

BURBUJAS E INESTABILIDAD: EL ESTADO DE LA CUESTIÓN

Antonio Torrero Mañas¹

Documento de Trabajo nº 3 / 2004

(1) Catedrático Economía Aplicada. Departamento de Estadística, Estructura Económica y E.O.I. de la Universidad de Alcalá.

La serie **Documentos de Trabajo** que edita el Laboratorio de Investigación del Sector Servicios (SERVILAB), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del centro.

Resumen

El tema de las burbujas, esto es, la incidencia sobre la economía de las variaciones excesivas en la valoración de los activos y las consecuencias de su eventual corrección violenta, a parece con mucha frecuencia en la literatura reciente.

En el presente trabajo se pretende plantear el estado de la cuestión con tres objetivos: Sintetizar las ideas fundamentales que han prevalecido de las principales experiencias de sobrevaloración de activos, exponer los principales puntos en los que existe acuerdo respecto al fenómeno de las burbujas y situar el papel de los bancos centrales dentro de este panorama.

Palabras clave: Burbujas, sobrevaloración de activos, bancos centrales

Abstract

Bubbles, that is, the impact on economy of excessive variations in the valuation of assets and the consequences of its possible violent correction, represent a very common subject matter in the recent literature.

In this working paper, we will try to set out the state of play with three objectives: To summarize the main prevailing ideas of the most important experiences of overvaluation of assets, to set out the main points of agreement regarding the bubbles phenomenon, and to give central banks their place within this scene.

Key words: *Bubbles, overvaluation of assets, central banks*

1. OBJETIVOS DE ESTE TRABAJO *

El tema de las burbujas, esto es la incidencia sobre la economía de las variaciones excesivas en la valoración de los activos y las consecuencias de su eventual corrección violenta, aparece con mucha frecuencia en la literatura reciente. Entre los últimos libros publicados (¹) el de Hunter, Kaufman y Pomerleano (HKP) (eds.) (2003) (²) destaca por la calidad de las aportaciones y la personalidad de los analistas. El título del libro es expresivo de su contenido: *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Se trata, pues, de analizar los efectos de la valoración de los activos sobre la política monetaria y la actividad reguladora de las autoridades económicas, básicamente de los bancos centrales. Tomar de este libro el inventario de argumentos y posiciones, para la reflexión que me propongo realizar sobre el estado de la cuestión, exige advertir sobre aspectos que no se abordan en él, dados los objetivos específicos de la conferencia que dio lugar al mismo, pero que me parecen importantes para situar las coordenadas de un tema tan amplio y debatido. Aludiré, muy brevemente, a la redistribución de la riqueza; a las fórmulas y patrones de decisión que predominan actualmente en las finanzas; y a la liberalización financiera, tanto a la internacional como a la doméstica de los sistemas financieros nacionales.

En cuanto a la redistribución de la riqueza no me refiero a los efectos que puedan provocar las variaciones del precio de los activos sobre la propensión al consumo o en las decisiones de gasto e inversión. Además de éstos, se ejerce otra influencia sutil, duradera e importante a largo plazo, puesto que las burbujas modifican el ordenamiento de estímulos y recompensas sobre los que se asienta una economía de mercado. En el capítulo I de *A Tract on Monetary Reform*, Keynes expone:

“Ningún hombre emprendedor consentiría seguir siendo pobre si creyera que sus superiores han conseguido sus bienes por haber tenido suerte en el juego. Transformar al empresario en un logrero es asestar un golpe al capitalismo, porque destruye el equilibrio psicológico que permite la perpetuación de recompensas desiguales. La doctrina económica de los beneficios normales, vagamente comprendida por todos, es una condición necesaria para la justificación del capitalismo. El empresario sólo es tolerable en la medida en que se pueda considerar que sus ganancias están relacionadas en alguna forma con lo que sus actividades, a grandes rasgos y en algún sentido, han aportado a la sociedad” (Keynes, 1923, p. 24).

Los efectos de las burbujas sobre la distribución de la riqueza pueden llegar a ser muy importantes, e incluso a alterar el equilibrio social, como sucedió en el caso de la burbuja bursátil e inmobiliaria de Japón en la segunda mitad de la década de los ochenta (³). Para una

* Agradezco las correcciones propuestas por los Profesores Muñoz Ciudad de la Universidad Complutense y Sánchez Real de la Universidad de Alcalá.

cultura como la japonesa, fundamentada en el esfuerzo y en diferencias moderadas en las remuneraciones, fue traumático descubrir que la sociedad se dividía entre los afortunados, o más propensos al riesgo, que tenían o compraron activos con endeudamiento y aquellos que hubieron de conformarse con la magra remuneración al ahorro ofrecida por un sistema bancario tradicionalmente orientado a favorecer la actividad empresarial. En el libro que sigo como referencia (HKP) sólo De Bondt alude a los efectos de las burbujas sobre la distribución de la riqueza, advirtiendo que los terremotos financieros socavan la confianza del público en la integridad del sistema de economía de mercado (p. 206).

En un libro, también clásico, los Friedman se pronuncian en términos parecidos:

“Una razón por la que la inflación es tan destructiva es la de que algunos individuos se benefician mucho mientras otros se ven perjudicados. Los triunfadores consideran las buenas cosas que les ocurren como la consecuencia natural de su propia previsión, prudencia e iniciativa. Son de la opinión de que los efectos desagradables, el aumento de los precios de los bienes que compran, se deben a fuerzas más allá de su control. Prácticamente todo el mundo está en contra de la inflación, lo que significa más o menos que se opone a las consecuencias negativas que para él aquella ha tenido” (Friedman, M. y R., 1980, p. 274).

La cita anterior se refiere a la inflación de bienes y servicios, pero los mismos efectos se derivan de una burbuja que, al cabo, es una inflación de activos; lo cual no significa que los Friedman vean razonable su control, sino que, muy al contrario, combaten la interferencia de las autoridades en los mercados. No es fácil justificar la diferencia, puesto que ambos fenómenos, burbujas y bienes, provocan efectos perturbadores en los incentivos que reciben los agentes económicos. Quizá no sea ocioso señalar que el capítulo correspondiente al libro citado de Keynes, tan admirado por otra parte por Friedman, se titula, precisamente, “Las consecuencias para la sociedad de cambios en el valor del dinero” y trata de los efectos de la inflación sobre los distintos agentes económicos.

La última referencia sobre este aspecto, que considero crucial, corresponde a Shiller (2000, p. 203, 204):

“Es un error importante que personalidades públicas no se pronuncien acerca de las implicaciones de las altas valoraciones de los mercados que hemos visto recientemente, y que dejen los comentarios a los expertos del mercado especializados en la casi imposible tarea de predecir la dirección del mercado en el corto plazo y que compartan intereses con los bancos de inversión y las casas de bolsa. La valoración del mercado de acciones es un asunto nacional –y sin duda internacional– importante. Todos nuestros planes para el futuro, como individuos y como sociedad, giran sobre nuestra percepción de la riqueza, y los planes pueden ser desechados si una parte de la riqueza se evapora mañana. La tendencia de las burbujas especulativas a crecer y contraerse puede provocar una distribución muy desigual de la riqueza. Puede incluso que muchos de nosotros, en ocasiones, cuestionemos la viabilidad de nuestras instituciones capitalistas y el libre mercado”.

