Crisis financieras

Posted on 1 de abril de 2007 by Luis M. Linde

Las crisis *financieras* son procesos en los que los precios de determinados activos financieros se desploman de forma más o menos brusca, frecuentemente, pero no siempre, después de haber seguido una evolución alcista rápida y fuera de lo que puede considerarse justificado por su rentabilidad o por los datos históricos. Su rastro en la historia es bastante más antiguo que el de las crisis *económicas*.

La crisis de los tulipanes en Holanda, hacia 1630, la de las acciones de la South Sea Company, en Inglaterra, en 1720, la de las acciones de la Banque Royale de John Law, en Francia, en 1721, son casos bien conocidos de especulación financiera –los inversores compran los activos no por su rentabilidad corriente, sino porque esperan poder revenderlos en poco tiempo con gran beneficio– que alcanzaron un punto de exageración irracional y que se derrumbaron de forma más o menos súbita, provocando grandes pérdidas a un buen número de inversores. Pero no parece que ninguna de esas crisis tuviera, realmente, un impacto sustancial o duradero en la economía de Holanda, Inglaterra o Francia. La idea de que en la economía se producen, con alguna periodicidad, crisis que afectan a la inversión, al empleo, a los salarios, a la recaudación de impuestos, al precio de los activos reales, como los bienes inmuebles, etc., es más moderna y aparece con los economistas del siglo xix, que son los primeros en ofrecer explicaciones de conjunto sobre su origen, desarrollo y consecuencias enmarcadas en las teorías sobre los ciclos económicos que son, desde luego, algo muy diferente a las crisis financieras modernas.

Aunque muchas crisis económicas no tienen su origen en crisis financieras, y no todas las crisis financieras dan lugar a crisis económicas, una característica de las crisis financieras ocurridas en el siglo xx es su conexión con la economía no financiera, el hecho de que las crisis financieras han afectado a la actividad económica, en general, y, a veces, ese impacto ha sido grave y duradero. La gran crisis de 1929 empieza con un hundimiento de precios en la Bolsa de Nueva York que, a través de un encadenamiento de acciones y reacciones, tanto de las autoridades como de los agentes económicos, llega a afectar gravemente a la economía de Estados Unidos y a toda la economía mundial. En la historia de las crisis financieras, las dos últimas décadas del siglo xx son particularmente interesantes, porque en ese período estallaron varias crisis de esa naturaleza que, además de tener alcance internacional, se convirtieron en crisis económicas graves (México en 1982 y 1994, Japón en los años noventa, diferentes países de Asia y Rusia en 1998, Argentina en 2001). Y este interés no se refiere sólo al análisis económico, sino que es también político, porque las

explicaciones que se ofrecen –o que cada uno prefiere– pueden tener significados políticos –a favor de soluciones de mercados y liberales, o favorables a soluciones intervencionistas y estatificadoras– muy diferentes«Siempre ocurre después de una gran crisis: la gente revela alegremente sus puntos de vista primarios. Así, por ejemplo, después de la crisis mexicana de 1982 […] los enemigos de las intervenciones gubernamentales concluyeron inmediatamente que la crisis se debía al fracaso de la política de sustitución de importaciones. Esta conclusión se mantuvo muchos años, y aún se mantiene, dado que pocos se han molestado en discutirla. Del mismo modo, después de la crisis asiática y rusa [1997-1998] se ha puesto de moda en Latinoamérica atribuir la culpa al proceso de reformas inspirado en el Consenso de Washington […] aunque no existe ni una brizna de evidencia que relacione las reformas llevadas a cabo en la región con las crisis que ha sufrido. Sin embargo, si nadie lo discute, este punto de vista se convertirá pronto en sabiduría convencional (¡y un ejército de empresas hambrientas de protección y de políticos tendrán buenas razones para celebrarlo!)» en Guillermo A. Calvo, «Crisis in Emerging Market Economies: A Global Perspective», National Bureau of Economic Research, Working Paper 11305, abril de 2005, p. 4..

La magnitud de las crisis financieras de las últimas décadas, su capacidad para desplazarse y contagiarse de unos mercados a otros y su impacto en la actividad económica son difíciles de explicar si no se tienen en cuenta las transformaciones ocurridas en los mercados de capitales, de divisas y de valores.

