

George Soros  
La tormenta financiera

EDICIONES  
DESTINO

imago mundi

George Soros

# La tormenta financiera

Por qué los mercados sólo pueden  
sobrevivir con reglas

Traducción de Eduardo G. Murillo

EDICIONES  
DESTINO

Título original: *Financial Turmoil in Europe and the United States*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web [www.conlicencia.com](http://www.conlicencia.com) o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

© George Soros, 2012  
Publicado en Estados Unidos por PublicAffairs™,  
un miembro del Perseus Books Group

© Ediciones Destino, S. A., 2012  
Diagonal, 662-664. 08034 Barcelona  
[www.edestino.es](http://www.edestino.es)  
[www.planetadelibros.com](http://www.planetadelibros.com)

© de la traducción del inglés, Eduardo G. Murillo, 2012

Primera edición: septiembre de 2012

ISBN: 978-84-233-2894-9  
Depósito legal: B. 17.765-2012  
Impreso por: Huertas Industrias Gráficas, S. A.  
Impreso en España – *Printed in Spain*

El papel utilizado para la impresión de este libro es cien por cien libre de cloro y está calificado como papel ecológico.

## ÍNDICE

### INTRODUCCIÓN

Segundo asalto de la crisis económica: debacle de la eurozona y sus raíces en la superburbuja. . . . .	11
---	----

### PRIMERA PARTE 2008: DESPUÉS DEL CRAC

La peor crisis del mercado en sesenta años . . . . .	39
<i>Financial Times</i> , 23 de enero de 2008	
El peligroso precio del petróleo . . . . .	45
27 de agosto de 2008	
Paulson no debe recibir un cheque en blanco . . . . .	55
<i>Financial Times</i> , 24 de septiembre de 2008	
Recapitalizar el sistema bancario. . . . .	59
<i>Financial Times</i> , 2 de octubre de 2008	
Cómo capitalizar los bancos y salvar las finanzas . . . .	63
<i>Financial Times</i> , 12 de octubre de 2008	
Estados Unidos ha de liderar un rescate de las economías emergentes . . . . .	67
<i>Financial Times</i> , 28 de octubre de 2008	

SEGUNDA PARTE  
2009: LA REFORMA FINANCIERA CORRECTA  
Y LA REFORMA FINANCIERA INCORRECTA

La manera correcta y la incorrecta de sacar de apuros a los bancos. . . . .	73
<i>Financial Times</i> , 22 de enero de 2009	
El cuidado de la periferia debería constituir la máxima preocupación . . . . .	77
<i>Financial Times</i> , 22 de marzo de 2009	
Una forma de detener los intentos de bajar los precios accionarios. . . . .	81
<i>Wall Street Journal</i> , 23 de marzo de 2009	
Los tres pasos necesarios para la reforma financiera . .	85
<i>Financial Times</i> , 16 de junio de 2009	
No hay que ignorar la necesidad de la reforma financiera. . . . .	89
<i>Financial Times</i> , 25 de octubre de 2009	

TERCERA PARTE  
2010: LA CRISIS GLOBAL

El euro afrontará pruebas más difíciles que la de Grecia. . . . .	97
<i>Financial Times</i> , 22 de febrero de 2010	
La reforma de un sistema de hipotecas fallido. . . . .	101
www.politico.com, 25 de marzo de 2010	
Estados Unidos ha de afrontar los peligros de los derivados. . . . .	107
<i>Financial Times</i> , 22 de abril de 2010	

La crisis y el euro . . . . . 111  
*New York Review of Books*, 12 de julio de 2010

Estados Unidos necesita estímulo, no virtudes. . . . . 127  
*Financial Times*, 4 de octubre de 2010

China ha de solucionar la crisis cambiaria global . . . . 131  
*Financial Times*, 7 de octubre de 2010

Europa debería rescatar bancos antes que Estados . . . 135  
*Financial Times*, 15 de diciembre de 2010

#### CUARTA PARTE 2011: LA EUROZONA

Cómo Alemania puede evitar una Europa  
de dos velocidades. . . . . 141  
*Financial Times*, 22 de marzo de 2011

Los verdaderos europeos necesitan ahora un plan B . . 145  
*Financial Times*, 13 de julio de 2011

Alemania ha de defender el euro . . . . . 151  
*Financial Times*, 12 de agosto de 2011

Tres pasos para resolver la crisis de la eurozona . . . . 155  
*Financial Times*, 15 de agosto de 2011

¿Tiene futuro el euro? . . . . . 159  
*New York Review of Books*, 15 de septiembre de 2011

Cómo impedir una segunda Gran Depresión. . . . . 167  
*Financial Times*, 29 de septiembre de 2011

Un mapa de ruta a través del campo de minas de la eurozona . . . . .	171
<i>Financial Times</i> , 13 de octubre de 2011	
Un plan de siete puntos para salvar la eurozona . . . . .	175
<i>Financial Times</i> , 25 de octubre de 2011	
El BCE ha de intervenir para salvar la eurozona . . . . .	177
<i>Financial Times</i> , 21 de noviembre de 2011	
ÍNDICE DE CONCEPTOS. . . . .	181

EDICIONES  
DESTINO

## INTRODUCCIÓN

### SEGUNDO ASALTO DE LA CRISIS ECONÓMICA: DEBACLE DE LA EUROZONA Y SUS RAÍCES EN LA SUPERBURBUJA

Esta serie de ensayos publicados sobre todo en el *Financial Times* y el *New York Review of Books* constituye una continuación de mis anteriores libros sobre la crisis económica: *El nuevo paradigma de los mercados financieros* (2008) y *The Crash of 2008 and What it Means* (2009). Narra la historia de la superburbuja, que en mi opinión empezó en 1980 y continúa a día de hoy.