El segundo aspecto que me parece importante destacar es que el fortísimo y rápido desarrollo de los mercados de acciones en todo el mundo, así como el avance espectacular de la inversión institucional (fondos de inversión, de pensiones, seguros de vida) ha potenciado patrones de selección y mantenimiento de las inversiones que incorporan los propios intereses de los gestores, y que propician a menudo reacciones en cadena susceptibles de generar convulsiones violentas en los precios.

La literatura sobre el comportamiento de los inversores –sean profesionales o no– es muy abundante; buena parte de la misma está basada en la perspicaz observación de Keynes en la Teoría General: “La sabiduría mundana enseña que es mejor para la reputación perder convencionalmente que tener éxito sin respetar la convención” (1936, p. 157) ⁽⁴⁾. En HKP, sólo Trichet (pp. 19, 20) alude a los cambios que se han producido como consecuencia del auge de la inversión profesional y de la cobertura de riesgos, apuntando a las consecuencias de la homogeneidad de los comportamientos, que reduce la diversidad indispensable para la fluidez de los mercados financieros.

El tercer asunto que interesa poner de relieve, en cuanto al libro de referencia, es la ausencia de pronunciamientos y análisis sobre el proceso de liberalización financiera tanto en la esfera internacional como en los sistemas financieros nacionales; ambos planos están interrelacionados y de hecho la liberalización de los flujos internacionales de capital ha forzado la liberalización interna de los países. En repetidas ocasiones los trabajos de los autores incluidos en HKP hacen referencia a la liberalización para explicar las burbujas, pero apenas aluden a la revisión que se ha producido en los últimos años respecto a la oportunidad, secuencia temporal, y regulaciones previas que precisaban las liberalizaciones. La experiencia de los últimos años ha reducido, de manera considerable, las expectativas optimistas de la década de los ochenta, en particular respecto a los países emergentes. En cuanto a la liberalización de los movimientos internacionales de capital, sus efectos, y posibles correcciones, los autores incluidos en el libro no se manifiestan. Lo mismo sucede en relación a los procesos de liberalización de los sistemas financieros nacionales (3).

Resaltar la no inclusión de estos tres temas en HKP no constituye ninguna crítica. El ámbito y el enfoque de las aportaciones se centra en la posible actuación de las autoridades monetarias respecto a los ascensos o descensos pronunciados en la valoración de los activos. Sin embargo, es preciso situar los trabajos de los autores en las coordenadas de su análisis, que corresponden, en casi todos, a la óptica, intereses y posibilidades de actuación de los bancos centrales; el análisis desde una perspectiva económica y social ha de situarse en un plano más amplio y debe incluir necesariamente los tres aspectos señalados.

2. CAMBIOS QUE SE HAN PRODUCIDO EN LAS IDEAS SOBRE FINANZAS

Comenzaba un trabajo anterior (Torrero, 2002) señalando que los asuntos relacionados con las finanzas habían sido los grandes protagonistas de las dos últimas décadas del pasado siglo en el ámbito de la economía, y que lo seguirán siendo en el decenio actual. Todos los aspectos relacionados con las finanzas: volumen de activos y de transacciones, innovaciones, liberalización, internacionalización, productos derivados, han tenido un desarrollo extraordinario. Al mismo tiempo, la literatura sobre finanzas ha aumentado hasta erigirse, seguramente, en el área económica más fértil en aportaciones y también en reconocimiento profesional.

Este esfuerzo investigador no supone que haya aumentado en proporción nuestro conocimiento de lo financiero. La complejidad y las rápidas mutaciones del campo abierto son de tal magnitud que los estudiosos vamos a remolque de los acontecimientos, y los cambios en los paradigmas aceptados siguen con retardo las alteraciones que se producen en mercados, activos e instituciones. De Bondt (HKP, p. 205) ha señalado, con razón, que ha quedado en evidencia en los últimos veinte años que los inversores –individuales e institucionales– así como los gestores, académicos y autoridades sabíamos mucho menos del funcionamiento de los mercados financieros y de la valoración de los activos de lo que pensábamos.

Lo anterior implica que el estudioso de las finanzas se mueve en una realidad cambiante y de convicciones impulsadas por los acontecimientos más recientes, lo cual debería conllevar modestia y aceptación de la temporalidad en los planteamientos. Turner (2001) ha advertido, muy oportunamente, los cambios que se han producido en las ideas predominantes desde comienzos de la década de los noventa; cambios que tienen lugar al tiempo que se fortalecen convicciones básicas. Según este autor hemos atravesado por cuatro fases desde 1990, y al final de la década algunas de las ideas prevalecientes son justo las contrarias que predominaban al comienzo. Al principio, el sentimiento dominante en los Estados Unidos y en el Reino Unido era la superioridad de las economías fundamentadas en la idea de que las empresas tenían que gestionarse atendiendo a diversos intereses y colectivos (*stakeholders*), y no sólo ni básicamente a los accionistas. A mediados de la década comienza a imponerse la idea contraria, fundamentada en el estancamiento de Japón y en el bajo ritmo de crecimiento europeo, en contraste con el dinamismo de la economía norteamericana.

La crisis de los países asiáticos de 1997 alteró el punto de mira en cuanto a la preocupación esencial; entronizado ya el modelo norteamericano, la inquietud se trasladó hacia el modo en que los países deben orientarse en esa dirección, y como los propios Estados Unidos deberían ejercer su hegemonía en cuanto a organización financiera y de gestión empresarial.

En la primavera del 2000 el panorama de las crisis financieras de Asia, Rusia y la del *hedge fund Long Term Capital Management* parecía cosa del pasado, y en los Estados Unidos se impuso el paradigma de la nueva economía. El auge de los sectores tecnológicos, de las valoraciones del NASDAQ, la contención de la inflación, y las ganancias de productividad configuran una nueva situación (Ibidem, pp. 8-12). La crisis extraordinariamente profunda de las empresas y sectores de la nueva economía abrió el actualísimo frente de reflexión en torno a la inestabilidad económica y financiera asociada a los excesos en las valoraciones de los activos. Todos estos cambios se producen mientras se mantienen y fortalecen dos ideas: la tendencia irreversible hacia la globalización y la superioridad del sistema de libre mercado.

He hecho referencia a la liberalización financiera. Lo que se acepta ahora dista de las primeras esperanzas fundamentadas en las aportaciones de McKinnon (1973) y Shaw (1973); se admiten ya las mejoras en la asignación de los recursos pero se responsabiliza también a la liberalización de las crisis financieras que han aumentado en las dos últimas décadas, en particular en países sin instituciones sólidas, pero que han afectado también a otros desarrollados que se presumían estables; el caso de Japón, surge constantemente como referencia en este sentido.

Como señalan Allen y Gale (HKP) la liberalización financiera ha supuesto una fuerte expansión del crédito y esta capacidad financiera se ha canalizado, en ocasiones, hacia la compra de activos existentes con rigidez en la oferta, provocando alzas en las valoraciones que las han situado por encima de los fundamentales, esto es, de las variables básicas de la economía. En esta situación, la tendencia creciente de los precios no puede considerarse estable a largo plazo. El análisis del BIS (2001) concede que la liberalización ha aumentado la posibilidad de que se incremente la inestabilidad financiera en particular en los países emergentes. En el caso de las crisis financieras de los países asiáticos, Collyns y Senhadji (HKP) acentúan el papel de la liberalización financiera en la amplificación del ciclo de los negocios, culminando en ocasiones en crisis bancarias y de los tipos de cambio.

