



INSTITUTO UNIVERSITARIO
de Análisis Económico y Social



Universidad
de Alcalá

La crisis financiera internacional: Una revisión de algunas ideas sobre el papel de las finanzas en el sistema económico

Antonio Torrero Mañas

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO

01/2011

INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

DIRECTOR

Dr. D. Tomás Mancha Navarro

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

DIRECTOR FUNDADOR

Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

SUBDIRECTOR

Dr. D. Antonio García Tabuenca

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

AREAS DE INVESTIGACIÓN

ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

Dr. D. Rubén Garrido Yserte

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

ECONOMÍA LABORAL

Dr. D. Carlos Iglesias Fernández

Profesor Contratado Doctor
Universidad de Alcalá

ESTUDIOS SECTORIALES, FINANCIEROS Y PYME

Dr. D. Antonio García Tabuenca

Profesor Titular de Universidad
Universidad de Alcalá

SERVICIOS E INNOVACIÓN

Dr. D. Luis Rubalcaba Bermejo

Catedrático de Economía Aplicada
Universidad de Alcalá



DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en Internet

http://www.iaes.es/iaes_sp/publicaciones.htm

ISSN: 2172-7856

ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

WP-08/10 LA TIPOLOGÍA DE LAS EMPRESAS INNOVADORAS ESPAÑOLAS

Ángel L. Culebras de Mesa

WP-09/10 TRES PREGUNTAS SOBRE LA ECONOMÍA COMO CIENCIA Y COMO PRÁCTICA

Juan Ramón Cuadrado Roura

WP-10/10 CRISIS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA (UME)

Antonio Torrero Mañas

WP-11/10 UNA ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LA POLÍTICA DE COHESIÓN EN LA COMUNIDAD DE MADRID

Jaume Garau Taberner y Félix Pablo Pindado

WP-12/10 PRODUCTIVITY IN EUROPEAN PRIVATE AND PUBLIC SERVICES: A GROWTH ACCOUNTING APPROACH

Andres Maroto-Sanchez

WP-13/10 LA CRISIS FINANCIERA Y SUS EFECTOS SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Antonio Torrero Mañas



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225
Fax (34)918855211 Email: iaes@iaes.es. WEB: www.iaes.es

LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: UNA REVISIÓN DE ALGUNAS IDEAS SOBRE EL PAPEL DE LAS FINANZAS EN EL SISTEMA ECONÓMICO¹

RESUMEN

Las finanzas tienden un puente entre un presente, conocido con dificultades e imperfecciones, y un futuro que no conocemos. La esencia de la crisis actual es que los gestores de las finanzas han actuado como si no existiera esa limitación.

Impulsado por las ideas predominantes, el mundo financiero ha considerado a la incertidumbre susceptible de cuantificación precisa. En este documento de trabajo se recuerdan las ideas claves de Keynes al respecto, así como las consecuencias de la aceptación de la hipótesis de los mercados eficientes; todo ello en la idea de que este análisis podría ayudar a interpretar mejor la crisis financiera actual; a diseñar medidas para combatirla, y, sobre todo, a orientar posibles reformas.

Palabras claves: Crisis financiera, Keynes, incertidumbre, hipótesis mercados eficientes, finanzas.

ABSTRACT

Finances establish a link between the present, known but with difficulties and imperfections, and an unknown future. The essence of the current crisis is that financial managers have acted as if there were no such limitation.

Driven by the prevailing ideas, the financial world has considered the uncertainty could be object of a precise quantification. . In this working document the key ideas of Keynes in this regard are taking into account, as well as the consequences of accepting the Efficient Markets Hypothesis (EMH), all with the purpose that this analysis may help better understand the current financial crisis; to design measures to combat it, and, above all, to guide any reforms.

Key words: Financial crisis, financial crisis, Keynes, uncertainty, efficient market hypothesis, finances.

AUTOR:

ANTONIO TORRERO MAÑAS. Catedrático de Estructura Económica. Universidad de Alcalá.

¹ En este documento de trabajo se incluyen los dos primeros apartados del capítulo 5 del libro *La crisis financiera internacional. Cuarto año* de próxima publicación por la Ed. Marcial Pons, que trata de la revisión de algunas de las principales ideas sobre el papel del sistema financiero que está provocando la propia crisis.

ÍNDICE

1. Introducción.....	6
2. Las advertencias de Keynes.....	8
3. La hipótesis de los mercados eficientes (EMH).....	11
4. Bibliografía	18

1. INTRODUCCIÓN

En uno de mis trabajos sobre la crisis (Torrero, 2009a), el primer apartado y el último, trataban de las ideas en las finanzas, de su importancia, y de la necesidad de revisarlas. En el cuarto año de la crisis, vuelvo a insistir sobre el mismo tema. Me permitirán que no repita la argumentación de entonces, pero creo justificado recalcar lo que me parece la cuestión fundamental, puesto que afecta a la interpretación de la crisis financiera, a las medidas para combatirla, y, sobre todo, a la orientación de las reformas, no para evitar que se produzcan otras crisis, pero sí para que cuando éstas tengan lugar no lleguen a bordear la catástrofe como ahora.