Durante las dos últimas décadas del siglo xx crecieron muy rápidamente los mercados de capitales –competidores de los mercados bancarios para obtener financiación–, cobraron gran importancia los denominados «inversores institucionales» (compañías de seguros, fondos de inversión y pensiones, *hedge funds*) en la gestión de las inversiones del público, aparecieron y se desarrollaron los mercados de «derivados» financieros (en torno a dos instrumentos básicos, opciones y futuros, nacidos para cubrir riesgos pero convertidos inevitablemente, muy pronto, en objeto de inversión especulativa en gran escala), se dio un crecimiento casi increíble en el volumen de operaciones de los mercados de divisas y crecieron fortísimamente los flujos de inversión internacional. Al mismo tiempo, se dio una rápida integración de los principales mercados financieros nacionales en lo que, en muchos sentidos, puede entenderse como un único mercado internacional, un aspecto crucial de lo que llamamos *globalización* económica. Los dos motores de estas transformaciones han sido la desaparición de los controles de cambio y la liberalización de los mercados financieros –que se acelera en los años setenta en casi todos los países desarrollados– y la utilización de la moderna tecnología informática y de comunicacionesTodo esto ha ocurrido en apenas veinte años. La aparición y desarrollo de los «derivados financieros», que han sido, en cierto

sentido, la vanguardia del proceso, puede seguirse en los pasos dados por el Chicago Board of Trade y el Chicago Mercantile Exchange (originalmente, las Bolsas de contratos de futuros de mercancías fundadas en 1848 y 1919, respectivamente), sus pioneros e, inicialmente, sus principales promotores. En 1967, el Chicago Board of Trade instaló su primer panel electrónico de precios, sustituyendo a los tradicionales de pizarra y tiza; en 1973 estableció el primer contrato cuyo objeto no era una mercancía, sino un activo financiero, el contrato de opciones sobre acciones de los denominados call (una opción para comprar acciones); en 1975 estableció el primer contrato de futuros sobre tipos de interés; en 1977, el primer contrato de futuros sobre bonos del Tesoro estadounidense y el primer contrato sobre opciones put (opción de vender acciones); finalmente, en 1982, estableció el primer contrato de opciones sobre futuro de bonos del Tesoro. Por su lado, el Chicago Mercantile Exchange estableció, en 1971, el primer contrato de futuros sobre divisas, y en 1982 el primer contrato de futuros sobre índices de cotización de acciones. En estas seis fechas puede resumirse la instalación de la panoplia básica de instrumentos derivados que existen en la actualidad y que han supuesto una enorme revolución en los mercados financieros de todo el mundo. Un elemento de esta historia y, a la vez, un signo de los nuevos tiempos fue la invención –porque puede realmente calificarse como tal– de un procedimiento matemático para valorar las opciones financieras que mejoraba métodos conocidos previamente y que fue patentado en 1973 por dos académicos, Fischer Black y Myron Scholes, una invención más tarde perfeccionada por Robert Merton, que ha contribuido notablemente al descomunal desarrollo de los mercados de derivados. Merton y Scholes recibieron por su invención el Premio Nobel de economía en 1997 –Black ya había fallecido–, siendo éste el único caso de la historia de los Nobel de economía en el que se ha premiado un invento práctico financiero, y no, digamos, una «teoría».. Por supuesto, ni la existencia de los contratos de opciones y futuros financieros, ni la utilización de las modernas técnicas informáticas y de comunicaciones, ni, por sí mismo, el crecimiento de los mercados de valores y divisas explican las crisis, pero sí pueden ayudar a entender su magnitud y su capacidad para ampliarse y llegar a afectar a la actividad económica.

En una primera aproximación, atendiendo a la geografía económica, es fácil distinguir dos familias diferentes de crisis. La de 1929, la aguda, pero breve crisis de Wall Street de 1987, la crisis japonesa que se inicia en 1989, o la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992, se producen en países ricos, con mercados financieros desarrollados y complejos; las crisis mexicanas de 1982 y 1994, la crisis asiática y rusa de 1997-1998, la crisis argentina de 2001, son crisis que estallan en mercados financieros mucho menos desarrollados de economías intermedias, lo que en la jerga se denominan «economías emergentes», y en ellas desempeña un papel fundamental lo que ocurre en el contexto económico internacional y en los mercados de capitales internacionales. ¿Qué explica unas y qué explica otras? ¿Cuáles

son sus elementos comunes y sus diferencias? ¿Cuál es el papel de las autoridades en ambos casos?