En 1980, cuando Ronald Reagan fue elegido presidente de Estados Unidos y Margaret Thatcher era la primera ministra del Reino Unido, el fundamentalismo de mercado se convirtió en el credo dominante del mundo. Los fundamentalistas de mercado creen que los mercados financieros asegurarían el reparto óptimo de recursos siempre que los gobiernos dejaran de entrometarse con ellos. Derivan tal creencia de la hipótesis del mercado eficiente y de la teoría de las expectativas racionales. Estas doctrinas esotéricas se basan en ciertos supuestos que carecen de relevancia para el mundo real, pero no obstante han llegado a ser muy influyentes. Dominan los departamentos económicos de las principales universidades norteamericanas, y a partir de ahí su influencia se ha propagado a lo largo y ancho del

mundo. En los ochenta, consiguieron guiar la política de Estados Unidos y el Reino Unido. Estos países se embarcaron en la desregulación y la globalización de los mercados financieros. La iniciativa se propagó como un virus. A los países individuales les ha costado resistirse, porque la globalización permite que el capital financiero escape a la regulación y las cargas fiscales, y los países individuales no pueden existir sin capital financiero.

Por desgracia, el principio básico del fundamentalismo de mercado está equivocado: los mercados financieros, dejados a su aire, no tienden necesariamente hacia el equilibrio: son igualmente propensos a producir burbujas. La historia demuestra que, desde su nacimiento, los mercados financieros siempre han generado crisis económicas. Toda crisis ha provocado una respuesta de las autoridades. Así se han desarrollado los mercados financieros, de la mano de la banca central y la regulación de los mercados.

Cuando empecé mi carrera en las finanzas, los bancos y monedas estaban sometidos a una regulación estricta. Era el legado de la Gran Depresión y la segunda guerra mundial. Cuando la economía global se normalizó bajo los acuerdos de Bretton Woods, los mercados financieros empezaron a revivir. Pero, lejos de tender al equilibrio, generaron desequilibrios que condujeron al abandono gradual de los acuerdos de Bretton Woods.

Las autoridades económicas funcionan con menos perfección todavía que los mercados. En los años setenta, la política keynesiana que había sido inspirada por la Gran Depresión permitió el desarrollo de la inflación. Dos crisis petroleras sucesivas dieron como resultado grandes superávits para los países productores de petróleo y grandes déficits para los importadores. Los bancos comerciales actuaron de mediadores ante los desequili-

brios. Fue entonces cuando los bancos empezaron a escapar de la camisa de fuerza a la que habían sido confinados mediante las regulaciones.

Siempre que el sistema económico topaba con problemas graves, las autoridades intervenían. Liquidaban instituciones insolventes o las fusionaban con otras más grandes. La primera alteración sistemática importante ocurrió en el Reino Unido en 1973, cuando bancos marginales no regulados como Slater Walker pusieron en peligro a los bancos de compensación que los financiaban. El Banco de Inglaterra intervino en los bancos marginales con el fin de proteger a los bancos de compensación, aunque los marginales estaban fuera de su esfera normal de competencias. Esto fijó una pauta que fue seguida más tarde durante la superburbuja: cuando el sistema corre peligro, se suspenden las reglas normales. Este fenómeno recibió un nombre: riesgo moral.

Las burbujas se caracterizan por la prórroga poco sólida de crédito y apalancamiento. La intervención de las autoridades creó la superburbuja al impedir que las burbujas normales siguieran su curso. Las autoridades tomaron bajo su tutela a las entidades insolventes, y si la economía corría peligro, aumentaban la inyección de dinero o aplicaban estímulos fiscales.

La primera crisis bancaria internacional de la superburbuja ocurrió en 1982, cuando el crédito prorrogado a países soberanos en el período inflacionario de los setenta se volvió insostenible y se derrumbó. Las autoridades monetarias internacionales se coaligaron, utilizaron su influencia para «persuadir» a los bancos de refinanciar sus préstamos, y prestaron suficiente dinero para que los países insolventes pagaran los intereses. El sistema bancario se salvó y los países muy endeudados fueron sometidos a una severa disciplina. A la larga, los

bancos acumularon reservas suficientes para disminuir la deuda hasta niveles controlables. En ese momento se introdujeron los llamados bonos Brady para lograr reorganizaciones de la deuda ordenadas. Latinoamérica y otros países deudores perdieron una década de crecimiento en el proceso.

Cierto número de crisis económicas localizadas fueron contenidas de manera similar. La más memorable fue el escándalo de Savings and Loan a mediados de los ochenta. La siguiente crisis importante internacional empezó en 1997. Se inició en Asia, donde algunos países vincularon su moneda al dólar y utilizaron préstamos en dólares para financiar el crecimiento interno. Al final, la acumulación de déficits externos hizo insostenible la paridad con el dólar, y cuando la paridad se rompió, muchos préstamos quedaron pendientes de liquidación. Una vez más, el Fondo Monetario Internacional (FMI) protegió a los bancos y sometió a los países deudores a una severa disciplina. Desde Asia, la crisis se extendió a otras partes del mundo. En Rusia, no pudo evitarse la mora. Esto, a su vez, dejó al descubierto la vulnerabilidad del Long-Term Capital Management (LTCM), un fondo de inversión libre de carácter especulativo y apalancamiento elevadísimo que empleaba técnicas muy sofisticadas de gestión de riesgos basadas en la hipótesis del mercado eficiente. Esto suponía una amenaza real para el sistema económico global, porque la mayoría de los bancos más grandes estaban implicados en préstamos al LTCM y retenían sus posiciones por cuenta propia. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York reunió a representantes de los bancos más importantes en la misma sala y los convenció de rescatar al LTCM. Se impidió una debacle económica, y la superburbuja continuó creciendo.

El siguiente episodio grave fue la burbuja de alta tecnología que estalló en 2000. Fue diferente de las otras burbujas porque estaba alimentada por la sobrevaloración de las acciones, en lugar de la prórroga precaria del crédito y el apalancamiento. Sin embargo, cuando la burbuja estalló, la Reserva Federal bajó los tipos de interés, al final hasta un 1 por ciento, con el fin de atajar una recesión. Alan Greenspan mantuvo los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo. Esto dio lugar a un auge de la vivienda que alcanzó su cumbre en 2006, causó una crisis económica en agosto de 2007 y terminó en el crac de 2008.