Aludía en el trabajo citado a la dificultad de predecir el futuro que tenemos los economistas. Este reconocimiento no conlleva una actitud nihilista pero obliga a un toque de modestia respecto a nuestras posibilidades, y a que consideremos con sano escepticismo los juicios amparados en la reconocida autoridad del que los formula, por alto que sea su prestigio académico o profesional.

Es famosa la desafortunada profecía de Fisher, un economista genial, que pronosticó la estabilidad de la bolsa americana en los días anteriores al desplome del mercado en 1929. Pondré dos ejemplos de opiniones que precedieron a la crisis actual.

En enero del año 2003, Robert Lucas se dirigía en su discurso presidencial a la AEA (*American Economic Association*) en los siguientes términos:

“La macroeconomía surge como campo específico en los años cuarenta, como parte de la respuesta intelectual a la Gran Depresión. El término hacía referencia al conjunto de conocimientos y experiencias que esperábamos evitara la repetición de ese desastre económico. Mi tesis en esta intervención es que la macroeconomía ha tenido éxito en este sentido: Su problema central de prevenir la depresión ha sido solventado, a todos los efectos prácticos, y ha sido solucionado de hecho por muchas décadas” (citado en Posner, 2009a, p. 286).

El subrayado es de Posner; apostilla que no cree que Lucas dijera lo mismo hoy. Como ha aclarado Krugman (2008, p. 14), Lucas no afirmaba que ya no existieran ciclos económicos pero sí que habíamos aprendido a controlarlos hasta el punto de que los beneficios de intentar manejarlos serían triviales.

En un informe muy famoso y citado (FSA, 2009, p. 85) se resalta en el texto el siguiente juicio emitido por el FMI en el *Global Financial Stability Report*, April 2006:

“Hay un reconocimiento creciente de que la dispersión del riesgo de crédito por los bancos hacia un amplio y diverso grupo de inversores, en vez de mantenerlos en su balance, ha ayudado a que la banca y el conjunto del sistema financiero sea más resistente.

La mayor resistencia puede apreciarse en menos quiebras bancarias y provisiones más consistentes. En consecuencia, los bancos comerciales pueden ser menos vulnerables hoy a shocks económicos o de crédito”.

Tampoco Bernanke, ni la FED, advirtieron del riesgo en las hipotecas *subprime*; cuando se produjeron los primeros fallidos, no se percataron de su capacidad de contagio en los productos estructurados, ni de los efectos paralizantes que incorporaba la opacidad, ni de la dificultad de localizar y de evaluar el riesgo de estos activos; por último, infravaloraron las consecuencias de la caída de Lehman, como ya he señalado.

En la historia de la crisis actual, que ya comienza a escribirse aunque estemos todavía en plena vorágine, aparecen muchos y llamativos ejemplos de fracasos sonados en prever la hecatombe ⁽²⁾. También algunos economistas –los casos de Shiller y Roubini son ejemplares– advirtieron de las consecuencias de la creciente vulnerabilidad implícita en la desmesura de las valoraciones y en la dinámica explosiva desarrollada en el propio sistema financiero.

Se critica a los economistas porque no somos capaces de predecir el futuro; los que así lo hacen tienen una idea errónea de las posibilidades de nuestra profesión. Por supuesto que no somos capaces. Un objetivo muy útil, sin embargo, es establecer hipótesis razonablemente argumentadas sobre la estabilidad o inestabilidad de las tendencias. Un estudio que concluya con el juicio de la inviabilidad en la prolongación de una tendencia no es, en absoluto, un logro menor. Me parece un objetivo que puede ser impreciso en cuanto al tiempo y la cuantificación de las consecuencias de la inversión o ruptura de la tendencia, pero el análisis es muy positivo puesto que advierte de la imposibilidad a largo plazo de que pueda mantenerse una situación considerada como normal.

Advertir de estas “inconsistencias temporales” es una aportación notable y en esta dirección deberíamos esforzarnos en vez de centrar nuestra atención en sofisticaciones analíticas fundamentadas en premisas que poco o nada tienen que ver con el mundo real. Denunciar procesos insostenibles y proponer fórmulas de corrección evitando el embalsamiento de desequilibrios, me parece un objetivo difícil pero asequible, y desde luego sería una contribución importante de la economía y de los economistas a la sociedad.

² El capítulo cuarto del libro de Makridakis et al (2010) recoge un inventario de pronunciamientos y juicios de personas e instituciones con errores significativos de previsión de la crisis actual.

2. LAS ADVERTENCIAS DE KEYNES

En línea con lo anterior, un ejercicio de modestia es que los economistas debemos aceptar nuestro escaso conocimiento de los mecanismos de las finanzas y, sobre todo, de sus efectos sobre los sectores reales. Es preciso tomar como punto de partida que el riesgo de las crisis financieras es material altamente sensible y cambiante, puesto que las finanzas intentan tender un puente entre un presente, conocido con dificultades e imperfecciones, y un futuro que no conocemos.