Después de la crisis de 1929, la primera gran crisis financiera internacional fue la de la deuda latinoamericana, que se inició en México en el verano de 1982, y que llevó a la denominada *década perdida* (una década sin apenas crecimiento económico) de Latinoamérica. La crisis mexicana de 1982 fue lo que podemos llamar una «crisis clásica»: en resumen, un país aumenta desmesuradamente su gasto público, su déficit corriente y su deuda exterior y ese proceso sufre una interrupción dramática cuando el contexto internacional deja de sostener esa carrera hacia delante, llegan la devaluación y la recesión y, además, el país anuncia que no puede devolver la deuda o, lo que lleva al mismo o muy parecido resultado, el mercado cree que no puede devolverla. Superada ésta, a comienzo de los años noventa, se produjo la crisis del Sistema Monetario Europeo, una gran oleada especulativa, desencadenada a partir de la subida de tipos de interés en Alemania y el convencimiento –justificado– del mercado de que las monedas socias del marco alemán en el Sistema Monteario Europeo no podrían resistir el tirón, una oleada que expulsó a la libra esterlina y a la lira italiana del Sistema, depreció fuertemente a la peseta e hizo aún más multibillonario de lo que ya era al especulador más famoso de la segunda mitad del siglo xx (apostó por la devaluación de la libra esterlina y ganó): Georges Soros.

En 1994, todavía no recuperados de esta conmoción europea, se produjo en México lo que el mercado y el periodismo económico dio en llamar el *tequilazo*, otra crisis clásica (pero con algunos elementos especiales, como la incertidumbre política tras el asesinato del candidato del PRI a las elecciones presidenciales, que asustó a los mercados de capitales e hizo temer una repetición de 1982, con una moneda –el peso– excesivamente apreciada, debido, en parte, a las entradas de capitales, resultado, a su vez, de la bonanza de los años anteriores) que dio al traste con unos cuantos años buenos de la economía mexicana, provocó una enorme crisis bancaria en el país, depreció dramáticamente el peso y laminó a una parte de la clase media. El terremoto afectó –poco, es cierto, pero fue el primer aldabonazo del desastre que llegaría en 2001– a la economía argentina y a su, primero, tan encomiado como, después, denostado arreglo cambiario con el dólar (el «uno por uno», como se llamaba entonces al tipo de cambio fijo entre el peso argentino y el dólar estadounidense). Sólo tres años más tarde, en 1997, se abre la gran crisis bursátil y cambiaria asiática (esta última tiene uno de sus orígenes en Tailandia, cuando el mercado descubre que el Banco Central se ha quedado sin reservas para defender su moneda), que en 1998 se solapa con la crisis rusa y lleva a la cuasiquiebra del más famoso *hedge fund* de la época, el Long-Term Capital Management (que operaba con un «apalancamiento», es decir, con una deuda que era unas cien veces sus capital), dirigido, junto con otros gurúsde Wall Street, ironías de la vida, por

los dos premios Nobel de economía, Myron Scholes y Robert Merton, inventores de la técnica para valorar las opciones financieras (véase la nota 2).

Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios, de Antonio Torrero, es un repaso histórico, centrado en las Bolsas y mercados de valores, que empieza por la gran depresión norteamericana (1929-1933) y termina con el fin de la burbuja tecnológica de la segunda mitad de los años noventa, pasando por la breve crisis de Wall Street de 1987, el estallido de la burbuja japonesa de 1991 y la crisis en 1998 del Long-Term Capital Management, que hubiera llevado, probablemente, a una grave crisis internacional –lo que en la jerga del oficio se llama *crisis sistemática*–si no hubiera sido por la decisión del entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, de intervenir indirectamente en su contención y superación. Son, obviamente, casos muy diferentes, en contextos económicos distintos y con consecuencias desiguales, lo que ilustra que no existe, desde luego, un solo modelo de crisis y subraya la importancia de los aspectos institucionales y regulatorios. El énfasis de Torrero, que le sirve para establecer un esquema de clasificación entre «crisis extensas», que se convierten en crisis económicas, y «crisis parciales», de corta duración, que no se convierten en tales, está en el papel y responsabilidad de las autoridades. Por ejemplo, caben pocas dudas de que la política de la Reserva Federal agravó la crisis iniciada en 1929, pero evitó una crisis más grave en 1998; y es también claro que la política monetaria japonesa tuvo una seria responsabilidad en la monstruosa burbuja de activos (en el campo inmobiliario, la burbuja alcanzó proporciones realmente grotescas) en Japón en 1985-1990, cuyo estallido llevó al estancamiento de la economía japonesa durante casi quince años.