Esta burbuja de la vivienda fue también diferente de las burbujas de bienes raíces normales. Se distinguió por el uso extendido de instrumentos financieros sintéticos y técnicas sofisticadas de gestión de riesgo basadas en la hipótesis del mercado eficiente. Esa hipótesis asume que los mercados financieros tienden hacia el equilibrio tal como está determinado por una teoría científica válida universal e intemporal, pero falló al no tener en cuenta el efecto que el uso extendido de estos instrumentos y técnicas obraba en el comportamiento de los mercados financieros. Por ejemplo, las hipotecas se transformaron en obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés). Las CDO se basaban en la suposición de que el descenso en los valores de los bienes raíces nunca se da de manera uniforme en Estados Unidos, por lo que se suponía que reducían el peligro debido a la diversificación geográfica. De hecho, el uso extendido de las CDO creó un auge a nivel de todo el país que terminó en una quiebra a nivel de todo el país: un acontecimiento sin precedentes. De manera similar, el uso de sofisticadas técnicas de gestión de riesgo controlaba los riesgos con eficacia, pero hacía caso omiso de la incerti-

dumbre no cuantificable o knightiana. Esto dejó a las instituciones mal preparadas para hacer frente a la quiebra. Además, el uso de instrumentos sintéticos extendió la esfera de la burbuja más allá de la vivienda. Había muchas más CDO emitidas que hipotecas. En consecuencia, cuando llegó la quiebra, no quedó confinada al mercado de hipotecas *subprime*, sino que trastocó todo el sistema bancario internacional. Todo esto significó una sorpresa para los participantes y los reguladores de los mercados, ambos engañados por una doctrina falsa.

Las autoridades gestionaron muy mal la crisis. El secretario del Tesoro Hank Paulson cometió una equivocación fatal cuando decidió que no utilizaría el dinero de los contribuyentes para rescatar a Lehman Brothers. Cuando Lehman Brothers quebró, todo el sistema se hundió. Al cabo de pocos días, tuvo que dar marcha atrás en su decisión y acudir al rescate de American International Group (AIG), una aseguradora volcada en asegurar CDO a base de vender permutas de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) para cubrirlas. El mercado de obligaciones mercantiles quedó paralizado. Ya avanzada la misma semana, el valor liquidativo de un fondo del mercado monetario cayó por debajo del dólar, lo cual precipitó una retirada masiva de fondos del mercado monetario. Antes de que concluyera la semana, Paulson tuvo que solicitar al Congreso un fondo de rescate de 700.000 millones de dólares que se convirtió en el Troubled Asset Relief Program (TARP).

Para impedir que el sistema económico internacional se derrumbara, lo conectaron a una máquina que mantuviera sus constantes vitales. Los ministros económicos del mundo desarrollado anunciaron que no permitirían la quiebra de ninguna otra institución financiera importante para el sistema. En efecto, las autoridades sustituyeron

yeron el crédito del Estado por el crédito comercial que se había venido abajo. Su intervención impidió una vez más que la superburbuja estallara. Pero, tal como explico en los ensayos aquí incluidos, el crac de 2008 transportaba las semillas de la crisis económica actual. Las autoridades se enzarzaron en una delicada maniobra de dos fases. Cuando un coche está patinando, el conductor ha de girar el volante en la dirección del patinazo para impedir que vuelque, y sólo cuando ha recuperado el control puede corregir la dirección del coche; de manera que las autoridades sólo podían corregir el uso excesivo de crédito y apalancamiento inundando el mercado con el crédito del Estado, tanto en forma de avales como con la emisión de deuda soberana.

La maniobra tuvo éxito. Las autoridades recuperaron el control y los mercados financieros volvieron a funcionar más o menos con normalidad. Pero los desequilibrios desarrollados durante la superburbuja no fueron corregidos, y los mercados financieros estaban muy lejos del equilibrio. A la larga, el crédito del Estado que rescató el sistema financiero en 2008 también cayó bajo sospecha. El euro se convirtió en el epicentro de la crisis actual debido a los defectos inherentes a su construcción. Los diseñadores del euro conocían algunas de estas imperfecciones, y otras sólo afloraron a la superficie durante el curso de la crisis.

El sistema financiero está plagado de dogmas falsos, malentendidos e ideas equivocadas. La realidad se halla ausente de los postulados sobre los cuales se construyeron las teorías predominantes durante la superburbuja. Yo me guié por una interpretación diferente de los mercados financieros. Se basaba en un marco conceptual que empecé a desarrollar durante mis años de estudiante, mucho antes de implicarme en los mercados financie-

ros. En realidad, el marco no tiene nada que ver con los mercados financieros; gira alrededor de uno de los problemas fundacionales de la filosofía, a saber, la relación entre pensamiento y realidad. Permitan que les ofrezca un breve resumen.

Sostengo que los agentes pensantes están relacionados con la situación en la que participan de dos formas. Por una parte, intentan comprenderla. Llamo a esto función cognitiva. Por otra, intentan obrar un impacto en la situación. Llamo a esto función causativa o manipulativa. Las dos funciones relacionan a los agentes pensantes y las situaciones en que participan en direcciones opuestas. Cuando ambas funciones se realizan al mismo tiempo, forman una relación circular o bucle de retroalimentación. Llamo a este bucle de retroalimentación «reflexividad».

La reflexividad afecta a las dos funciones que la componen. En ausencia de la reflexividad, cada función posee una variable independiente. En la función cognitiva, se supone que la situación es la variable independiente que determina el punto de vista de los participantes. Cuando ambas funciones se realizan al mismo tiempo, ninguna posee una variable verdaderamente independiente. Esto introduce un elemento de incertidumbre o indeterminación tanto en el punto de vista de los participantes como en el curso de los acontecimientos, que estaría ausente si las dos funciones operaran de manera independiente la una de la otra. Provoca una divergencia entre los puntos de vista de los participantes y el estado real de la situación, y una falta de correspondencia entre las intenciones de los participantes y el resultado de sus acciones.