La esencia de la crisis actual es que los gestores de las finanzas han actuado como si esa limitación no existiera. Entre los hechos perfectamente conocidos y aquellos en los cuales la incertidumbre es radical, existe un amplísimo espectro. Impulsados por las ideas predominantes en la ciencia económica, la actuación del mundo financiero ha considerado el terreno de la incertidumbre como susceptible de cuantificación. A este error ha coadyuvado el abuso de porcentajes de probabilidad, sin fundamento alguno, como vía de clarificación expositiva:

“Al final del espectro de la incertidumbre, sin embargo, afrontamos situaciones en las que no es posible la precisión matemática, incluso aunque podemos optar por su utilización como un recurso de comunicación. Si un experto respetado nos dice, sobre la base de un análisis cuidadoso, que la posibilidad de un cambio de política violento en un país específico es menor del 25 por 100 en los próximos cinco años, pero supera el 50 por 100 en el largo plazo, esas cifras pueden comunicar un juicio subjetivo valioso, pero no están basadas en un análisis matemático de las probabilidades, porque no es posible” (Turner, 2007, pp. 3, 4).

Recordaré aquí tres pasajes de Keynes; el primero de la *Teoría General*:

“Si hablamos francamente, tenemos que admitir que las bases de nuestro conocimiento para estimar la rentabilidad en los diez próximos años de un ferrocarril, una mina de cobre, una fábrica textil, el fondo de comercio de una patente farmacéutica, una línea trasatlántica, o un edificio de la City de Londres es muy limitada o incluso nula” (1936, pp. 149, 150).

Un año después de la publicación de la *Teoría General*, en su contestación a los principales críticos de su libro, Keynes destacaba:

“Por conocimiento ‘incierto’, permítanme explicar que no entiendo simplemente distinguir lo que se conoce como cierto de lo que sólo es posible. El juego de la ruleta no está sujeto, en este sentido, a la incertidumbre; tampoco lo es la perspectiva de que un bono Victoria resulte amortizado; o, de nuevo, la expectativa de vivir es moderadamente incierta. Incluso el tiempo atmosférico es sólo moderadamente incierto. El sentido en el que utilicé el término es en

el que la perspectiva de una guerra europea es incierta, o el precio del cobre o el tipo de interés dentro de veinte años, o la obsolescencia de una nueva invención, o la distribución de la riqueza en el sistema social de 1970. Sobre esos asuntos no hay base científica que nos permita formular cualquier probabilidad calculable. Simplemente no sabemos" (1937,a, pp. 113,114).

Ese mismo año, Keynes precisa sus inquietudes en un párrafo que identifica, con pasmosa exactitud, las raíces de la crisis financiera actual:

"El futuro nunca se parece al pasado, como es bien conocido. Pero, hablando en términos generales, nuestra imaginación y nuestro conocimiento es demasiado débil para que nos indiquen qué cambios particulares nos esperan. No sabemos lo que sucederá en el futuro. Sin embargo, como seres vivos y móviles, nos vemos obligados a actuar. La paz y el confort mental requieren que nos ocultemos lo poco que podemos prever. Tendemos, por tanto, a sustituir el conocimiento que no es posible conseguir por ciertas convenciones, la principal de las cuales es asumir que, contrariamente a toda probabilidad, el futuro se parece al pasado. Así es como actuamos en la práctica" (1937, b, p. 124).

En la obra de Keynes hay un episodio singular que siempre me ha parecido de la mayor importancia: la crítica a la metodología empleada por Tinbergen (1939) en el estudio encargado por la Liga de Naciones ⁽³⁾. Keynes pone énfasis repetidas veces en dos ideas fundamentales: la elección del modelo adecuado para interpretar una realidad concreta y la prevención hacia el hecho de considerar el material estadístico como constante y homogéneo. En carta a Harrod señala:

"La economía es una ciencia de pensar en términos de modelos junto al arte de escoger los modelos relevantes para el mundo contemporáneo. Está forzada a ser así porque, a diferencia de la ciencia natural típica, el material al que se aplica es, en demasiados aspectos, no homogéneo en el tiempo. El objetivo de un modelo es segregar los factores semipermanentes o relativamente constantes de los que son transitorios o fluctuantes, así como desarrollar una vía lógica de pensar sobre estos últimos y de entender las secuencias temporales que se producen en determinados casos" (Keynes, 1938, p. 296).

Estas advertencias de Keynes deberían servir como contrapeso de las revisiones históricas de las crisis financieras que intentan darnos pistas sobre pautas modélicas que nos ayuden a interpretar lo que sucede con la crisis actual. Acudimos a la historia porque es el asidero que tenemos y hacemos bien en intentar aprovechar la experiencia del pasado. Es cierto que en las crisis financieras se repiten con frecuencia algunos hechos y conductas (expansión extraordinaria del crédito; *booms* de activos; codicia exacerbada...), pero cada crisis tiene singularidades

³ El lector interesado puede recurrir a mi libro sobre la obra de Keynes (1998, especialmente pp. 171-176).

propias y es preciso encuadrarla en el entorno institucional y en el clima de la época.

La economía no es una ciencia natural como Keynes precisa en repetidas ocasiones, pero las finanzas aún lo son menos puesto que la actividad de los propios agentes en el mercado altera las pautas que se consideran estables si nos atenemos a la regularidad de los datos estadísticos:

“En física el fenómeno que se mide no cambia generalmente con esa medición. En finanzas eso no es cierto. La modelización en finanzas cambia las leyes estadísticas que rigen en el sistema financiero en tiempo real. La razón es que los participantes en el mercado reaccionan ante las mediciones y por tanto cambian el proceso estadístico subyacente. Los elaboradores de modelos están persiguiéndose entre ellos. Esto es especialmente pronunciado cuando el sistema financiero entra en crisis” (Danielsson, 2008, p. 14).

A partir de las observaciones anteriores no debe sorprender que se revisen las reflexiones de Keynes para intentar encontrar inspiración con objeto de comprender la actual crisis financiera. Su principal biógrafo Skidelsky (2009), titula su libro reciente sobre Keynes: *El retorno del Maestro* y pone énfasis en la importancia que tiene en las ideas económicas de Keynes el concepto de incertidumbre, subrayando que buena parte de los fenómenos económicos están sujetos a la incertidumbre radical, esto es, no podemos determinar con precisión la probabilidad de que se produzcan; el pasado, por otra parte, si bien nos sirve de inspiración, no nos proporciona información precisa sobre el futuro.

Actuar como si se conociera, como si pudiéramos medir y controlar, proporciona tranquilidad, y seguir las pautas del pasado facilita una guía de la acción. Por eso, como se ha expuesto:

“Creemos que uno de los mayores desafíos que afrontamos tanto individual como colectivamente es aceptar el marco completo de incertidumbre en nuestras decisiones sin que la vacilación nos paralice” (Makridakis et al., 2010, p. 4).

La relectura de Keynes por Posner (2009, b) destaca como fundamental: “que el ambiente de los negocios está marcado por la incertidumbre, entendida como un riesgo que no se puede calcular” (p. 298). Alude Posner al contenido de una carta que envió Mankiw al *New York Times* en noviembre del 2008, y reproduce parte de la misma:

“Si se tuviera que recurrir a un solo economista para entender el problema que está enfrentado la economía, no hay duda de que ese economista sería John Maynard Keynes. Aunque Keynes murió hace más de medio siglo, su diagnóstico de las recesiones y de las depresiones sigue siendo el fundamento de la macroeconomía moderna. Su profunda comprensión va muy lejos en la explicación

de los retos que hoy enfrentamos [...] Keynes escribió: “los hombres prácticos, que se creen exentos de cualquier influencia intelectual, suelen ser esclavos de algún economista difunto”. En 2008, ningún economista difunto es más notable que Keynes” (pp. 304, 305).

3. LA HIPÓTESIS DE LOS MERCADOS EFICIENTES (EMH) ⁽⁴⁾

Los ideas poderosas que han impulsado la investigación económica en las últimas décadas han sido las Expectativas Racionales y la Hipótesis de los Mercados Eficientes. Según la primera, la intervención de los gobiernos tropezaría con la omnisciencia de los agentes económicos que, con sus reacciones, pondrían coto a las pretensiones intervencionistas de alterar los resultados de los mercados en libertad.

Respecto de la segunda, y sin entrar en versiones fuertes y débiles, la idea central es que la información económica y financiera está recogida en las cotizaciones de los activos, en particular en la valoración de las acciones.

“El problema subyacente en la crisis reciente ha sido la fe enternecedora en el capitalismo. Esta fe estaba basada en cincuenta años de una teoría económica dominante que increíblemente no estaba fundamentada en hechos sino en supuestos no confirmados: Expectativas Racionales y Teoría de los Mercados Eficientes. Si Ud. cree en ellos no hay necesidad de regular nuevos instrumentos, o, sin duda, cualquier cosa. El capitalismo cuidará de sí mismo. De esta forma Greenspan, Rubin, Summers, y Levitt (presidente de la SEC) pudieron torcer la voluntad de Brooksley Born ⁽⁵⁾ cuando se atrevió a sugerir la conveniencia de regular los nuevos instrumentos” (Grantham, 2010, p. 8).

Existen evidentes puntos de contacto entre las Expectativas Racionales y la EMH, aunque la primera tiene un mayor alcance y trascendencia, y también menos soporte en la evidencia empírica (Fox, 2009, p. 179).

Una tercera idea, menos concreta y definida, es que cuantos más mercados existan y tengan más liquidez, menores serán los costes de

⁴ El lector interesado en la historia del análisis de las finanzas no puede prescindir de las aportaciones de P.L. Bernstein, veterano analista financiero americano recientemente fallecido. De su numerosa bibliografía destacaría los tres libros específicamente dedicados al tema citado: 1992, 1996 y 2007.

⁵ Brooksley Born dirigía la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), y tuvo que afrontar en 1998 las fuertes presiones a su intento de regular el mercado de derivados. Como relata Lowenstein (2010, p. 59) Summers le advirtió indignado: “Tengo trece banqueros en mi oficina. Dicen que si esto (el proyecto de regulación) es publicado tendremos la peor crisis financiera desde la Segunda Guerra Mundial”.

transacción, pero sobre todo, los numerosos participantes contribuyen a situar un nivel correcto de valoraciones en favor de una mejor asignación de los recursos.

El trasfondo de esta creencia es el modelo de Arrow y Debreu según el cual un equilibrio competitivo es eficiente si los mercados son completos, esto es, si existen mercados en los cuales pueden valorarse todo tipo de contratos, incluidos los de seguros, los de inversión que ligen el presente y el futuro, así como los mercados de bienes, servicios y trabajo ⁽⁶⁾.

Estos soportes teóricos han alimentado dos convicciones que son claves para comprender la importancia progresiva de las finanzas en el sistema económico, y también las razones de la crisis financiera actual:

1. Nadie mejor que miles de inversores cualificados e informados para determinar el nivel correcto de las cotizaciones. Las burbujas, esto es, los excesos, o no se consideran posibles o se encuadran como sucesos exógenos al sistema.
2. Los mercados tienen capacidad de evaluar la probabilidad de que determinados sucesos tengan lugar en el futuro.

A partir de estas ideas, someramente esbozadas, se entiende que la crisis haya sido una sorpresa, aunque muchos analistas advirtieron la fragilidad de la construcción, y que también lo haya sido el poco éxito de los mercados en la medición de la probabilidad de que tuvieran lugar sucesos fundamentales. Por ejemplo, en el mercado de CDS (*Credit Default Swaps*) las primas a pagar por asegurar emisiones alcanzaron el nivel más bajo en el verano del 2007, poco antes de que se iniciara el desastre ⁽⁷⁾.

En adelante me referiré básicamente a la EMH. Desde que fuera propuesta por Fama (1965), los trabajos para confirmar, o refutar, la EMH son numerosísimos. De hecho, creo que es el tópico más debatido en las finanzas desde entonces. Se han producido refinamientos de la propuesta inicial, y también cambios de opinión en algunos de los expertos. Pese al océano de investigaciones, las discrepancias sobre su validez son muy acusadas.

El abanico de opiniones va desde la apasionada defensa de Jensen (1978, p. 95): "Creo que no hay ninguna proposición en economía que tenga un soporte de evidencia empírica más sólida que la EMH" a la abierta descalificación de Shiller (1984) que la considera uno de los mayores errores en la historia del pensamiento económico. Por su parte, Grantham (2010) destaca la responsabilidad de la EMH:

⁶ La argumentación la desarrolla con detalle A. Turner en "What do Banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it" en A. Turner et al (2010).

⁷ Ibidem. Gráfico 36, p. 84.

“La EMH ha probado ser la teoría en la historia de las finanzas con errores específicos más desafortunados, y la más costosa. Sin ella, habríamos reconocido la disfunción de los mercados estableciendo más controles que ayudaran a limitar la salvaje expansión de las finanzas” (p. 8).

En los ochenta del pasado siglo se impondrían en las principales universidades americanas un conjunto de ideas que transformaron la teoría y práctica de las finanzas. La importancia creciente de las escuelas de negocios, con las materias financieras como polo de atracción, coadyuvaron a este movimiento intelectual.

Los pioneros fueron Samuelson, Modigliani, M. Miller, Markowitz, Sharpe, el citado Fama, F. Black, R. Merton y M. Scholes; la mayoría de ellos consiguieron el premio Nobel. Denominador común de sus aportaciones fue el empleo de matemáticas cada vez más sofisticadas para enfocar problemas como la estructura de capital óptima, la valoración de los activos financieros, y la medición y cobertura del riesgo (Johnson y Kwak, 2010, pp. 67, 68).

La economía financiera como disciplina específica fue ganando importancia académica, y generando herramientas que promovieron nuevos mercados. Con todo, coincido con Johnson y Kwak, en destacar que lo más trascendental fue la ideología que generó:

“Si un mercado en libertad produce siempre precios de los activos fundamentalmente correctos, entonces el sector financiero puede ser dejado a sus propios instrumentos... La creencia básica era que si tenía lugar una transacción financiera, era por su bondad” (Ibidem, p. 69).

La EMH proporcionó a los expertos financieros con formación matemática sofisticada (*quants*) un ancla, una referencia hacia donde tenderían unos mercados perfectamente eficientes siempre gravitando hacia el equilibrio: “En otras palabras les proporcionó un reflejo de la Verdad, el santo grial de las finanzas cuantitativas, explicando cómo funcionaba el mercado y cómo medirlo. Cada vez que las cotizaciones se desviaban de la Verdad, las pirañas *quants* con sus ordenadores detectaban el error, descendían en picado, y restauraban el orden – obteniendo un saneado beneficio en el camino–” (Patterson, 2010, p. 85).

Wall Street utilizó estrategias cuantitativas porque pretendían mayor precisión que los métodos tradicionales. Lowenstein (2010) relata como Merrill Lynch contrató a un científico especializado en física de partículas como gestor de riesgo, el cual intentó explicar a sus colegas que las leyes del movimiento Browniano no describían realmente lo que sucedía en el mundo financiero.

“Los resultados de los modelos aplicados a una cartera diversificada de bonos municipales eran que se perdería dinero cada diez mil años, pero como Breit (el físico experto) señaló, una cartera así

habría tenido grandes pérdidas hacia ciento cincuenta años durante la Guerra Civil. Respecto a la cartera de CDOS ⁽⁸⁾ en Merrill, la empresa cuantificó su pérdida potencial en 71,3 millones de dólares. Esto era absurdo, no porque ese número fuera alto o bajo, sino por la arrogancia y el autoengaño que implica esa nítida precisión decimal” (pp. 45, 46).

A partir de las teorías de las expectativas racionales y de la EMH se impusieron un conjunto de principios. En política fiscal y monetaria se optó por establecer normas claras sin estabilización discrecional; la liberalización se consideró beneficiosa puesto que completaba mercados y establecía mejores incentivos; la innovación financiera y la especulación permitían refinar la eficiencia en la determinación de los precios; y los mercados activos y complejos mejoraban la estabilidad permitiendo desplazar los riesgos a los que estuvieran en mejor disposición para soportarlos (Turner, 2010 b, p. 2).

Keynes finaliza la *Teoría General* advirtiendo que los hombres prácticos suelen ser esclavos de las ideas de algún economista difunto. Turner extiende esa influencia hacia las personas con alto nivel intelectual:

“... hombres y mujeres que tienen una preparación intelectual razonable, empleados que deciden en bancos centrales, reguladores y gobiernos, la dirección de los departamentos de riesgo de entidades bancarias, que son conscientes de las influencias intelectuales, pero que tienden a orientarse por versiones simplificadas de las creencias predominantes en economistas que no están muertos sino todavía muy vivos” (2010,b, pp, 3, 4).

La fe en ambas teorías: expectativas racionales y EMH, ha inspirado la regulación –y la liberalización– de las finanzas. En el Informe ya citado (FSA, 2009) se detallan las ideas fundamentales que se han impuesto:

- i. Los precios de mercado son buenos indicadores del valor económico evaluado racionalmente.
- ii. El desarrollo de la titulización del crédito, dado que está basado en mercados nuevos y más líquidos, ha mejorado tanto la eficiencia en la asignación como la estabilidad financiera.
- iii. Las características del riesgo en los mercados financieros pueden inferirse del análisis matemático, proporcionando medidas cuantitativas robustas para comerciar con el riesgo.
- iv. La disciplina del mercado puede utilizarse como una herramienta efectiva para no asumir un riesgo excesivo.

⁸ Collateralized Debt Obligation (CDO). Un activo dividido en tramos y respaldado por una cartera de deuda comercializable.

- v. La innovación financiera puede suponerse que es beneficiosa dado que los mercados competitivos distinguirán y eliminarán cualquier innovación que no incorpore valor añadido (p. 39).

Como señala Skidelsky (2009, p. 39):

“Todos los modelos de gestión del riesgo de los bancos están basados en la teoría de los mercados eficientes. Lo que hacen es establecer un rango de probabilidad en el cual se producirán los eventos financieros. Técnicamente hablando, el diferencial de los rendimientos obtenidos en el pasado mide la incertidumbre de los rendimientos futuros que es cuantificada por la desviación típica o la varianza”.

Stiglitz (2010, p. 269) se ha referido a la EMH con lógica difícil de rebatir: Si la hipótesis fuera cierta no existirían las burbujas. La experiencia de los excesos en las valoraciones que han conducido al desastre actual no puede ser más contundente. Como ha precisado James (2009, p. 48):

“De acuerdo con los “mercados eficientes” los precios de las acciones reflejan adecuadamente toda la información pública disponible de cada título, los cuales no cambiarán si no llega nueva información. Los pánicos en los cuales los precios cambian abruptamente no pueden ser fácilmente explicados según esta hipótesis, especialmente si el pánico no ha generado nueva información. En consecuencia, las crisis financieras han sido una fuente de críticas de los mercados eficientes”.

La influencia de la EMH en las finanzas ha sido extraordinaria y su amplia aceptación explica en buena medida la crisis financiera actual. Los banqueros centrales al tener confianza en las cotizaciones de los mercados tendieron a creer que las burbujas, bien no existían, bien eran beneficiosas para la economía, o no podían detectarse. La consecuencia era justificar la no intervención. El escaso rigor de los reguladores descansaba en la confianza de la teoría y en la capacidad autorreguladora de la competencia. También en el área de aprobar nuevos productos se consideraba que la innovación hacía que los mercados fueran mas completos y líquidos, lo cual ampliaba las posibilidades de los agentes económicos y el bienestar general (Woolley, 2010, p. 124).

Kindleberger (1989) había mostrado su escepticismo al respecto:

“Descartar la crisis financiera sobre la base de que los auges y depresiones no pueden suceder porque ello implicaría la irracionalidad del mercado es ignorar una situación en nombre de una teoría” (p. 288).