Anatomía de las crisis financieras, de Jaime Requeijo, es una explicación sobre el desencadenamiento y desarrollo de las crisis, con especial atención a los diferentes modelos explicativos y a los mecanismos de mercado e institucionales a través de los cuales las crisis se propagan y amplifican. En el capítulo central del libro, el segundo, se da cuenta de las cinco *familias* de explicaciones que ha producido el mundo académico durante las últimas décadas: 1) inconsistencia de los tipos de cambio con la política económica: un país no puede mantener tipos de cambio fijos si tiene mayor déficit público, mayor inflación y mayor desempleo que sus competidores; 2) fenómenos de contagio y «comportamiento de rebaño» de los operadores en los mercados; 3) información asimétrica de prestamistas y prestatarios, lo que se traduce en problemas de «selección adversa»: el prestamista puede estar prestando más a deudores poco preocupados por la devolución de su deuda que a prestatarios más conscientes de los riesgos y, digamos, más «serios» en cuanto al cumplimiento de sus obligaciones, sencillamente porque los primeros piden más préstamos;

y en problemas de «riesgo moral»: algunos inversores pueden estar actuando bajo el supuesto de que, si la inversión fracasa, otros asumirán los costes, porque ellos no piensan devolver sus préstamos; 4) el llamado «enfoque de balances», que explica las crisis en términos de los ajustes que los agentes económicos hacen en sus carteras de activos, disminuyendo sus tenencias de los que inspiran, por una razón o por otra, súbita y grave desconfianza; y, finalmente, 5) el enfoque «de agencia» y de traslación de riesgo, que es una explicación referida, sobre todo, a los efectos de lo que hacen los gestores de las instituciones de inversión colectiva, que tienen en la actualidad un peso enorme en el mercado financiero global.

Disponiendo de esas cinco familias de explicaciones –que, a veces, pueden solaparse, es decir, que, a veces proporcionan explicaciones no excluyentes– sobre el origen de las crisis, Requeijo analiza las vías de expansión y contagio: los mercados de divisas, con su enorme volumen actual (unos dos billones *latinos* diarios, dos millones de millones de dólares *diarios*, unas dos veces el PIB de España *cada día*), los mercados de activos financieros (cuya gestión está muy concentrada en pocos –quizá dos o tres docenas– de grandes inversores institucionales) y el mantenimiento de inconsistencias fundamentales en la política económica, lo que denomina la «tríada incompatible» (no es posible mantener, a la vez, tipos de cambio fijos, libertad de movimientos de capital y una política monetaria independiente). Después se repasan diferentes vías de actuación y prevención de las crisis, diversas propuestas –la «feria de las propuestas» es el título, entre escéptico y melancólico, que da Requeijo a esta sección– y se analiza el papel histórico del Fondo Monetario Internacional en la prevención y tratamiento de las crisis.

Torrero y Requeijo creen que volveremos a vivir crisis financieras agudas. Requeijo desearía que el Fondo Monetario Internacional tuviera capacidad para organizar y liderar una mejor política de prevención o, al menos, de suavización de las crisis. Torrero cree que la «globalización de las finanzas» hace prácticamente inevitables crisis como las vividas en los años noventa del pasado siglo y es escéptico acerca de la capacidad de las autoridades monetarias para cumplir su papel estabilizador sin, al mismo tiempo, incentivar el «riesgo moral» de los agentes económicos. Es decir, cree que las autoridades monetarias y financieras actúan, en este campo, bajo una contradicción insoluble.

Autor: Jaime Requeijo

Autor-2: Antonio Torrero Mañas

Edicion: McGraw-Hill, Madrid

Edicion-2: Marcial Pons, Madrid
Paginas: 178 pp.
Paginas-2: 116 pp.
Precio: 19,76 €
Precio-2: 14,50 €
Titulo: Anatomía de las crisis financieras
Titulo-2: Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios