

## Un profundo análisis de una crisis profunda

Jaime Requeijo

---

**Guillermo de la Dehesa**

LA PRIMERA GRAN CRISIS FINANCIERA DEL SIGLO XXI

Alianza, Madrid 584 pp. 24 €

---

Al describir la crisis financiera que el mundo padece desde 2007 suele utilizarse una secuencia lineal apoyada en tres pilares: las masivas concesiones de crédito hipotecario, por parte de la banca estadounidense, en el período 2002-2006; la titulación de muchos de esos créditos y su venta a particulares e instituciones a todo lo largo y ancho del planeta; y los múltiples problemas financieros que estallaron, también a escala planetaria, cuando muchos de esos créditos, empaquetados en los títulos, se convirtieron en fallidos en la medida en que parte de los acreditados, sin apenas recursos –los que luego recibieran el calificativo de NINJAS (No Income, No Job, No Assets)–, dejaron de atender sus obligaciones. Bajo esa óptica, la crisis financiera, y sus repercusiones sobre los sectores reales, no constituiría sino un accidente muy grave desencadenado por una mala gestión del riesgo por parte de los intermediarios financieros norteamericanos y multiplicado por la dimensión internacional de los mercados financieros. Mucho nos tememos, sin embargo, que la crisis actual no sea meramente un accidente, sino un conjunto de fallos conceptuales y de políticas erróneas ligadas a esos conceptos. Es decir, la quiebra de un paradigma, en la acepción kuhniiana del término.

Y para comprender la quiebra y sus consecuencias hay que remitirse al reciente, y extraordinariamente documentado, libro de Guillermo de la Dehesa aquí reseñado. ¿Cuáles son, para su autor, las piezas rotas del paradigma? Son, básicamente, cuatro: la hipótesis de mercados eficientes, la de la racionalidad de los agentes financieros, la de expectativas racionales y la de autorregulación bancaria. La primera de ellas se bifurca, a su vez, en otras dos. Los mercados son eficientes porque los activos negociados recogen toda la información disponible y, por tanto, reflejan su valor fundamental, en la medida en que sus cotizaciones igualan el flujo descontado de los rendimientos futuros; los agentes que intervienen en los mercados obran de forma racional, puesto que sus decisiones hacen uso de toda la información de que disponen.

Ninguna de las dos hipótesis, sin embargo, sirve para explicar por qué las bolsas pueden desviarse, durante largos períodos, de los valores fundamentales y por qué los inversores avisados no son capaces de aprovecharse de esa situación. En el fondo, y como señala el propio De la Dehesa, la afirmación de Keynes de que «los mercados pueden permanecer equivocados mucho más tiempo del que los inversores pueden permanecer solventes» sigue siendo válida.

La segunda hipótesis, la de la racionalidad de los agentes financieros, supone que las decisiones de todos los intervinientes en los mercados financieros son, todas ellas,

racionales, racionalidad que se basa en dos principios: que, al recibir nueva información, esos participantes adaptan sus decisiones de acuerdo con el teorema bayesiano de la probabilidad condicionada; y que su elección toma en cuenta la utilidad personal de quien la efectúa, al modo de la propuesta de Savage al formalizar su teoría de las decisiones en situación de riesgo. No hace falta ser un experto en teoría de la probabilidad para darse cuenta de que tal hipótesis ha de resultar errónea, sobre todo cuando se aplica a las decisiones de una miríada de participantes. Y conviene, sobre este punto, recordar que Scholes, experto en valoración de acciones y socio del Long Term Capital Management, afirmaba que ese fondo de alto riesgo no era un fondo más, sino una «empresa de tecnología financiera». Myron Scholes obtuvo, en 1997, el premio Nobel de Economía y, dos años más tarde, el Long Term Capital Management hubo de ser rescatado, en una operación dirigida por la Reserva Federal, para evitar un estallido sistémico de la banca. Porque las decisiones de los participantes en los mercados financieros responden mucho más a las ideas de Daniel Kahneman sobre la psicología del inversor que al cálculo de probabilidades, por afinado que éste sea.