Además del cuarteamiento de la fe en la liberalización financiera, se han producido otros dos cambios fundamentales: en la consideración de los mercados respecto a la intermediación financiera bancaria; y también respecto a la conexión entre inflación e inestabilidad financiera.

En cuanto a mercados financieros vs intermediación bancaria, tres factores han confluído para que se considere fundamental la promoción de los mercados –en especial el de acciones– aunque ello pueda implicar, en ocasiones, un papel más reducido de la intermediación bancaria. En primer lugar, la liberalización e innovación financiera, así como el impulso privatizador, ha estimulado el mayor protagonismo de los mercados. En segundo término, en el plano internacional, el reconocimiento de la imposibilidad de hacer frente a la atención de la deuda de los países subdesarrollados en 1982, y el embalsamiento del problema en los principales bancos prestamistas, indujo a que en la reanudación de la actividad financiadora, en la década de los noventa, los protagonistas ya no fueran el sector público como deudor y los bancos internacionales como prestamistas, sino la colocación de títulos de renta fija y variable en los mercados internacionales. Por último, el estancamiento japonés en los años noventa, y el reducido crecimiento de Europa, ambas áreas con predominio de los bancos, en contraste con el auge de los Estados Unidos, con mayor peso de los mercados financieros, ha aumentado la consideración del papel de estos últimos.

Lo que se asume ahora, con generalidad, es que los mercados financieros, y las bolsas en especial, son instituciones imprescindibles en etapas de rápido cambio tecnológico cuando se precisa con mayor intensidad que los precios de los activos orienten sobre las posibilidades de los sectores. Los mercados son, asimismo, claves para el gobierno de las empresas, esto es, para resolver los conflictos de interés susceptibles de producirse entre gerentes y propietarios.

También en el área de la promoción de nuevas iniciativas, la financiación de capital riesgo (*venture capital*) precisa para fructificar del respaldo del mercado de acciones:

“En particular, en sistemas financieros donde coexisten bancos y mercados debería haber diferencias sistemáticas en los tipos de nuevas tecnologías que cada uno financia. El modelo implica que los proyectos financiados por los mercados se caracterizan por una considerable diversidad de opinión respecto a su éxito comercial, y las tecnologías en las que se basan son de precio asequible. En el otro sentido, los proyectos financiados por los bancos se caracterizan por la uniformidad de las opiniones y por tecnologías de acceso más costoso” (Allen y Gale, 1999, p. 88).

Estas ideas son nuevas, y se han impuesto sobre las vigentes hasta los primeros años noventa. Se pensaba entonces que el cortoplacismo de los mercados no podía competir con la visión a largo plazo de las inversiones realizadas con apoyo y vigilancia del sistema bancario; el mayor crecimiento de Japón y Europa, respecto a los Estados Unidos y el Reino Unido se atribuía, ciertamente, a la mayor presencia de la banca en el mundo financiero e industrial ⁽⁶⁾.

Respecto a la relación entre inflación e inestabilidad financiera, los cambios en las ideas prevalecientes son más recientes y aún podría decirse que la mutación está en proceso de gestación. Dos son las propuestas objeto de reflexión: a) la inflación es un problema del pasado, afortunadamente superado; y b) la estabilidad de los precios no conlleva la del sistema financiero. Borio y Lowe comienzan así su magnífica aportación:

“Los historiadores económicos considerarán, sin duda, los últimos veinte años del siglo XX como los que marcaron el final de una larga fase inflacionista en la economía mundial... Asimismo, esas décadas serán recordadas con toda probabilidad como las del nacimiento de la inestabilidad financiera y su transformación en un problema fundamental en el panorama internacional. Se ha abierto un nuevo frente de inquietud justo cuando el otro se ha superado victoriosamente. Al parecer, la inflación más baja no produce *por si misma* el fruto esperado de un entorno financiero estable” (HKP, p. 247) ⁽⁷⁾.

La coexistencia entre baja inflación e inestabilidad financiera se comprueba puesto que en período de reducción de la presión inflacionista se pueden gestar episodios de inestabilidad financiera. Los casos recientes de inestabilidad con inflación controlada e incluso a la baja, son bien conocidos. Goodfriend (HKP, p. 445) cita la caída de las Bolsas en 1987, la burbuja y posterior descenso de las valoraciones en Japón, y la espectacular subida en las valoraciones de las acciones tecnológicas americanas que duplicaron sus precios entre comienzos de 1999 y 2000 para desplomarse a continuación.

Dos razones se aducen principalmente para explicar la coexistencia entre la moderación del nivel de precios y los excesos en la valoración de activos. La primera, los efectos de las mejoras de la productividad sobre los precios de los bienes y servicios, con alzas importantes en la valoración de los activos, facilidad para obtener financiación externa y evaluación optimista del riesgo como se ha visto en los Estados Unidos en la pasada década. El segundo argumento es que la credibilidad de las autoridades en la contención de la inflación aleja la posibilidad del endurecimiento de la política monetaria e induce a los agentes económicos a asumir un mayor riesgo financiero (Borio y Lowe, HKP, p. 248). El lector reconocerá, sin duda, en la base de este planteamiento la historia reciente de los Estados Unidos.

Junto a la experiencia norteamericana, el episodio de la burbuja y estancamiento de Japón aparece con frecuencia en los análisis que se plantean la posibilidad de que se embalsen desequilibrios financieros en un entorno de baja inflación. En efecto, una razón esgrimida para justificar la tolerancia del Banco Central de Japón con la burbuja bursátil e inmobiliaria fue la ausencia de presiones inflacionistas, que no parecía justificar un endurecimiento de la política monetaria que frenara los excesos de las valoraciones.

De esta forma, la coexistencia de inestabilidad financiera con inflación baja, estable, y aún inquietantemente decreciente, no concuerda con la sabiduría convencional que Borio y Lowe (HKP) identifican con las posiciones de Bordo, Ducker y Wheelock (2000). La afirmación de estos autores: “un régimen monetario que produce la estabilidad de los precios tenderá a

promover como subproducto la estabilidad del sistema financiero” (HKP, p. 256) ⁽⁸⁾, no parece que pueda sostenerse a la luz de lo acontecido en la última década.

El descenso de la inflación aparece ligado a los excesos de las valoraciones de los activos y al protagonismo del sector privado en la propuesta explicativa de Goodhart. Según este autor, el período 1945-1980 puede considerarse en ciertos aspectos excepcional; se trata de una etapa de rápido crecimiento de la economía y de la productividad, con bajo desempleo y presencia activa del sector público en la conducción de la economía. “Sin embargo, estas notas positivas se alcanzaron a costa de la aparición de tensiones inflacionistas que se fueron agudizando con cada ciclo” (HKP, p. 467). En períodos más normales, como antes de 1939 y después de 1985, la presencia del sector privado ha sido determinante y ello ha ido acompañado de fluctuaciones más amplias en el precio de los activos. Sólo desde mediados de los años ochenta el mundo volvió de nuevo a un nuevo equilibrio (potencialmente sostenible) con tasas de inflación menores.

El planteamiento recuerda, en algún sentido, al de Minsky. Este autor ha construido su obra en torno al estudio de la inestabilidad financiera, y también considera el período de postguerra como excepcional en términos de crecimiento económico y de estabilidad financiera. La liberalización implicaría la intensificación del ciclo financiero ligado a la asunción de mayores cotas de riesgo y a la quiebra de expectativas excesivamente optimistas. No obstante, para este economista, la mayor presencia del sector público constituye un hecho positivo al dotar de garantías a los activos financieros predominantes, esto es a la deuda pública ⁽⁹⁾.

3. EPISODIOS CLAVE QUE HAN INFLUIDO EN LAS IDEAS SOBRE LA INESTABILIDAD FINANCIERA Y LOS PROBLEMAS QUE PUEDEN PLANTEARSE

El objetivo de esta revisión es exponer algunas enseñanzas derivadas de las principales perturbaciones financieras, hayan desembocado, o no, en períodos de depresión o estancamiento económico. Se trata de subrayar ideas que se han destilado de esas experiencias, y se han incorporado a las convicciones que normalmente se sostienen sobre el origen de los fenómenos y las razones y consecuencias de actuaciones concretas. Dado que la intención de este trabajo es reflexionar sobre los efectos económicos y financieros de los excesos en las valoraciones de los activos, parece oportuno hacer una breve referencia a estos casos ya que es lógico esperar de las autoridades, ante posibles situaciones problemáticas, que tengan en cuenta la experiencia de otros episodios históricos, las medidas adoptadas entonces, y el desenlace de los mismos.

La dificultad esencial reside en las diferencias de juicio que existen respecto al origen de las perturbaciones y a la oportunidad del tratamiento aplicado. Si a esto se une la obligada brevedad, el resultado no puede ser otro que ofrecer unas pinceladas sobre episodios objeto de una literatura amplísima, que puedan ayudar a situar las dudas y vacilaciones que se plantean en la actualidad con alguna perspectiva histórica.

3.1. La Gran Depresión

Han pasado más de setenta años desde que se produjo esta gran convulsión y persisten las diferencias de opinión sobre las razones que provocaron un desastre de tal magnitud ⁽¹⁰⁾. No existe acuerdo sobre la responsabilidad real del alza bursátil de los años que precedieron al desplome del otoño de 1929; tampoco hay consenso respecto a la cadena de causación que provocó la depresión en los años siguientes a la baja del mercado; ni siquiera se coincide en que las cotizaciones de las acciones estuvieran sobrevaloradas respecto de los fundamentos económicos. En este último aspecto, la contribución de McGrattan y Prescott (HKP) concluye que el mercado estaba infravalorado en 1929. En parecida dirección se pronuncia Meltzer (2003): “Estos datos sugieren que el denominado boom especulativo de 1927-29 tuvo su origen en beneficios crecientes y, lo más probable, anticipando incrementos esperados” (p. 252).

Limitando la atención a la actuación de las autoridades monetarias ante lo que parecía un exceso de las valoraciones, consecuencia de una febril actividad especulativa que se consideraba insostenible, parece haber acuerdo en que la Reserva Federal (Fed) tomó medidas restrictivas para frenar lo que juzgaba un auge excesivo de las cotizaciones que perjudicaba la financiación de las actividades productivas.

Friedman y Schwartz (1963) en su influyente investigación señalan que aún cuando las declaraciones públicas de la Reserva Federal aclararan que no tenían intención de erigirse en árbitro acerca del nivel de cotizaciones "... no hay duda de que el deseo de frenar el boom de la bolsa fue una cuestión importante, si no el factor determinante de las medidas de la Fed durante 1928 y 1929" (p. 290). En un magnífico ensayo, publicado veinte años después, Schwartz (1981) concluye que la contracción fue consecuencia "de la desmedida preocupación del Consejo de la Reserva Federal sobre la especulación bursátil", y que las investigaciones posteriores dieron la razón a Fisher respecto a que la sobrevaloración de las acciones no era general (1981, p. 130).

En el libro de referencia que sigo se especifica:

"Decidida a poner freno a la inversión en acciones, la Reserva Federal aumentó de forma importante los tipos a corto plazo. Los incrementos mayores correspondieron a los créditos para compra de acciones lo que casi con seguridad fue el resultado de la "presión directa" de la política de la Reserva Federal. Esta política conllevaba la amenaza de negar a los bancos miembros que hicieran préstamos para la compra de acciones el acceso al crédito del banco central (*discount window*), que era profusamente utilizado entonces" (McGrattan y Prescott, HKP, p. 273).

Los autores citados concluyen que este episodio histórico ofrece una clara evidencia de que la actuación de la Reserva Federal puede generar un crac bursátil perturbando el flujo de crédito (Ibidem, p. 24). Según la aportación de Mishkin y White (HKP), en Febrero de 1929 la Fed empezó a presionar en contra de la concesión de créditos bursátiles para limitar la especulación y en Agosto elevó la tasa de descuento. El efecto fue un fortísimo incremento de los tipos de interés aplicados a las operaciones con valores. Cuando se produjo el crac bursátil, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York facilitó liquidez al mercado para suavizar las tensiones, pero la Reserva Federal se mostró contraria a esta operación, similar, según estos autores, a la política comprensiva y permisiva seguida en 1987 ⁽¹⁾. Revisando esta argumentación Cechetti et. al (2000, p. 66) se muestran concluyentes:

"Esta historia sugiere que la Reserva Federal podía haber detenido el crac de 1929, si hubiera querido. Pero la posición del Consejo de Gobernadores y del Presidente era clara: había una burbuja en el mercado que precisaba desactivarse por el bien de la economía".

La revisión de Cogley (1999) sobre lo acontecido precisa cuatro puntos. En primer lugar, las cotizaciones no está claro que estuvieran sobrevaloradas a finales de 1927. En segundo término, a principios de 1928 la Fed comenzó a endurecer progresivamente la política monetaria "motivada en gran medida por la preocupación acerca de la especulación en la bolsa" (p. 48). El tercer punto, es que esa política probablemente contribuyó a la caída del mercado en 1929. Por último, la magnitud de la contracción económica no se explica tanto por el crac bursátil como por el mantenimiento de la política monetaria restrictiva a partir de entonces. En consecuencia "los acontecimientos de 1928-1930 realmente proporcionan un caso de estudio sobre los riesgos asociados con los intentos deliberados de pinchar una burbuja especulativa" (p. 48).

El principal mensaje que ha quedado de este episodio es que la Reserva Federal se equivocó y provocó, con su intento de poner freno a un mercado en ebullición, que no estaba claramente sobrevalorado, el comienzo de una depresión que la persistencia de su política contractiva agravó hasta que se convirtió en un gran desastre. No puede sorprender que en crisis posteriores los errores cometidos por la Fed en la Gran Depresión influyeran notablemente en las decisiones de los responsables de dirigir la institución.

3.2. El crac bursátil de 1987

Entre el 13 y el 19 de Octubre de 1987 el índice Dow Jones bajó un 31% y la capitalización bursátil se redujo en un billón (millón de millones) de dólares. Sólo el 19 de Octubre, la bolsa bajó un 22'6%. Como referencia, en cuanto a brusquedad de la caída, el 28 de Octubre de 1929 fue del 12'8% y al día siguiente el 11'7%. En el informe Brady ⁽¹²⁾, de donde proceden las cifras anteriores, se recoge lo que, a efectos de ese trabajo, constituye el aspecto clave de la crisis:

“Los problemas en los circuitos de liquidación y de crédito aumentaron las dificultades de los participantes en el mercado. Aunque no se produjo ninguna quiebra, la posibilidad de que surgieran dificultades en las empresas dedicadas a la compensación y liquidación, o en un gran banco de inversión, o que el sistema bancario no proporcionara la liquidez requerida por los participantes en el mercado, se tradujo en que algunos creadores de mercado redujeron sus actividades incrementándose la incertidumbre de los inversores. **La intervención inmediata de la Reserva Federal proporcionó confianza y liquidez a los mercados y al sistema financiero (p. V). (El subrayado es mío).**”

Apenas seis meses más tarde se había recuperado el nivel de las cotizaciones y el mercado había recobrado la normalidad. La actuación expeditiva de la Fed mostró su clara disposición para facilitar liquidez y apoyar al sistema financiero. Greenspan que llevaba de presidente de la Fed menos de 10 semanas emitió un comunicado inequívoco de inmediato: “La Reserva Federal, en consonancia con sus responsabilidades como banco central de la nación, afirma hoy su disposición de ofrecer liquidez en apoyo del sistema económico y financiero” (Mayer, 2001, p. 136). La determinación de Greenspan fue decisiva para la rápida normalización, y el episodio sirvió también como primer peldaño del extraordinario prestigio que el actual presidente de la Reserva Federal conseguiría en la década de los noventa.

La idea fuerza que ha quedado de la crisis de 1987, en contraste con la de 1929, es que la intervención de la Reserva Federal fue salvadora en 1987 y negativa en 1929. En el libro que seguimos como principal referencia se precisa que “caídas muy graves de los mercados tienen la capacidad potencial de perturbar gravemente el sistema financiero, pero la acción del banco central para evitar el desastre, garantizando el funcionamiento del mercado –no impulsando al alza las cotizaciones- es capaz de evitar que la inestabilidad financiera quede fuera de control” (Mishkin y White, HKP, p. 73).

3.3. La burbuja de Japón (1986-1989)

Una característica fundamental para comprender la trascendencia del episodio japonés es que los excesos en la valoraciones afectaron al tiempo, y de forma interrelacionada, a las acciones y a los terrenos y propiedades inmobiliarias; una segunda particularidad es que el sistema bancario japonés era, y es, la pieza clave del sistema financiero y como tal participó en el auge especulativo y embalsó las consecuencias más negativas de la crisis de las valoraciones en la década de los noventa. El sistema bancario japonés amplificó los efectos perturbadores de la burbuja, retrasó los inevitables ajustes en la economía, e incubó la crisis bancaria mayor de la historia.

Un alto funcionario del Banco de Japón destacaba tres lecciones que el Banco de Japón había aprendido de la burbuja: 1) que el Banco de Japón tenía que prestar atención no solo al nivel general de precios, sino también a la valoración de los activos; 2) que las instituciones financieras asumieron un riesgo excesivo, y 3) que no existían mecanismos en el mercado para controlar la actuación del sistema bancario (Nagashima, 1997).

Conocidos los efectos negativos de la explosión de la burbuja, es fácil pronunciarse sobre la conveniencia de actuar preventivamente cortando los excesos. En tiempo real la cuestión dista

de ser tan sencilla puesto que en momentos de euforia plantear una subida de tipos para frenarla suponía alterar el pivote básico de la política japonesa que era la cotización del yen. Decidir entre un perjuicio seguro a las exportaciones y una actuación para suavizar las valoraciones que, sin seguridad, podían plantear dificultades si el proceso continuaba, y sin que existiera exigencia por parte de la opinión pública, no es nada fácil y pedir actitudes heroicas en la pragmática atmósfera política es bastante irreal. Aún así, Cechetti et. al. (2000, p. 59) argumentan que si se presta atención a la valoración de los activos deben considerarse todos: "... en el caso japonés, las autoridades no deberían haberse centrado exclusivamente en el yen, sino haber prestado atención también a los terrenos y a las acciones".

El caso japonés ha provocado una revisión de los límites de la función del sistema bancario en la distribución intertemporal de los desequilibrios y de los riesgos. El sistema bancario, por su propia naturaleza, actúa como acumulador de reservas en los buenos tiempos y periodifica las pérdidas en las coyunturas adversas, pero como observa Okina y Shiratsuka (HKP, p. 91):

"No obstante, esta función de suavizar el riesgo del sistema financiero desaparece de repente si se produce un shock que erosiona el capital propio de los bancos hasta un nivel que amenaza su solvencia. De esta forma, los efectos del estallido de la burbuja sobre el sistema financiero permanecen ocultos hasta un determinado "punto crítico" a partir del cual se materializan súbitamente".

La idea dominante que se ha impuesto del análisis de la situación japonesa es que las autoridades debieron intervenir para cortar los excesos:

"La política monetaria de Japón podía y debía haber actuado restrictivamente con anterioridad (¹³). Si una contracción monetaria significativa se hubiera producido como muy tarde en la segunda mitad de 1988, una parte importante de la formación de la burbuja podía haberse evitado, y la corrección económica y financiera que se produjo a partir del colapso de la burbuja, hubiera sido significativamente menos severa" (Mussa, HKP, p. 48).

3.4. La crisis del Long-Term Capital Management (1998)

La historia de esta crisis está muy bien documentada en el libro imprescindible de Lowenstein (2000). Este "hedge fund" dedicado al arbitraje en todos los activos y mercados había acumulado una cartera de activos superior a los cien mil millones de dólares obtenidos, en casi su totalidad (su capital propio era de 2.000 millones) de los grandes bancos. Este no era el principal problema, sin embargo, con ser importantísimo. Lo que más inquietaba era el gigantesco volumen de operaciones con derivados que afectaba prácticamente a todos los bancos de Wall Street. Esos contratos implicaban una exposición que superaba el billón (español) de dólares.

"Durante cuatro años, Long-Term había sido la envidia de Wall Street. El fondo había acumulado rentabilidades superiores al 40 por ciento anual, sin etapas de pérdidas, ninguna volatilidad, aparentemente sin riesgo alguno. Sus intelectuales superhombres habían sido capaces al parecer de reducir un mundo incierto a otro riguroso, frío y aséptico en el cual partían como favoritos, utilizando las mejores fórmulas que las finanzas podían ofrecer" (Lowenstein, 2000, p. XIX).

El incumplimiento de los compromisos asumidos por *Long-Term* podía provocar efectos en cadena que amenazaban la estabilidad del sistema financiero. En esencia, la Fed invitó, organizó y patrocinó (sin financiar directamente) una operación de salvamento del fondo con los principales bancos potencialmente afectados por una quiebra del *Long-Term*. Esta consistió en que los bancos prestaran apoyo financiero que permitiera una liquidación ordenada de los activos, posibilidad amenazada por la inquietud del mercado y las urgencias vendedoras del fondo.

La implicación de la Fed en esta operación ha sido un asunto controvertido. Las críticas se centraron en advertir sobre los problemas de azar moral (*moral hazard*) que podían derivarse de

su actuación. Con suficiente perspectiva, sin embargo, la opinión más extendida es que la Fed actuó con oportunidad y prudencia en una coyuntura muy debilitada por la alarma del *default* de Rusia que supuso una auténtica conmoción (Mussa, HKP, p. 45). La crisis financiera rusa de 1998, las secuelas de la asiática de 1997, junto a los problemas del *Long-Term* indujeron a que la Fed estableciera un nivel de tipos de interés más bajo de lo que hubiera sido normal sin esos episodios de inestabilidad (Goodfriend, HKP, p. 453). El éxito de esta operación, junto a la actuación de la Fed con ocasión del crac de 1987, han contribuido poderosamente a reforzar el prestigio de Greenspan en la conducción de la política monetaria.

3.5. La burbuja tecnológica de la segunda mitad de los noventa

En la segunda mitad de los noventa se produjo en los Estados Unidos un movimiento alcista espectacular. “Entre 1994 y comienzos del 2000 la relación entre la capitalización del mercado de las empresas no financieras y el PIB pasó de 1’3 a 3, más del 75 por ciento por encima del nivel más alto alcanzado previamente en el período de la posguerra (1’7 en 1968), pese a que los beneficios después de impuestos de las empresas solo crecieron un 41’2% (Brenner, 2002, pp. 194, 195).

La valoración bursátil de las empresas de alta tecnología alcanzó cotas imposibles de explicar con los métodos tradicionales de valoración; para animar a los nuevos compradores se argumentaba que era una nueva economía y que los parámetros tradicionales no servían para aplicarlos a una situación novedosa –exactamente el mismo razonamiento que en la década de los veinte-. Meltzer (2003, p. 253) se ha referido, precisamente, al paralelismo entre la burbuja tecnológica y el auge bursátil de la década de los años veinte: “En los años veinte, la baja inflación, el crecimiento sostenido, y el cambio tecnológico convencieron a muchos de que los Estados Unidos tenían una ‘nueva economía’”. En el año 2000, sin embargo, la exageración era mucho más acentuada: en una muestra de 242 empresas de Internet solo 37 tenían beneficios y, en éstas, el PER medio era de 270 (OCDE, 2000, p. 50).

En el libro de Chancellor (1999) el capítulo 7 dedicado al crac de 1929 se abre con una frase atribuida a Sir John Templeton: “Las cuatro palabras más costosas en el idioma inglés son ‘esta vez es diferente’” (p. 191).

El papel de la Reserva Federal fue importante, ahora no por acción sino por omisión y justificación. El 5 de Diciembre de 1996 Greenspan utilizó la expresión “exuberancia irracional” (4) y el mercado duplicó seguidamente su nivel sin que la Fed interviniera para moderar la fiebre. En plena ebullición, el presidente de la institución explicó que prever la existencia de una burbuja sería como contrastar el propio criterio con el de millones de inversores, muchos de ellos muy bien informados. Sin embargo, en sus declaraciones ponía en un lugar muy significativo la importancia que había adquirido la bolsa para la economía (Woodward, 2000), inquietud que se tradujo en las sucesivas bajas de los tipos de interés, cuando comenzó la caída para atemperar el descenso de las cotizaciones y sus consecuencias.

Greenspan no sólo siguió de cerca el fenómeno, sino que intentó justificarlo. En la nueva economía, el mercado se pronunciaba sobre las acciones más prometedoras, y era tal el horizonte que se ofrecía, del cual las extraordinarias ganancias de la productividad eran un anticipo, que los elevados precios no hacían sino responder a las brillantes perspectivas. Se produjo un extraordinario auge de nuevas emisiones de acciones y un espectacular incremento de la inversión en los nuevos campos (tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones), todo ello con una política monetaria laxa y permisiva que culminó en un proceso de sobreinversión y en una burbuja especulativa sin precedentes.

En los otros cuatro episodios anteriormente comentados se conocen los resultados de los auges en las valoraciones; en éste, sin embargo, no ha pasado el tiempo suficiente para saber cual es la profundidad de las cicatrices que ha producido la extraordinaria evaporación de la riqueza. La revista *The Economist* se ha distinguido por su crítica continua a la que ha considerado no solo

actitud permisiva de Greenspan, sino colaboradora con los excesos de las valoraciones. Un error difícil de perdonar a Greenspan es que actuara como propagandista de la nueva economía: “Incluso si algo del incremento de la productividad fue real, su entusiasmo contribuyó a la euforia de los inversores” (2002, p. 14).

Considera la revista inglesa (2004) prematura la satisfacción mostrada por Greenspan al no actuar dificultando la formación de la burbuja, aunque interviniera de forma decidida cuando estalló, evitando así una recesión prolongada. No sabemos, sin embargo, la trascendencia de los desequilibrios creados por la burbuja –bajo ahorro, fuerte endeudamiento y escándalos empresariales- y los efectos que puedan producir en el futuro.

La actuación de la Reserva Federal es también severamente enjuiciada por Roach (2002). Según este analista, la burbuja tecnológica impulsó el crecimiento económico que después fue sostenido por la burbuja inmobiliaria y la generación de rentas procedentes de la renegociación de hipotecas, consecuencia de los sucesivos descensos de tipos de interés; de esta forma, la valoración de activos, primero mobiliarios y después inmobiliarios, ha jugado un papel fundamental en el auge económico de los Estados Unidos desde 1995.

La crítica a la actuación de la Fed con ocasión del intento de sostener el mercado cuando éste se desplomó, impulsado, sobre todo por las acciones tecnológicas, sitúa el acento en los problemas de azar moral. Miller et. al. (2002, p. 171) lo expresan con toda claridad:

“La idea es que los inversores en los Estados Unidos esperan que la Reserva Federal emprenderá acciones decisivas para evitar una caída del mercado, pero no para interrumpir su ascenso: y creen en el éxito de esa intervención. De esta forma, la Fed esta proporcionando aparentemente un seguro contra la eventualidad de un crac del mercado. Este efecto es como una opción de venta (*put*): pero la realidad es una burbuja, porque la opción de venta no existirá cuando sea preciso ejecutarla”.

3.6. Síntesis de las ideas que han prevalecido

Destacaré cuatro puntos a modo de síntesis, sobre las ideas fuerza que han quedado como resultado de las perturbaciones revisadas.

- 1) Las consecuencias de intentar frenar un proceso alcista continuado, una burbuja bursátil, pueden ser muy importantes. Es cierto que la baja de 1929 se transformó en un desastre por la inhibición de la Reserva Federal ante la contracción monetaria, pero lo es también que la Fed inició el proceso al intentar poner coto a lo que consideraba un exceso especulativo que desviaba recursos de la economía real.
- 2) Pero igualmente es peligroso no actuar cuando las desmesuras son manifiestas, como en el caso de Japón. La prolongada recesión japonesa se entiende como la consecuencia de permitir el desarrollo de una burbuja de dimensión extraordinaria que afectó a la bolsa y al mercado inmobiliario, con la implicación activa e importante del sistema bancario.
- 3) En los casos en los que se ha visto amenazada la liquidez de los mercados financieros, bien por caídas fulminantes de las cotizaciones –crac bursátil de 1987-, bien por los problemas que podría haber generado la crisis de una institución –crisis del *Long Term*-, la aportación de liquidez y de garantías por parte de la autoridad monetaria se considera una actuación positiva, aunque haya generado problemas de azar moral.
- 4) Si la burbuja es importante, pero parcial, como sucedió con el alza de los valores tecnológicos de los años noventa, que no afectó con la misma intensidad al resto de la bolsa ni al mercado inmobiliario o al sistema bancario, las consecuencias económicas de la perturbación son limitadas, si se relaja la política monetaria para compensar los efectos del desplome del precio de las acciones.

4. DIFICULTAD DE PRECISAR LOS CONTORNOS DE LA CUESTIÓN. ALGUNOS PUNTOS DE ACUERDO

En el apartado anterior se han revisado las notas fundamentales de episodios de burbujas cuya génesis, tratamiento y consecuencias han coadyuvado a conformar nuestras ideas en torno a este fenómeno. Se ha adelantado la variedad de situaciones, actuaciones, e incluso las distintas opiniones que existen sobre acontecimientos clave sin que, en ocasiones, el paso del tiempo haya cristalizado en convicciones compartidas, lo cual advierte de la complejidad de estos procesos. Conviene insistir ahora en las dificultades que se plantean para definir y acotar el alcance de los excesos en la valoración de los activos, y las posibles consecuencias sobre el sistema financiero y la economía, puesto que ayudará a comprender las dificultades con las que se enfrentan estudiosos y autoridades para calibrar la situación y proceder en consecuencia.

