





lítica a secas suplantará a la «mano invisible» de Adam Smith. Se abre así la vía a la racionalización de la intervención pública sin apenas limitaciones. No solo en un plano macro el mercado no garantiza el pleno empleo y es proclive a crisis y burbujas especulativas, sino que en un plano micro los mercados son tan imperfectos que la regulación debe ser omnipresente: de aquí al socialismo, en su variante posmoderna, es decir, sin propiedad pública, hay solo un paso. Paso que no creemos que John Cassidy quiera dar. El libro, como decimos, es más rico en ideas, más matizado y complejo que la película.

La tercera parte, dedicada a la gran crisis, muestra cómo, por una conjunción de factores, el mercado falla estrepitosamente. Si no la mejor, indudablemente es de las mejores crónicas disponibles sobre la crisis financiera global, con orígenes en el estallido de la burbuja hipotecaria estadounidense. Aquí el villano es Alan Greenspan y los sucesivos hechos se narran en el mejor estilo periodístico, con una cercanía y vivacidad insuperables. La secuencia es bien conocida: sostenida reducción de los tipos de interés estadounidenses durante un período excesivamente prolongado (culpable, Alan Greenspan); desarrollo sin precedentes de mecanismos de ingeniería financiera, especialmente derivados y titulaciones, ambos escasamente regulados; y, finalmente, el componente de psicología de masas y especulación (a lo Hyman Minsky), provocando la euforia, la burbuja y la consecuente explosión, caída, recesión y paro.

Lo que ha fallado es la percepción sobre la economía real, sobre cómo funcionan en realidad los mercados y sus agentes y cómo dice la teoría que funcionan o deberían funcionar. Dicho de otra forma, ha habido un déficit de supervisión del sistema financiero en su conjunto. La descripción es brillante y algunos datos son realmente preocupantes. Por ejemplo, y refiriéndose al mercado estadounidense, las tres cuartas partes de los créditos *subprime* entre 2000 y 2006 fueron titulizados (p. 276); entre 2001 y 2006 las hipotecas *subprime* crecieron en un 450% (ibídem). Estos créditos eran, en más de un 80%, de interés variable y el valor medio de una hipoteca pasó de 150.000 dólares en 2001 a 259.000 dólares en 2005 (p. 279); el primer emisor de títulos respaldados

por créditos hipotecarios no fue otro que Lehman Brothers (p. 280).

Cassidy es, por tanto, partidario de una profunda reforma de la regulación financiera, con algunas ideas concretas y no meramente declaraciones programáticas. La intervención gubernamental, por supuesto, es decisiva en el sector financiero y posiblemente no ha estado a la altura de las circunstancias. El financiero es un sector crucial, con efectos en toda la economía. La intermediación financiera sufre el problema concreto de opacidad en la información, de información oculta y asimétrica. El



inversor generalmente no dispone de información suficiente, o esta se presenta de modo incomprensible. El prestatario asume riesgos que, si conociera, declinaría en la mayoría de los casos. No todas las instituciones financieras están igualmente reguladas, no todas presentan los mismos riesgos, y los criterios de transparencia e información son también muy diversos. En efecto, la intervención del regulador es imprescindible. Pero, en el dilema de regulación *versus* mercado, los equilibrios son siempre inestables. Dos son las reflexiones con que queremos terminar.

Primera: el hecho cierto de que el conocimiento desde el sector público de la actividad del sector privado es siempre imperfecto, aun a pesar de la multiplicidad de agencias y de datos estadísticos que estas elaboran. La paradoja es que resulta necesaria una regulación de la actividad privada, en este caso la financiera, pero la dinámica del mercado elude constantemente esta regulación. El regulador no es un ente omnisciente y debe ser por ello modesto y prudente, lo cual no quiere decir ingenuo e incauto. La regulación financiera nunca impedirá las crisis, que son

Segunda: la regulación puede ser prudencial o intrusiva. No es lo mismo establecer un coeficiente mínimo de recursos propios (o su inversa, un apalancamiento o proporción máxima de pasivos a recursos propios) que determinar el riesgo de *cada tipo* de operación financiera y, en función de esta, el nivel de capital. Esto último es un ejemplo de regulación intrusiva que, como se ha demostrado (Basilea II), no ha servido de mucho. Así, no parece que el supervisor financiero deba reemplazar o sustituir al banquero o al gestor de fondos privado.

Los mercados privados, en efecto, tienen múltiples fallos, pero la actividad pública está sujeta también a numerosas limitaciones. Por este motivo es preferible una regulación prudencial, general, lo cual no quiere decir laxa ni uniforme, a otra en que la casuística pretenda sustituir las decisiones de los agentes del mercado. Pero para ello es necesario que este pueda disciplinar a aquellos. Las crisis son situaciones extremas, las autoridades deben limitar sus efectos por medio de una regulación preventiva, una supervisión *ad hoc* y una actividad anticíclica, pero no pueden ni deben tratar de sofocar la iniciativa privada. El enunciado es, naturalmente, más fácil que su puesta en práctica. Podemos, por consiguiente, estar de acuerdo con Cassidy: «Un gobierno eficaz se basa en conseguir el equilibrio adecuado entre autonomía y coordinación. Si la supervisión es excesiva, la innovación razonable se verá ahogada. Si la supervisión es insuficiente, la economía puede encaminarse hacia el *boom* y la depresión» (p. 365).

Terminamos recomendando la lectura de *Por qué quiebran los mercados*, sobre todo a quienes hayan visto la película *Inside Job*. De esta última se obtiene una visión antiliberal basada en la mezcla interesada de mercados insuficientemente regulados, crisis financieras y comportamientos en el ámbito privado moralmente rechazables. Los vicios privados, y más los delitos, se encuadran dentro de la regulación cívica, en el ámbito del derecho, incluido el penal. Los problemas económicos y, entre ellos, los financieros en particular, merecen y exigen un análisis más neutral. El lector del libro sacará, sin duda, sus propias conclusiones. □

1 El libro de Paul Cassidy era uno de los reseñados por Stephen Fay en su resección colectiva «A sus anchas», *Revista de Libros*, núm. 165 (septiembre de 2010), pp. 11-13.