Debería subrayar que la reflexividad no es sólo una fuente de incertidumbre. Los agentes basan sus decisiones en una comprensión imperfecta de la realidad también por otros motivos. La reflexividad está íntimamente relacionada con el conocimiento imperfecto o falibilidad. Los dos conceptos parecen gemelos, pero la falibilidad ha de tomar precedencia lógica. Si la gente actuara sobre la base de un conocimiento perfecto, su punto de vista sería idéntico a la realidad, y la reflexividad no sería una fuente de incertidumbre, ni en el punto de vista de los participantes ni en el curso real de los acontecimientos. En consecuencia, no puede existir reflexividad sin falibilidad, pero los agentes pensantes son falibles incluso en ausencia de reflexividad.

La falibilidad se suele reconocer, pero la reflexividad no ha recibido la atención que merece. Esto puede ser debido al hecho de que la reflexividad relaciona dos dominios diferentes, la cognición y la causación. En cada dominio la gente busca la perfección, y siente inclinación a desdeñar o eliminar una fuente de incertidumbre. En ningún lugar es esto más evidente que en los mercados financieros. La teoría económica ha insistido en una interpretación de los mercados financieros que ignora a propósito la reflexividad.

Desarrollé mi marco conceptual en mis años de estudiante, muy influido por Karl Popper, el filósofo nacido en Austria que se convirtió en mi mentor durante el último curso en la London School of Economics. Cuando empecé a intervenir en los mercados financieros, fue natural que los convirtiera en un laboratorio para poner a prueba mis ideas. La elección demostró ser muy afortunada. Los mercados financieros constituyen un estrecho segmento de la realidad, pero poseen algunos rasgos que los transforman en un elemento muy adecuado para

servir de laboratorio. Operan de una forma relativamente transparente y producen una masa de datos cuantitativos. Lo más importante es que las teorías económicas explican cómo funcionan los mercados financieros, en especial la hipótesis del mercado eficiente (HME) y la teoría de las expectativas racionales, y excluyen de manera dogmática la falibilidad y la reflexividad de toda consideración. Como consecuencia, son teorías muy influyentes y gozan de una amplia aceptación, de manera que es imposible falsificarlas. Eso convirtió los mercados financieros en el laboratorio de pruebas con mayor significado práctico que podía haber elegido.

Publiqué mi marco conceptual y sus implicaciones para los mercados financieros en 1987, bajo el título *La alquimia de las finanzas*. La llamé «alquimia» en lugar de «ciencia» de los mercados financieros con el fin de subrayar la diferencia entre mi interpretación y el paradigma dominante. Los economistas modelaron su teoría sobre la física de Newton, de ahí su foco en el equilibrio. Defendí que se trataba de una falsa analogía. Newton estaba estudiando fenómenos que se desarrollaban de forma totalmente independiente de cualquier idea sobre ellos, mientras que los economistas lidian con situaciones que tienen participantes pensantes. La cadena causal no vincula un conjunto de hechos con el siguiente de manera directa, sino sólo mediante la intervención de agentes pensantes. Existe un bucle de retroalimentación que relaciona el dominio de la causación con el dominio de la cognición.

La diferencia entre los dos tipos de fenómenos es profunda. La física está en deuda con la formulación de generalizaciones de validez universal que pueden ser utilizadas de manera intercambiable tanto para la pre-

dicción como para la explicación. Popper construyó un sencillo y elegante proyecto de método científico que me impresionó sobremanera. Consiste en tres elementos y tres operaciones. Los tres elementos son las condiciones iniciales, las condiciones finales y las generalizaciones de validez universal o leyes científicas. Las tres operaciones son predicción, explicación y experimentación. Cuando las condiciones iniciales se combinan con las leyes científicas, proporcionan predicciones; cuando las condiciones finales se combinan con esas leyes, producen explicaciones. De esta manera, predicciones y explicaciones son simétricas y reversibles.

Lo que se halla ausente de este proyecto es la verificación de las leyes. Aquí entra en juego la perspicacia especial de Popper. Afirmó que las leyes científicas no pueden verificarse, sólo falsearse, y esto se logra gracias a la experimentación. Las generalizaciones de validez universal pueden experimentarse comparando condiciones iniciales con condiciones finales en ejemplos particulares. Si no consiguen adaptarse a la ley científica que se les aplica, esa ley ha sido falseada. Las leyes que no están sujetas a falseamiento no pueden calificarse de científicas. Un solo ejemplo de inadaptación es suficiente para destruir la validez de la generalización, pero ninguna cantidad de ejemplos de adaptación es suficiente para verificarla más allá de la duda. En este sentido existe una asimetría entre verificación y falseamiento. La simetría entre predicción y explicación; la asimetría entre verificación y falseamiento, y el papel crucial de la experimentación son los tres rasgos destacados del proyecto de Popper. Encajan con su opinión de que nuestra comprensión del mundo en que vivimos es inherentemente imperfecta, del mismo modo que mi postulado de falibilidad.

Popper insistía en lo que él llamaba la doctrina de la unidad del método científico. En eso difiero de él. ¿Cómo es posible aplicar los mismos métodos y criterios tanto al estudio de fenómenos naturales como al de asuntos humanos, cuando existe una diferencia tan fundamental entre ambos? Los agentes pensantes actúan sobre la base de la comprensión imperfecta, y su falibilidad introduce un elemento de incertidumbre en los asuntos humanos que se halla ausente de los fenómenos naturales. Es preciso reconocer esa diferencia tan fundamental. Esto no significa que la ciencia natural sea capaz de producir un conocimiento perfecto verificable, pero sí significa que la ciencia social ha de lidiar con un elemento adicional de incertidumbre y ha de adaptar sus métodos y criterios en consonancia. La interpretación de los mercados financieros desarrollada por los economistas tomó como modelo la física newtoniana. Si titulé mi libro *La alquimia de las finanzas*, fue para enfatizar que yo tomaba un enfoque fundamentalmente diferente.

Cuando empecé a utilizar los mercados financieros como laboratorio, desarrollé la teoría de que las burbujas financieras se construían sobre los postulados gemelos de la falibilidad y la reflexividad. Sostengo que cada burbuja está compuesta de dos ingredientes: una tendencia que prevalece en la realidad y una mala interpretación de dicha tendencia, o una idea equivocada relacionada con ella. Una burbuja es un proceso de auge y caída que al principio se autorrefuerza pero resulta contraproducente al final, y sigue una secuencia de fases bien definidas. La secuencia está predeterminada, pero el tamaño y duración de cada fase no. Puedo resumir el proceso tal como sigue.

Una tendencia puede ser generada por una innovación tecnológica, o es posible que sea de carácter puramente financiero. Al principio, es probable que circule sin ser reconocida. 1) Cuando los participantes en el mercado empiezan a prestarle atención, es probable que su interés refuerce tanto la tendencia como su interpretación, la cual, según mi teoría, conlleva una idea equivocada. 2) Es posible interrumpir la tendencia, lo cual supone una amenaza para la idea equivocada. Si esta idea equivocada no sobrevive a la prueba, la burbuja no se desarrolla. Pero si la idea equivocada sobrevive a la interrupción de la tendencia, tanto la tendencia como la idea equivocada salen más reforzadas. 3) Poco a poco, la percepción de los participantes queda tan apartada de la realidad subyacente que éstos son cada vez más conscientes de la discrepancia. Al final llega un momento de verdad, cuando quienes dudan son superiores en número a los creyentes. 4) Es posible que la tendencia se mantenga un tiempo por inercia durante un período crepuscular. 5) Aun así, llegará un momento en que la tendencia se invertirá. 6) En dicho momento, quedará reforzada en dirección contraria gracias a la incredulidad predominante. 7) Como siempre está implicada cierta forma de crédito o apalancamiento, las burbujas tienen tendencia a adoptar una forma asimétrica, se alzan poco a poco y caen de manera precipitada, lo cual termina en un crac, y 8) La secuencia de las diversas fases viene predeterminada, pero sólo ella. El tamaño y la duración de las burbujas es impredecible, y cabe la posibilidad de que sean abortadas en cualquier fase. Sólo en ocasiones las burbujas alcanzan su tamaño máximo.

Es fácil comprender por qué. En cualquier momento existe una mirada de bucles de retroalimentación en funcionamiento, pero todos ellos recaen en dos categorías: positivos o negativos. Una retroalimentación positiva refuerza las ideas equivocadas predominantes, mientras que una negativa las corrige. Casi siempre, los dos tipos de bucles de retroalimentación se anulan mutuamente. Sólo en ocasiones un bucle de retroalimentación positivo genera una burbuja lo bastante grande para eclipsar a los demás bucles. Pero, en las raras ocasiones en que esto sucede, la burbuja asume significado histórico. El momento actual es una de esas ocasiones. La crisis del euro oscurece todas las demás consideraciones. Los mercados financieros bailan a su son todo el día. Esto obra un efecto desestabilizador sobre el comportamiento de los participantes del mercado. Por lo tanto, se califica la situación como alejada del equilibrio.

Existen también situaciones en que predominan bucles de retroalimentación negativos. Como resultado, el punto de vista de los participantes tiende a converger hacia la realidad objetiva. Esto puede describirse como una situación casi equilibrada. Es interesante que la teoría de las expectativas racionales postule esta situación llevada a un extremo irreal, en que los bucles de retroalimentación positivos no existen, sin más, y las retroalimentaciones negativas impulsan las percepciones y expectativas hacia una correspondencia perfecta con la realidad, lo cual produce un solo equilibrio.

El laboratorio de los mercados financieros es de lo más adecuado para estudiar tanto las situaciones alejadas como las cercanas al equilibrio. Pero, tal como señalo con detenimiento en *La alquimia de las finanzas*, la realidad no recae con claridad en estas dos categorías. La mayoría de las situaciones reales recaen en el medio,

y exhiben diversas mezclas de retroalimentación positiva y negativa. No obstante, los dos extremos que he descrito aquí caracterizan situaciones reales con mucha más frecuencia de la que debería esperarse sobre la base de una distribución puramente aleatoria. Los dos extremos actúan a modo de «extraños atrayentes», una expresión utilizada a menudo en relación con sistemas complejos. Eso es porque la gente necesita simplificar las situaciones complejas, y la dicotomía entre los dos extremos sirve como principio útil de simplificación. El orden predominante es considerado como inmutable o mutable. Las situaciones inmutables se consideran ciertas y predecibles; las mutables, inciertas e impredecibles. Y las percepciones refuerzan la realidad de manera reflexiva. La fe en la estabilidad conduce a ajustes que la refuerzan, y viceversa.

Como las burbujas aportan inestabilidad a los mercados financieros, la historia de los mercados ha estado puntuada por crisis financieras. Así se desarrollaron la banca central y las regulaciones financieras, al compás de los mercados. Por lo tanto, no sólo ocurre que una mano invisible guía a los mercados, sino que están sujetos a la visible mano de la política.

Las burbujas sólo aparecen de manera intermitente, pero la interacción entre mercados y política es constante. Tanto los participantes de los mercados como las autoridades financieras actúan sobre la base de un entendimiento imperfecto. Eso provoca que la interacción sea reflexiva. Por lo tanto, la reflexividad ha de formar parte de nuestra interpretación de los mercados financieros en todo momento, no sólo en condiciones alejadas del equilibrio.

Esto tiene implicaciones importantes. La reflexividad introduce un elemento de incertidumbre no cuantifica-

ble (knightiana) que imposibilita la aplicación de los métodos científicos del esquema de Popper. Las generalizaciones intemporales no pueden ser utilizadas para predecir o explicar los mercados financieros, y no existe simetría entre predicción y explicación. Es más fácil explicar el pasado que predecir el futuro. En otras palabras, los mercados financieros se interpretan mejor como un proceso histórico temporal y definido por el contexto. En *La alquimia de las finanzas* expuse una serie de situaciones concretas alejadas del equilibrio en las que había participado personalmente. No sólo las expliqué, sino que en algunos ejemplos conté los beneficios que había extraído de ellas. También me extendí sobre lo que yo denomino experimento en tiempo real, cuando documenté mis decisiones como administrador de fondos de inversión libres en el momento en que las tomaba. Si bien no logré falsear la hipótesis del mercado eficiente y la teoría de las expectativas racionales, sí conseguí demostrar que la crítica de Popper al marxismo, en el sentido de que es inmune al falseamiento, también se aplica a la economía dominante. Creo que también demostré que mi enfoque es mucho mejor que el paradigma predominante a la hora de predecir y explicar el comportamiento de los mercados financieros.

Casi todos mis libros posteriores tenían una estructura similar: una explicación de mi marco conceptual, su aplicación a una situación específica (por lo general el momento actual de la historia) y un experimento en tiempo real, o algún otro intento de predicción o prescripción. Los temas discutidos no se confinaban a los mercados financieros. Si bien utilicé los mercados financieros como laboratorio de pruebas, creía que mi marco conceptual poseía aplicaciones mucho más amplias. Por ejemplo, en *Opening the Soviet System*, interpreté la as-

censión y el declive del sistema soviético como un proceso de auge y caída. En *La burbuja de la supremacía norteamericana* utilicé el mismo enfoque para analizar las ideas equivocadas subyacentes a la desastrosa política del gobierno de Bush. El mismo espíritu impregna la serie de ensayos publicados aquí: considero los desarrollos económicos y políticos inextricablemente entrelazados, y subrayo el papel de las ideas equivocadas.

*La alquimia de las finanzas* obtuvo una recepción bastante tibia cuando fue publicado por primera vez. Se leyó ampliamente en los círculos de los fondos de inversión libres y se enseñó en algunas facultades de economía, pero fue rechazado o ignorado por los economistas. Casi todos los medios lo consideraron un capricho de un hombre de negocios de éxito. Yo había esperado en secreto que la reflexividad fuera saludada como un gran descubrimiento, y la valoraba hasta tal punto que apenas podía separarme de ella. Continué explicándola de maneras diferentes. El hecho de que mi marco conceptual tuviera escasa resonancia entre el público me condujo a la conclusión de que estaba equivocado: mi interpretación de la complicada relación entre pensamiento y realidad no era más que una percepción errónea, no la contribución objetiva de un filósofo. Incluso pronuncié una conferencia en Viena titulada «Un filósofo fracasado lo intenta de nuevo». Hablé desde un estrado elevado en la universidad, y ello me inspiró para enunciar la doctrina de la falibilidad.

Todo esto cambió con el crac de 2008. Los economistas empezaron a reconocer que había algo fundamentalmente erróneo en el paradigma predominante, y comenzaron a tomar en serio la reflexividad. Esto me ha impulsado a convertirme en patrocinador del Instituto del Nuevo Pensamiento Económico (INET, por sus si-

glas en inglés), que cuenta con seis economistas ganadores del premio Nobel en su junta asesora.

Desarrollé mi marco conceptual en la privacidad de mi mente. Como trabajaba solo, fue un proceso lento y laborioso. Mis ideas empezaron a recibir alguna retroalimentación crítica, lo cual fue de gran ayuda. Creo que he hecho más progresos en los últimos tres años que en los treinta anteriores. Mi perspectiva ha cambiado. Ya no me considero un filósofo fracasado (es posible que esté equivocado, por supuesto). Creo que mi marco conceptual posee algo más que un significado puramente subjetivo: puede ayudar a la humanidad a comprender mejor la realidad. Mi contribución no se ha limitado al concepto de reflexividad. Reconocer el papel de las ideas equivocadas a la hora de moldear el curso de la historia es igual de importante. Creo que este punto aparecerá con meridiana claridad en esta colección de ensayos, sobre todo en los que versan sobre la crisis del euro.

He aprendido tanto durante estos últimos tres años que deberé escribir un nuevo libro. Adoptará la misma forma de los demás: reafirmación del marco conceptual y su aplicación al momento actual de la historia. Pero éste no es el momento apropiado para ello. La crisis se halla todavía en pleno apogeo, y el desenlace es aún inseguro.

La serie de ensayos aquí reunidos formará parte de dicho libro. Por lo general, mis libros contienen un experimento en tiempo real, y mis ensayos contribuirán a esa parte. Fueron escritos en el calor del momento, y trataron de sugerir políticas apropiadas. Se tomaron en serio, pero resultará evidente para el lector que mis sugerencias no fueron seguidas ni por el Gobierno de Obama ni por las autoridades europeas. Creo que la situación sería mejor si lo hubieran hecho.

Al mismo tiempo que escribía los artículos, intenté influir en la política entre bambalinas. Mis contactos con las autoridades siguieron las normas establecidas: escucharon, pero no contestaron. Fue una experiencia frustrante.

Después de la cumbre europea del 9 de diciembre de 2011, donde las autoridades se negaron a seguir la solución que yo había defendido en mis artículos, decidí no publicar ningún artículo más, sino apelar a las autoridades con un informe privado. Lo titulé «El plan Padoa-Schioppa para Europa», en memoria de un miembro jubilado de la junta del Banco Central Europeo (BCE), con el cual había entablado una estrecha colaboración en el análisis de la crisis del euro antes de su repentina muerte. Lo reproduzco aquí por su valía:

#### EL PLAN PADOA-SCHIOPPA PARA EUROPA

La cumbre europea del 9 de diciembre de 2011 sembró las semillas de futuros problemas sin solucionar la actual crisis económica. Los futuros problemas girarán en torno a una Europa de dos velocidades y una falsa doctrina económica que guiará el pacto económico propuesto. Esta doctrina impone una estricta disciplina fiscal en un período de creciente desempleo, y amenaza con empujar la eurozona hacia una maliciosa trampa de deuda deflacionaria de la que será difícil escapar. Pero solucionar la aguda crisis debería tener prioridad sobre todo lo demás.

En este aspecto, la cumbre consiguió algunos logros positivos. Para que las autoridades controlen la crisis, es preciso reforzar los bancos y los mercados de bonos gubernamentales de la eurozona ante la eventualidad de una mora griega. La mitad de dicha tarea se cumplió. Las medidas introducidas por el BCE fueron útiles hasta cierto

punto para aliviar los problemas de liquidez de los bancos. Con la garantía de bancos centrales individuales, el BCE aceptará en la práctica cualquier préstamo actual de los bancos comerciales, y ofrecerá crédito durante tres años en Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO, por sus siglas en inglés).

Pero no se hizo lo suficiente para curar un defecto fundamental del euro: los países individuales no pueden emitir su propia moneda. Por tanto, sus bonos quedan relegados al equivalente de préstamos de divisas extranjeras solicitados por países menos desarrollados. De ahí las primas de alto riesgo sobre bonos españoles e italianos. Este problema no se corrigió.

Por desgracia, como las primas de riesgo sobre bonos gubernamentales están íntimamente relacionadas con las deficiencias de capital de los bancos, una solución a medias no es suficiente. Si Grecia fracasa en calificarse para el siguiente plazo de su plan de rescate, tal acontecimiento podría provocar que el euro fuera insostenible, al precipitar una fuga de capitales de bancos italianos y españoles, e impulsar los bonos italianos y españoles en la misma trayectoria de los bonos griegos. Esto sería cierto incluso en el caso de que las autoridades italianas y españolas consiguieran administrar sus finanzas con el fin de evitar la insolvencia. El peligro que corren estos países es el de quedar atrapados en un círculo vicioso en el que los elevados rendimientos fomenten el temor de los mercados a la insolvencia, lo cual justificaría a su vez elevados rendimientos. Tanto los mercados financieros como las agencias de calificación de riesgos están concentrados en este peligro, y la cumbre no logró eliminarlo.

Sin embargo, este fracaso podría remediarse antes de que cause más perjuicios. Permítanme que explique con detalle lo que podría hacerse (se trata de una versión modificada de una propuesta que lancé en el *Financial Times* del 13 de octubre. Fue inspirada por una conversación con

Tommaso Padoa-Schioppa, quien, como ministro de Economía de Italia, dio la vuelta a su país en los años noventa a base de lanzar tan sólo letras del Tesoro a corto plazo).

Los países de la eurozona podrían utilizar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) para defender al BCE del riesgo de insolvencia de cualquier letra del tesoro española o italiana comprada a bancos comerciales. Esto permitiría al BCE abrir un nuevo fondo que compraría, a la par, cualquier efecto ofrecido por bancos, restando la parte no prescrita del descuento con el que se vendieron originalmente dichos efectos. El BCE retendría las letras a su vencimiento. Si el emisor no consiguiera pagar las letras, el EFSF reembolsaría al BCE.

Las letras del Tesoro retenidas por los bancos podrían ser tratadas por las autoridades bancarias europeas como el equivalente de dinero en metálico, puesto que podrían ser vendidas al BCE en cualquier momento. En ese caso, los bancos considerarían ventajoso retener su exceso de liquidez en la forma de letras del Tesoro españolas e italianas, mientras estas letras rindieran más que los depósitos bancarios retenidos en el BCE.

Los países que padecen excesivas primas de riesgo podrían satisfacer sus necesidades prestatarias vendiendo letras del Tesoro casi a la tasa de interés del BCE, que en la actualidad es del 1 por ciento sobre reservas obligatorias y de 25 puntos base sobre cuentas de reservas adicionales. Esto mejoraría de forma sustancial la sostenibilidad de su deuda. Italia, por ejemplo, vería el coste medio del empréstito descender del 4,3 por ciento actual en vez de aumentar. Si toda la deuda que venciera en el primer cuatrimestre fuera refinanciada de esta manera, el coste del empréstito medio caería al 3,8 por ciento. La confianza se recuperaría poco a poco, los intereses sobre los bonos en circulación bajarían; los bancos ya no serían penalizados por poseer bonos gubernamentales italianos, e Italia accedería de nuevo al mercado a unos tipos de interés más razonables.

Una posible objeción a esta estrategia es que reduciría el vencimiento medio de la deuda española e italiana. Yo diría que esto sería ventajoso en las actuales circunstancias excepcionales, porque mantendría al Gobierno del país preocupado por ejercer un control férreo: el país no podría permitirse perder el fondo del BCE.

En el caso de Italia, el control férreo disuadiría a los políticos recalcitrantes de desobedecer las exigencias del Gobierno tecnócrata, porque, si precipitaran las elecciones, serían castigados por el electorado. Esto ayudaría a restablecer la estabilidad política y aceleraría el regreso de Italia al mercado (si Italia tuviera que depender todavía de este fondo en el momento de la imposición del nuevo tratado, podría utilizarse el Mecanismo Europeo de Estabilidad [ESM, por sus siglas en inglés] para garantizar bonos a más largo plazo con tipos de interés variables; los pagos de los intereses podrían ligarse a los tipos de interés del Euribor. Esto podría sustituir a los eurobonos, que son inaceptables desde un punto de vista político).

Algunos países acreedores todavía podrían oponerse a utilizar el EFSF de esa forma, basándose en el hecho de que el mecanismo de cumplimiento de la disciplina fiscal no es lo bastante fuerte. Esto podría remediarse exigiendo a los países concernidos someterse a un plan del FMI. Estos países, no obstante, deberían recibir seguridades sobre la disponibilidad de financiamiento a bajo coste para justificar la adopción de un paso tan oneroso.

Otra posible objeción es que extender el financiamiento de bajo coste a países como España e Italia comprometería a otros emisores soberanos, como Bélgica y Francia, que no dependen del aval del EFSF. Los bancos liquidarían sus carteras de valores de emisores sin aval a favor de emisores con aval. Creo que esta preocupación está fuera de lugar. Las letras avaladas por el EFSF recurrirían a un fondo común de capital conservador, parte del cual se tiene en cuentas de reservas adicionales del BCE. El capi-

tal de riesgo afrontaría menos oportunidades principalmente debido a los menores rendimientos de los bonos de otros países de la eurozona.

En cualquier caso, si otro país lo necesitara, el aval del EFSF podría extenderse también a él. El EFSF tiene capital más que suficiente sin necesidad de utilizar apalancamiento. Del capital autorizado de 780.000 millones de euros, unos 560.000 millones están libres de compromiso. Esto sería más que suficiente para cubrir el riesgo de solvencia contraído por el BCE, puesto que el aval se aplica tan sólo a letras del Tesoro ofrecidas por bancos al BCE. Al final, las autoridades europeas llevarían a cabo una operación para la que cuentan con sobrados recursos. Esto significaría una sorpresa positiva para los mercados e invertiría su disposición, porque los mercados tienen disposiciones. Eso es lo que las autoridades han de comprender para recuperar el control de la situación.

Mi propuesta se atiene no sólo a la letra, sino al espíritu del artículo 123. La tarea del BCE consiste en proporcionar liquidez a los bancos, mientras que el EFSF ha sido creado para absorber el riesgo de solvencia. Juntos, el BCE y el EFSF podrían hacer lo que el BCE no puede conseguir solo. El BCE no facilitaría préstamos adicionales de países miembros. Se limitaría a ayudarlos a financiar sus necesidades prestatarias a un coste más bajo. Esto aportaría un alivio temporal a un defecto fatal en el diseño del euro, hasta que los países miembros puedan encontrar una solución más permanente negociando un acuerdo fiscal. Las autoridades bancarias, a su vez, reciben la seguridad de que las letras del Tesoro retenidas por los bancos equivalen a dinero en metálico. Esto convierte mi propuesta en un uso más efectivo del EFSF, sobre todo porque el mercado no concede mucho valor a un aval del EFSF.

Si el BCE o los reguladores opusieran objeciones legales o pidieran prudencia, el fondo podría ser modificado a tal efecto. Por ejemplo, el EFSF tendría capital suficiente

para asegurar un máximo del 25 por ciento de todas las letras del Tesoro emitidas bajo el fondo, y aun así avalar el cien por cien de las letras ofrecidas al BCE, porque el Banco Central de Italia podría acceder a recomprar de inmediato esas letras y emitir nuevas en su lugar.

En octubre, cuando propuse por primera vez esta solución, las autoridades admitieron que era plausible, pero habían avanzado demasiado en el diseño de formas de apalancar el EFSF como para reorientar sus esfuerzos. Ahora que todos sus intentos de apalancar el EFSF han fracasado, deberían ofrecer a mi propuesta una consideración seria e inmediata. No pueden esperar. No deberían permitir que la eclipsaran los problemas a largo plazo creados por la oposición británica en vistas al acuerdo fiscal propuesto. La crisis económica continúa en pleno apogeo, y está causando gravísimos daños a la economía.

Mi propuesta podría significar la diferencia entre fracaso y éxito, y las autoridades de la eurozona necesitan a toda costa conseguir un éxito con el fin de fortalecer los mercados contra un posible impago griego en la primavera de 2012.

Es evidente que las autoridades no van a seguir el plan Padoa-Schioppa. Los alemanes, en concreto, han dejado claro en sus declaraciones públicas que consideran solucionada la crisis a corto plazo. Creen que han hecho lo suficiente para ayudar a los países muy endeudados. Si leemos entre líneas, esperan que los bancos compren los bonos a corto plazo italianos y españoles, y utilicen la LTRO a tres años del BCE para financiar sus compras. Ganarían entre un 4 y un 5 de *carry* positivo, riqueza suficiente para que la competencia entre bancos baje el tipo de interés sobre los bonos italianos y españoles con el tiempo. Para los bancos italianos y españoles, com-

prar los bonos de sus propios gobiernos no conllevaría prácticamente ningún riesgo. El único peligro es que el país incurra en mora, en cuyo caso se arruinarían.

Los bancos españoles reaccionaron tal como cabía esperar, y pujaron agresivamente en la última subasta de bonos españoles a tres años, pero los mercados financieros continúan escépticos. Los bancos han recibido la orden de aumentar los fondos propios hasta el 9 por ciento de su patrimonio neto, y al calcular el patrimonio neto la Autoridad Bancaria Europea fija el valor de los bonos gubernamentales en el mercado. Y los mercados de valores penalizan a los bancos por sus tenencias de bonos italianos y españoles. De esta forma, el *carry trade* corre cierto riesgo, y la capacidad de los bancos de involucrarse en él es limitada. El repunte de corta vida de los bonos españoles e italianos dio paso a la venta. Por lo tanto, el resultado final sigue siendo incierto.

Si el plan de la LTRO tuviera éxito, alcanzaría más o menos el mismo objetivo que el plan Padoa-Schioppa, pero tardará más y, entretanto, el beneficio del margen de los tipos de interés recaería en los bancos, no en los países afectados. Existen otros inconvenientes. El plan de la LTRO reforzará la relación incestuosa entre las autoridades bancarias de países individuales y sus bancos. Hasta podría ser interpretado como un paso hacia la quiebra eventual de la eurozona. Deja el mercado de los bonos gubernamentales suspendido de manera incómoda al borde de una decisión entre un resultado favorable y otro desfavorable. En general, me inclino hacia un desenlace positivo, porque la presión a la baja sobre los bancos es probable que pujan con más agresividad a lo largo de 2012. En el lado negativo existe el peligro de que el Bundesbank consiga empujar al límite al BCE para acotar su compra de bonos gubernamentales en el

mercado abierto. Eso disuadiría de pujar a los bancos, lo cual deja la eurozona peligrosamente expuesta a la posibilidad de una mora griega durante 2012.

Por el contrario, el plan Padoa-Schioppa conduciría de manera decisiva los bonos italianos y españoles hacia la categoría de sostenibles, y los protegería con eficacia. Las autoridades conseguirían que los mercados adoptaran una disposición de ánimo más positiva, al romper la pauta de «demasiado poco, demasiado tarde», lo cual pondría en acción un círculo favorable... hasta cierto punto. Todavía debería resolverse la trampa de la deuda deflacionaria.

Es posible que la perspectiva se vea con más claridad cuando el libro se publique, lo cual convierte esta introducción en un auténtico experimento en tiempo real. En caso necesario, el plan Padoa-Schioppa podría ser implementado en 2012, siempre que, entretanto, la capacidad restante del EFSF no se haya visto comprometida.