Las dificultades empiezan a advertirse desde la propia definición de burbuja. Es bien conocida la de Kindleberger (1987, p. 281):

“Una burbuja puede definirse en sentido amplio como un fuerte incremento del precio de un activo o de una gama de activos en un proceso continuo, en el cual el impulso inicial genera expectativas de incrementos posteriores atrayendo nuevos compradores, generalmente especuladores interesados en comerciar con el activo más que por su capacidad de generar beneficios. El alza es normalmente seguida por un cambio de expectativas y un agudo declive de los precios que a menudo finaliza en una crisis financiera”.

Allen y Gorton (1993, p. 815) destacan en su definición el horizonte temporal que orienta la decisión de compra de un activo y definen una burbuja como “... la evolución de un precio debido a operaciones de agentes dispuestos a pagar un precio mayor del que pagarían si estuvieran obligados a mantener la propiedad...”.

Las definiciones anteriores ayudan a formar una noción del fenómeno pero no agotan la diversidad de situaciones. El alza sostenida del precio seguramente no es una característica imprescindible para que se produzca una corrección súbita de éstos o una crisis financiera. El caso argentino, con un tipo de cambio fijo del peso respecto del dólar en el período 1997-2002, seguido de un declive agudo y una crisis financiera y económica dramática, advierte que la estabilidad de precios nominales puede encubrir la sobrevaloración real de los activos; la caída posterior del tipo de cambio supone que el precio del activo se sitúe a un nivel más adecuado (Krossner, HKP, p. 4).

Los problemas se acentúan cuando pasamos a intentar determinar si un fenómeno concreto puede calificarse de burbuja, con la connotación de inestabilidad que asignamos normalmente al término. Surgen una serie de interrogantes que no son fáciles de contestar de manera precisa tales como: ¿Pueden detectarse las burbujas en el período de gestación? ¿Es posible hacerlo una vez que se ha producido la normalización en el precio del activo? ¿A que activos estamos haciendo referencia? ¿La burbuja es el fenómeno que debe preocuparnos a efectos de la inestabilidad financiera?.

Una posible vía de reflexión que puede contribuir a situar el contorno de la cuestión es identificar una serie de aspectos sobre los que parece existe un cierto acuerdo; seguramente ese paso previo ayudará a comprender mejor los puntos en los que existen discrepancias, sean estas abiertas o matizadas.

4.1. Dificultad de identificar la burbuja en la gestación e incluso cuando se produce la corrección de los precios

En el libro de referencia (HKP), los editores colocan en el primer lugar de las conclusiones las dificultades de identificar las burbujas ex-ante a efectos de calificar el fenómeno para adoptar algún tipo de decisión al respecto. Cuando se produce el alza de los precios, la propia atmósfera

eufórica del mercado, la coincidencia de inversores en una dirección, dificulta adoptar una posición contraria, mucho más si se tiene confianza plena en lo acertado del juicio de millones de inversores.

La posición de Mussa (HKP) es que en algunos casos es posible pronunciarse sobre la existencia de una burbuja. Respecto a la burbuja tecnológica en los Estados Unidos, el índice NASDAQ alcanzó su máximo histórico en los primeros días de Marzo del 2000 y él manifestó públicamente la existencia de una burbuja que debería inquietar a las autoridades (p. 43). En términos parecidos señala Visco (HKP) que aún partiendo de la dificultad de reconocer una burbuja, una discusión informada puede conducir a que se identifique incluso en la fase de formación: “Me aventuraría a sugerir, por ejemplo, que éste fue el caso de las acciones e inmuebles de Japón en los años ochenta, del NASDAQ al final de los noventa, y de los inmuebles en Londres en la actualidad” (p. 168).

Esos mismos casos, Japón y el NASDAQ son analizados por Goodfriend (HKP) y los matices son interesantes. En el caso de Japón había signos de alzas excesivas en las acciones e inmuebles, aunque las primeras no le parecen desafortunadas hasta mediados de 1989, esto es, añadido, hasta prácticamente el tramo final del proceso alcista. Pero aún admitiendo un sobrecalentamiento en los precios de esos activos, los excesos no se limitan a los mismos, sino que se manifestaban también en el tipo de cambio, que se hubiera visto influido en sentido contrario por una posible elevación de tipos que intentara frenar la burbuja bursátil e inmobiliaria. De manera que, según este analista, no está claro que política podía haberse empleado para actuar sobre los precios de los activos en sentido amplio, esto es, incluyendo el tipo de cambio.

En el caso del NASDAQ, se produjeron en los Estados Unidos fuertes alzas de productividad que reforzaron la idea de que la inflación estaba controlada incluso aún en presencia de alzas salariales. Es posible que ese control de la inflación generara expectativas excesivamente optimistas, pero aunque se hubiera reconocido la existencia de una burbuja tecnológica había escasas posibilidades de actuar por la confluencia de las crisis asiática y rusa (pp. 452, 453).

Pero si no es fácil pronunciarse cuando la burbuja se produce, tampoco lo es reconocer que la hubo cuando tiene lugar una corrección violenta de los precios. Parece que podría argumentarse que la prueba de la burbuja es su estallido, pero eso dista de estar claro. Si por burbuja entendemos un exceso de las valoraciones sobre los fundamentos de la economía, ya se ha hecho referencia a que en la crisis de los años treinta aún se polemiza sobre si las acciones estaban sobrevaloradas. En el crac de 1987 no parece que existiera sobrevaloración, puesto que las cotizaciones recuperaron rápidamente los niveles anteriores al crac. En los casos de Japón y del NASDAQ si existe consenso ex-post de los excesos de las valoraciones.

Dos posiciones antagónicas en cuanto a la capacidad de discernir si un fenómeno es una burbuja, en el sentido de que los precios se alejan de los fundamentales, son la de Bernanke y Gertler (2000; 2001) y la de Cecchetti et. al (HKP, 2000) ⁽¹⁵⁾.

En cuanto a los primeros es bien conocida su propuesta, como precisaré más adelante, de que los bancos centrales no deben incorporar las valoraciones de los activos en sus modelos de decisión; esto es así por una variedad de razones “y no es la menos importante que es prácticamente imposible conocer con seguridad si un cambio determinado en la valoración de los activos responde a razones fundamentales, no fundamentales, o a ambas” (2000, p. 4).

Los segundos, en correspondencia con su propuesta de que las autoridades sean beligerantes con las burbujas, reconocen la dificultad de identificarlas, aunque rechazan que exista imposibilidad radical de pronunciarse sobre la existencia de burbuja, como se puso de relieve en el caso de Japón en plena vorágine de las valoraciones (2000, pp. 41-48).

En conjunto, es razonable postular, como lo hace Krossner (HKP, p. 7) que la dificultad de identificación debería inducir a la precaución en el supuesto de que planteara la posible desactivación de una burbuja.