Algunos economistas habían expresado su disconformidad con que las cotizaciones de los mercados fueran fiel reflejo de los fundamentos, postulando que era posible realizar valoraciones objetivas para poner de

relieve los excesos del mercado. Esa posibilidad es importantísima para que los bancos centrales incorporen las valoraciones a sus decisiones. Smithers (2009) ha señalado que el mercado no es ni perfectamente eficiente ni completamente ineficiente, y que podríamos considerarlo “moderadamente” o “imperfectamente”, o eficiente en el “largo plazo” (p. 16). Smithers y Wright ya habían propuesto en su trabajo de 2000 fórmulas para enjuiciar el nivel de las valoraciones.

También Shiller en ese mismo año propuso un método de valoración utilizando el PER ajustado cíclicamente, apuntando a la esencia de la cuestión:

“La teoría de que los mercados financieros son muy eficientes, y las investigaciones sobre esta teoría, forman parte de la corriente intelectual dominante en contra de la idea de que los mercados son vulnerables a excesivas exuberancias o burbujas” (2000, p. 171).

No han faltado advertencias de analistas financieros experimentados que veían con preocupación los excesos de los *quants* aunque siguieran con admiración la progresiva sofisticación de las finanzas. Bernstein, en 1996(b), apuntaba:

“Los recursos matemáticos modernos contienen las raíces de una tecnología deshumanizada que limita los efectos positivos de la gestión del riesgo. Nuestras vidas están pobladas con números, pero los números son sólo herramientas... En el centro del proceso está el ordenador... El resultado es una cultura que amenaza con llegar a ser tan compleja y frecuentemente tan arcana como para constituir una nueva religión. Veo tres peligros en estas tendencias: la exposición a la discontinuidad; la arrogancia de cuantificar lo no cuantificable; y la amenaza de incrementar el riesgo en vez de gestionarlo. El conjunto de esos tres peligros puede ser letal” (p. 49).

La crisis financiera ha provocado la lógica inquietud sobre la capacidad de los economistas al no haber sido capaces de detectar y prevenir la sima que nos amenazaba. La célebre carta de Hodgson a la Reina de Inglaterra en respuesta a su extrañeza y preocupación por este hecho recoge, en mi opinión, la clave del problema:

“Lo que ha sido escasa es la sabiduría profesional fundamentada en un amplio conocimiento de la psicología, la estructura institucional y los precedentes históricos. Esta insuficiencia la han tenido los economistas que aconsejaban a gobernantes, bancos, empresas, e institutos políticos. Creemos que la limitada preparación de los economistas –concentrada en técnicas matemáticas y en la construcción de modelos formales sin control empírico– ha sido una razón importante por este fracaso de la profesión. Este defecto ha sido alentado por el empleo de la técnica matemática como un objetivo en sí mismo en muchas revistas académicas y departamentos de economía” (2009, p. 2).

No hay duda de que la EMH ha sufrido un duro golpe con la crisis financiera actual y se ha erosionado la confianza en sus postulados.

Smithers (2010, p. 189) ha señalado que los críticos están en ascenso pero no existe, hasta ahora, ninguna alternativa generalmente aceptada. Lo que sí parece que puede decirse es que estamos en puertas de un cambio de paradigma.

4. BIBLIOGRAFÍA

En las citas figura el año de su publicación original aunque se precise, en caso necesario, de donde se toman las referencias.

- BERNSTEIN, P.L. (1992): Capital Ideas. The Improbable Origins of Modern Wall Street. The Free Press, 1993, USA.
- BERNSTEIN, P.L. (1996a): Against the Gods. The Remarkably Story of Risk. John Wiley & Sons. USA.
- BERNSTEIN, P.L. (1996b): “Have we replaced old-world superstitions with a dangerous reliance on numbers?” . Harvard Business Review. March-April, pp. 47, 51.
- BERNSTEIN, P.L. (2007): Capital Ideas Evolving. John Wiley & Sons. USA.
- DANIELSSON, J. (2008): “Blame the models”, en Centre for Economic Policy Research (CEPR): The First Global Financial Crisis of the 21st Century. A VOX EU org Publication, junio.
- FAMA, E.F. (1965): “The Behavior of Stock-Market Prices” . The Journal of Business, vol. 38, Enero, pp. 34-105.
- Fox, J. (2009): The Myth of the Rational Market. Harper Collins. New York.
- FSA (Financial Services Authority) & H.M. TREASURY (2009): “Reforming OTC Derivatives Markets. A U.K. Perspective” . December.
- GRANTHAM, J. (2010): “What a Decade!” . GMO Quarterly Letter. January, pp. 1-8.
- HODGSON, G.M.: “Letter to Her Majesty the Queen”. 10 August 2009.
- JAMES, H. (2009): The Creation and Destruction of Value. The Globalization Cycle. Harvard University Press. USA.
- JENSEN, M.C. (1978): “Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency” . Journal of Financial Economics, 6, pp. 95-101.
- JOHNSON, S. y J. KWAK (2010): 13 BANKERS. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown. Pantheon Books. New York.
- KEYNES, J.M. (1936): The General Theory of Employment Interest and Money. The Collected Writings. Royal Economic Society. Vol. VII. Ediciones en español de: Fondo de Cultura Económica.