En los años setenta del siglo pasado, Robert Lucas y Thomas Sargent, retomando las ideas de John Muth, formularon la hipótesis de las expectativas racionales, en virtud de la cual se suponía que los mercados se equilibraban de forma automática. Dicho de otra manera, y para el caso que nos ocupa, se supone que los sujetos económicos, individuos o empresas, en la medida en que disponen de información relevante, pueden predecir el futuro sin más desviaciones que las que se derivan de acontecimientos aleatorios. Esa hipótesis constituye uno de los hilos conductores de la Nueva Macroeconomía Clásica y que no sirve para explicar lo sucedido en esta crisis porque, afirma De la Dehesa, ni los mercados son completos ni el comportamiento individual puede replicar el comportamiento agregado.

Derivada de los supuestos anteriores surge una nueva hipótesis -la de la autorregulación bancaria-, según la cual no hace falta regular la actividad bancaria por ser ineficiente y costosa, porque los bancos se regulan a sí mismos, de manera fluida, y porque sin tales regulaciones los bancos calibrarían mejor sus riesgos y mantendrían niveles de capitalización superiores a los actuales. Incluso algún defensor de esa hipótesis ha sostenido que los riesgos sistémicos tienen mayor probabilidad de ser causados por las interferencias gubernamentales en los mercados financieros que por la acción de los intermediarios.

No sabemos qué ocurriría, en la actualidad, si no existiera la normativa bancaria, pero sí sabemos que la presente crisis tiene su primer epicentro en la deficiente gestión del riesgo por parte de los bancos comerciales y en la nebulosa regulación que ha permitido a lo que Roubini califica de «sistema bancario en la sombra» perseguir elevados beneficios con apalancamientos imprudentes.

A partir de ahí, el autor hace referencia a los fallos de política económica que han labrado la crisis actual. A la excesiva confianza en que el mercado, en este caso el mercado financiero, terminaría por resolver los problemas; a la práctica de una política monetaria laxa por parte de la Reserva Federal, que ha servido para alimentar burbujas de activos y, muy especialmente, la burbuja hipotecaria, y a los errores de los organismos públicos de vigilancia y supervisión, errores a los que se han sumado las agencias de calificación, que han dado su visto bueno, su mejor visto bueno, a títulos

nada fiables.

Tras examinar, con minuciosidad, los efectos que ha tenido la crisis financiera en los sectores reales y valorar los programas de salvamento puestos en pie por los principales países –en los que los estímulos fiscales desempeñan un papel preponderante–, De la Dehesa aborda el complicado tema de los cambios que resultan necesarios para corregir los defectos que se aprecian en los sistemas financieros. En un esfuerzo de síntesis –el libro va mucho más allá del contenido de este resumen–, serían cinco los puntos neurálgicos a los que habría que prestar especial atención: los objetivos que debe perseguir un banco central, la forma de operar de las agencias de calificación, cómo deben valorarse los títulos en momentos de crisis, el efecto de arrastre de las ventas en corto y la remuneración de los directivos.

Situados en el centro de sistemas financieros muy complejos, los bancos centrales no deben ocuparse solamente de mantener los niveles de liquidez adecuados o de suavizar los ciclos económicos: deben atender, de forma especial, a la estabilidad financiera, con objeto de evitar la repetición de crisis sistémicas. Es evidente, por otro lado, que las agencias de calificación no han obrado con la debida prudencia en el caso de los títulos respaldados por hipotecas, porque han otorgado la máxima calificación a títulos de calificación dudosa. Y la calificación, no lo olvidemos, estimula o retrae al inversor. Tras este problema se encuentra un conflicto de interés ya conocido: quienes pagan a las agencias son los emisores. De ahí que una de las soluciones podría ser que fueran los inversores los que abonasen tales honorarios.

El gravísimo problema al que han tenido que hacer frente muchas instituciones, financieras y no financieras, es el del valor de mercado de los títulos, en virtud del cual cuando un título no tiene mercado su valor es nulo. Esa norma internacional hizo que, al estallar la crisis de las subprime, los tenedores de esos títulos no pudieran venderlos –nadie los quería–, con la consiguiente merma del activo del balance y la posibilidad de entrar en situación de quiebra. Aunque la norma se ha modificado, en parte, la propuesta contenida en el libro que comentamos –propuesta muy razonable– es que, en tiempos de crisis, sea el valor histórico de los títulos el que se tome en cuenta.

Vender en corto significa que quien vende a futuro no posee, todavía, el activo que ha vendido. ¿Por qué lo hace? Porque confía en que el precio del activo baje y le permita, por esa vía, lograr beneficios que, en ocasiones, pueden ser muy cuantiosos. Ahora bien, en momentos críticos, la venta en corto puede deprimir, con notable rapidez, el valor de los activos y acentuar así la caída de todos los precios, con pérdidas considerables para todos los participantes en esos mercados. Como esa forma de actuar es muy propia de los fondos de alto riesgo (*hedge funds*), fondos escasamente regulados, la propuesta, en este caso, consistiría en obligar a esos fondos a revelar, en cada momento, sus posiciones cortas a algún organismo regulador.

Tema candente donde lo haya es el de la remuneración de los directivos, asunto que llega con facilidad al gran público, sobre todo cuando advierte que directivos de instituciones financieras en dificultades siguen percibiendo remuneraciones astronómicas o, en el caso de ser despedidos, compensaciones insospechadas. El sustrato del problema radica, en parte, en que si la retribución de los directivos, o de algunos de ellos, depende, en buena medida, de los beneficios obtenidos a corto plazo,

es posible que la gestión del riesgo deje mucho que desear por cuanto la búsqueda de elevados beneficios prime sobre la prudencia. Se trata de un aspecto que ha sido objeto de propuestas de muy diversa índole, entre las que se incluye la de establecer siempre un límite al monto de la retribución. En todo caso, y en opinión del autor, debe existir, en cada institución, una unidad que, por lo menos una vez al año, se ocupe de revisar las políticas retributivas y de informar al consejo de administración de su situación.

Un aspecto de considerable importancia es la supervisión de las entidades financieras, tema que ha sido resuelto, en algún país, confiándola a una entidad distinta del banco central –es el caso de la Financial Services Authority británica–, e inclusive a dos entidades, de forma que una se ocupe de la estabilidad y solvencia de los intermediarios financieros y otra atiende al buen funcionamiento de los mercados con el objetivo de proteger a los consumidores. En el tema de la supervisión, la opinión de Guillermo de la Dehesa es tajante: nadie conoce mejor a los intermediarios financieros que el banco central, dado que cuenta con toda la información relevante, suministrada por los propios intermediarios, y, por tanto, debe ser el banco central el que realice, en exclusiva, la supervisión.

El último capítulo del libro está dedicado a la situación española, con una economía a la que la crisis mundial ha cogido a contrapié porque la paralización de los mercados financieros globales no ha hecho sino acentuar sus propios problemas. Para el autor del libro, lo importante es recuperar cuanto antes la senda de crecimiento potencial, recuperación que, por el momento, se apoya en los estímulos fiscales, pero que no puede seguir dependiendo de los mismos, puesto que ese tipo de políticas tiene un límite, lo que le lleva a insistir en las políticas de oferta, es decir, a la necesidad de cambios estructurales. Y el primero de ellos es, a su juicio, la reforma laboral. Haber duplicado las tasas de desempleo europeas en las recesiones de 1974, 1981, 1991 y en la que ahora nos ocupa es clara muestra del mal funcionamiento de ese mercado, examinado, de nuevo, en la «Propuesta para la reactivación laboral en España», respaldada por cien economistas y en cuya presentación participó también el propio De la Dehesa.

Las otras reformas que se preconizan son las referentes a la enseñanza, desde la primaria a la superior, a la formación profesional y al esfuerzo en I+D+i, porque todas ellas son la base de un cambio de estructura productiva que resulta cada vez más necesario para adaptarse a las exigencias de un mundo rápidamente cambiante.

En resumen, un libro necesario tanto para el experto en economía como para el gran público. En el primer caso, porque su lectura le permitirá adentrarse por los muchos recovecos de una crisis global; para el público no especializado, porque le ayudará a entender qué es lo que pasa y, sobre todo, por qué pasa.