecanismo es sostenible. Después de examinar la cuestión, tanto desde la óptica de los acreedores como de los prestatarios, la respuesta es matizada: los actuales desequilibrios externos podrían mantenerse, pero deberían corregirse, pues si bien su mantenimiento sería preferible a las consecuencias originadas por anteriores crisis y, por supuesto, a los desastres que ocasionarían un alza rápida de los tipos de interés estadounidenses y una caída brusca del tipo de cambio del dólar –no deja de ser paradójico que actualmente el sector privado norteamericano esté ahorrando a marchas forzadas, al parecer para que su Gobierno distribuya el maná del gasto público a casi todo el que se lo solicite!–, existe un escenario alternativo más aconsejable y benéfico: a saber, en el marco de un sistema financiero internacional basado en la libertad y el mercado, la reducción paulatina de los déficits estadounidenses, acompañada de un crecimiento más vigoroso de la demanda interna de los países que ahora imponen un ahorro forzoso a sus empresas y familias.

Los capítulos finales del libro –6, 7 y 8– recogen las ideas esenciales de las reformas que apoya Wolf.

Reformas que combinan los cambios macroeconómicos –sistemas de tipos de cambio, políticas fiscales y monetarias adecuadas, junto a reformas del FMI– con modificaciones microeconómicas –concernientes de forma especial a la regulación de los sistemas financieros– para conseguir un flujo de fondos más equilibrado en favor de las economías de los países emergentes.

CODA FINAL

A riesgo de falsear el propósito inicial de esta reseña, no me resigno a concluir sin hacer unas referencias a una polémica que inevitablemente las crisis económica y financiera han provocado: si éstas demuestran la necesidad de tejer un «nuevo capitalismo» que constriña al mercado a favor de una más extensa y vigorosa intervención pública. No deja de ser curioso en este punto la divergencia entre una Europa que por ahora teoriza respecto a esos cambios y unos Estados Unidos lanzados a un intervencionismo cada vez más decidido en los terrenos de la economía y las

finanzas[10].

Las propuestas de refundar un «nuevo capitalismo», que con tanto oportunismo abanderó el presidente Sarkozy, me parece que tienen un interés muy limitado, salvo que encierren proyectos de reforma de aquellos aspectos del mismo que el análisis y la práctica económicos han señalado desde hace tiempo como chupones y que poco aportan al sano juego de una eficaz asignación de los recursos a fin de crear riqueza hoy y mañana, en cuyo caso deberían ser combatidos rápida y frontalmente. Más alejados todavía de su posible puesta en práctica se encuentran aquellos argumentos que, anclados en el determinismo económico de cuño marxista, buscan erradicar el libre mercado concebido como origen de todos los males inherentes a los ciclos económicos y el capitalismo, cuyas causas y efectos los teóricos marxistas raramente acertaron a analizar, del mismo modo que tampoco adivinaron su capacidad para reformarse[11].

En resumen, puesto a elegir, me siento más cercano a las tesis de Amartya Sen[12] y a sus consejos de actualizar las ideas básicas de Adam Smith y Arthur C. Pigou, reconsiderando el funcionamiento de ciertas instituciones clave del mercado a fin de elaborar unas soluciones a largo plazo imprescindibles para evitar nuevas crisis y asegurar un mundo mejor para todos.

[1] En el caso del FMI se trata del *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues y el World Economic Outlook*; para Estados Unidos, el *Testimony* del presidente de la Reserva Federal y el *Report* a los respectivos comités del Senado y la Cámara de Representantes; el Banco de Inglaterra y el Banco de España publican sendos *Financial Stability Review* e *Informe* de Estabilidad Financiera.

[2] El artículo de Gary B. Gorton «The Panic of 2007», en *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008, así como la reseña de Robert Solow, «How to Understand the Disaster», en el número de mayo de 2009 de *The New York Review of Books*, y el libro de William D. Cohan, *House of Cards: A Tale of Hubris and Wretched Excess on Wall Street*, Doubleday, Nueva York, 2009, sobre cómo el banco de inversiones Bear Stearns acabó en manos de JPMorgan Chase, ofrecen una discusión completa de los orígenes y consecuencias de la crisis vista desde la óptica estadounidense.

[3] Ángel Ubide, «Anatomy of a Modern Credit Crisis», Banco de España, *Estabilidad Financiera*, núm. 14 (mayo de 2008).

[4] *The Economist* ha publicado dos interesantes informes especiales al respecto: *Greed - and fear*, en su número de 24 de enero de 2009, y *Rebuilding the Banks*, en el número del 16 de mayo de 2009.

[5] Es muy esclarecedor el artículo del antiguo gobernador del Banco de España y en ese momento director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales del FMI, Jaime Caruana, que se publicó en el núm. 14 (mayo de 2008) de *Estabilidad Financiera*, del Banco de España, con el título *Regulación e innovación en la reciente crisis financiera*.

[6] Esa es la opinión del extenso y documentado artículo de Willem H. Bouter, «Central Banks and Financial Crises», en el volumen editado por la Reserva Federal de Kansas City antes citado. La defensa de la FED corre a cargo del «Commentary» de un conocido partidario de Greenspan, el profesor de Princeton Alan S. Blinder. Una crítica más reciente y breve es la de Martin Wolf, *Central Banks Must Target More Than Just Inflation*, *Financial Times*, 6 de mayo de 2009.

[7] Matemático francés, nacido en Polonia, en cuyo libro citado por Cooper (p. 148), y escrito en colaboración con Richard L. Hudson, explica cómo las variaciones de los precios en los mercados financieros no se ajustan a la conocida distribución gaussiana, sino que presentan infinitas variaciones, concluyendo que tales mercados no se adaptan a los diversos esquemas que los conceptuarían como mercados eficientes.

[8] En *Revista de Libros*, núm. 100 (abril de 2005), he tenido ocasión de reseñar una obra suya de esas

características.

[9] *The Economist*, 30 de mayo de 2009, p. 76, calcula que la rentabilidad de los bonos del Tesoro a plazos comprendidos entre uno y tres años han sido durante el último trienio del 18% medida en dólares, pero sólo del 0,3% si se cifra en yuanes chinos.

[10] Un libro polémico a ese respecto es *The Case for Big Government*, de Jeff Madrick, Princeton, Princeton University Press, 2008, y, más recientemente, el editorial, artículo e informe especial que con el título general *Business in America. Its next problem is Big Government*, publicó *The Economist* en su número de 30 mayo-5 de junio de 2009.

[11] En buena parte, lo dicho coincide con las opiniones de Michael C. Howard y John E. King, «Karl Marx and the Decline of the Market», en *Journal of the History of Economic Thought*, vol. 30, núm. 2 (junio de 2008), pp. 217-234.

[12] Amartya Sen, «Capitalismo: Más allá de la crisis», en *Claves de la razón práctica*, núm. 191 (marzo de 2009), pp. 14-19.