- México (1943); Ed. Aosta. Madrid (1998); y Ed. Síntesis. Madrid (2009).
- KEYNES, J.M. (1937(a)): "The General Theory of Employment" . The Quarterly Journal of Economics. February. The Collected Writings. Royal Economic Society, Vol. XIV, pp. 109-123. Versión española en: Breve tratado sobre la Reforma Monetaria. Escritos (1910-1944). Ed. Síntesis, Madrid, 2008.
- KEYNES, J.M. (1937(b)): "Some Economic Consequences of a Declining Population" . Eugenics Review. April. The Collected Writings. Royal Economic Society, Vol. XIV, pp. 124-133.
- KEYNES, J.M. (1938): "Carta a R.F. Harrod", 4 July 1938, en The Collected Writings. Royal Economic Society, Vol. XIV, pp. 295-297.
- KINDLEBERGER, C.P. (1989): Manías, pánicos y cracs. Edición original en inglés: Basic Books, EE.UU., 1978. Edición revisada en 1989. Versión española en Ed. Ariel, Barcelona, 1991, de donde tomo las referencias.
- KRUGMAN, P. (2008): El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual. Ed. Crítica. Barcelona, 2009. La primera edición en inglés es de W.W. Norton & Co, 2008.
- LOWENSTEIN, R. (2010): The End of Wall Street. The Penguin Press. New York.
- MAKRIDAKIS, S.; R.M. HOGARTH, y A. GABA (2010): Dance with Chance. Oneworld Publications. Reino Unido.
- PATTERSON, S. (2010): The Quants. Crown Business. New York.
- POSNER, R.A. (2009,a): A Failure Capitalism. The crisis of '08 and the Descent into Depression. Harvard University Press. USA.
- POSNER, R. (2009, b): "Como me convertí en Keynesiano. Segundas reflexiones en medio de una crisis". Publicado inicialmente en The New Republic, 23-9-09. Versión española publicada en la Revista de Economía Institucional, Vol. 12, nº 22, primer semestre 2010, pp. 293-305, de donde tomo las referencias.
- SHILLER, R.J. (1984): "Stock Prices and Social Dynamics" . Brookings Papers on Economic Activity, 2, pp. 457-510.
- SHILLER, R.J. (2000): Irrational Exuberance. Princeton University Press. USA. Hay versión española. Ed. Turner, 2003.
- SKIDELSKY, R. (2009): Keynes. The Return of the Master. Allen Lane. England.

- SMITHERS, A. (2009): Wall Street Revalued. Imperfect Markets and Inept Central Bankers. John Wiley & Sons Great Britain. Reprinted, February, 2010.
- SMITHERS, A. y S. WRIGHT (2000): Valuing Wall Street. Protecting Wealth in Turbulent Markets. McGraw-Hill. USA.
- STIGLITZ, J.E. (2010): FREEFALL. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. W.W. Norton & Company. USA.
- TINBERGEN, J. (1939): Statistical Testing of Business Cycle Theories, 2 volúmenes. Geneva, League of Nations.
- TORRERO, A. (1998): La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero. Ed. Civitas. Madrid.
- TORRERO, A. (2009, a): “La Crisis Financiera. Una perspectiva histórica” . Papeles de Economía, nº 122, pp. 52-65.
- TURNER, A. (2007): “Uncertainty and Risk in Life Insurance, Banking and Financial Markets: Reflections on a Turbulent Year”. Cass Business School. 20 th February (Conferencia).
- TURNER, A. (2010, b): “Economics, conventional wisdom and public policy” . Institute for New Economic Thinking. Inagural Conference, April.
- TURNER, A. (2010): “What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?”, en A. Turner et al.
- TURNER, A., et al. (2010): The Future of Finance: The LSE Report, London School of Economics and Political Science.
- WOOLLEY, P. (2010): “Why are financial markets so inefficient and exploitative and a suggested remedy”, en A. Turner et al: The Future of Finance: The LSE Report. London School of Economics and Political Science.

AUTOR

Antonio Torrero Mañas

Comienza su carrera profesional en MAPFRE Mutualidad de Seguros donde ocupó cargos directivos en sociedades de inversión. Ha sido Consejero Delegado de AGEKO (Asesoramiento y Gestión Económica), Presidente del Banco Hipotecario de España, Presidente de Reit S.A., Consejero del Instituto Nacional de Hidrocarburos y Consejero del Banco Español de Crédito hasta la intervención de la entidad en 1993. Ha sido profesor de la Universidad Complutense y de la Universidad de Málaga. Pertenece, desde su fundación, al Instituto Español de Analistas Financieros.

En la actualidad es Catedrático Emérito de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá.

Los últimos libros publicados son:

- La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero (1998, Civitas, Madrid).
- Internacionalización de la Bolsa y de las Finanzas (2000, Pirámide, Madrid).
- La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón (2003, Témpora, Madrid).
- Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios (2006, Marcial Pons, Madrid).
- Revolución en las Finanzas (Los grandes cambios en las ideas. Represión y Liberalización Financiera) (2008, Marcial Pons, Madrid).
- La crisis financiera internacional y económica española (Encuentro. Madrid, 2008).
- La crisis financiera internacional. Tercer año (en proceso de publicación).