4.2. No todas las crisis financieras proceden de burbujas ni todas las caídas de los precios de los activos finalizan en crisis

Antes se ha apuntado a la crisis argentina como ejemplo de una fuerte crisis financiera sin que la corrección de precios procediera de una burbuja entendida ésta como alzas de precios excesivas en los mercados. También se han producido fuertes caídas en los precios de activos cotizados sin que ello haya generado recesiones o deflaciones como las de Estados Unidos en los años treinta o la de Japón en los noventa. Las bajas en el mercado de acciones de 1987 o la del NASDAQ en el 2001 no se han traducido en movimientos recesivos (Meltzer, HKP, p. 31, p. 72). Estos episodios sugieren que el impacto de la baja de precios sobre la economía depende de la solidez de las instituciones y del balance financiero de los agentes, o del acierto en la actuación de las autoridades para contrarrestar los efectos negativos (Mishkin y White, HKP, p. 72-75). La experiencia japonesa parece apuntar –como señala Ito (HKP, p. 550)- a que las bajas importantes de los precios pueden afectar a la actividad económica si los bancos son tenedores significativos de activos (acciones principalmente) o la cartera de préstamos ésta respaldada, en gran medida, por garantías de acciones e inmuebles.

Si se tiene en cuenta que el proceso alcista de precios actúa positivamente sobre el crecimiento económico; que la eventual corrección no tiene por qué desembocar en crisis financieras ni en recesiones; y que la actuación compensadora de las autoridades, una vez que la caída se produce, parece ser efectiva, la consecuencia es que la opinión predominante apunta la necesidad de vigilancia pero no es proclive a interrumpir las alzas en los mercados aunque éstas puedan ser excesivas o se califiquen de “exuberancias irracionales”.

4.3. Un sistema financiero diversificado es más resistente para superar los efectos recesivos de una crisis en los mercados financieros

Como he señalado, en la década de los noventa se han consolidado los mercados, en especial los de acciones, como instituciones claves del sistema financiero. Al tiempo, la experiencia de las fuertes caídas en las cotizaciones, o el estallido de una burbuja, ha venido a demostrar la trascendencia de que los intermediarios bancarios recojan el testigo y compensen, reforzando su actuación, el vacío que deja una vía de financiación que se interrumpe bruscamente como sucede con una crisis violenta de las cotizaciones en los mercados.

La discontinuidad es, precisamente, una característica esencial de los mercados de acciones y la inestabilidad que genera en el sistema económico y financiero precisa, por tanto, de instituciones compensadoras. En las fases alcistas de la bolsa existe financiación para cualquier proyecto empresarial que se presente al mercado, lo que conlleva la sobreinversión y que los inversores asuman niveles excesivos de riesgo del que no tienen conciencia en la subida optimista y febril; con la corrección de las cotizaciones la sequía es absoluta y las nuevas emisiones desaparecen por completo. Esta discontinuidad se produce tanto a nivel nacional como internacional, y la sensibilidad de los tipos de cambio, así como las posibilidades de obtener financiación de los países emergentes, aparecen asociados a los humores del mercado de acciones.

Lo anterior explica que tras la entronización de las bolsas se haya producido en los últimos años una corriente que pondera la actividad compensadora de los intermediarios bancarios, que han tenido un papel fundamental en las fases correctoras de las cotizaciones, que ensalza, en definitiva, las virtudes de la diversificación en la conexión prestamistas-prestatarios. Reinhart (HKP, p. 557) destaca la mayor resistencia ante las circunstancias críticas de los sistemas financieros diversificados, como se comprobó en la crisis bursátil de 1987, en la de 1998 cuando se modificó la actitud respecto de riesgo de los mercados y desapareció la liquidez, y con la crisis del NASDAQ que arrasó la capitalización de las empresas tecnológicas y eliminó la posibilidad de obtener financiación en los mercados; en todos los casos, la existencia de

múltiples vías de financiación suavizó los efectos recesivos de las crisis financieras sobre la economía real. Greenspan (2000, p. 13) lo expresa con claridad:

“Una de las cosas más importantes, a mi juicio, es la creación de alternativas que permitan a los sistemas financieros con problemas mantener un grado adecuado de intermediación financiera, incluso si su principal fuente de intermediación, ya sean bancos o mercados de capital, se paraliza con la crisis. La existencia de múltiples vías de intermediación financiera ha resultado útil a Estados Unidos en las últimas décadas...”.

4.4. La actuación de las autoridades tiene carácter asimétrico

El alza en la valoración de los activos tiene efectos positivos para la economía. Afecta a la propensión al consumo, a la disposición para la inversión y coadyuva a la creación de una atmósfera favorable en los negocios. La mejora de las relaciones se identifica, además, con el éxito de las políticas seguidas y refrenda la oportunidad de las medidas adoptadas. Si a esto se une la dificultad de distinguir si el fenómeno alcista responde a las bases fundamentales de la economía, o se trata de excesos especulativos generados por la propia dinámica de los mercados, y el hecho advertido de que los auges de las cotizaciones no tienen por qué desembocar forzosamente en crisis financieras, se entiende perfectamente que los responsables de la economía contemplen con satisfacción los procesos alcistas. Sólo cuando hay señales muy notorias de que los excesos no son razonables y escapan a cualquier justificación, se plantean preocupaciones respecto a la conveniencia de moderar la senda alcista.

Las enseñanzas de la historia contribuyen al sesgo asimétrico. En 1929 el intento por parte de la Fed de frenar los excesos especulativos degeneró en una catástrofe y ese episodio es importante para prevenir actuaciones radicales con resultados extremadamente inciertos. Mussa (HKP, p. 49) ha apuntado lo leve que son las críticas a la actuación de las autoridades cuando para soslayar posibles problemas inyectan liquidez y suavizan la política monetaria. La opinión pública no tiene la misma sensibilidad cuando se combaten los precios de los bienes y servicios, que si se intenta frenar la valoración de activos.

En conjunto cabe decir que las autoridades se plantean la moderación de los procesos alcistas en situaciones excepcionales, cuando hay alarma extendida sobre las posibles consecuencias de una espiral alcista completamente desbordada. El caso japonés constituye, en este sentido, un episodio que ilustra del coste social de la inhibición; pese a ello, en conjunto, la experiencia se inclina hacia la prevención para detener procesos alcistas y mayor aceptación de intervenciones tendentes a evitar desplomes excesivos de las cotizaciones o carencias de liquidez. El que esas actuaciones permisivas no hayan tenido –hasta ahora– repercusiones inflacionistas refuerza la predisposición asimétrica.

4.5. Los activos a los cuales se presta particular atención son los inmuebles y las acciones

La gama de activos susceptibles de valoraciones excesivas es extensa. Kindleberger (1987, p. 281) reseña los siguientes activos que han sido objeto de burbujas o booms, aunque no siempre hayan terminado en crisis financieras: materias primas, acciones nacionales, bonos y acciones extranjeros, terrenos urbanos y suburbanos, propiedades rurales, segundas residencias, centros comerciales, fondos de inversión inmobiliaria, aeronaves 747, petroleros, objetos de colección tales como pintura, joyería, sellos, monedas, antigüedades y, recientemente, préstamos bancarios sindicados a países emergentes. Dentro de esas categorías amplias la especulación suele centrarse en activos muy concretos: acciones de compañías de seguros, reservas minerales en América del Sur, fincas productoras de algodón, inmuebles en paraísos fiscales, arte post-impresionista, etc. De esta amplia gama de activos susceptibles de especulación los que más preocupan por los eventuales efectos desestabilizadores son los inmuebles y las acciones puesto que conforman una parte fundamental de la riqueza de los agentes económicos.

Las burbujas inmobiliarias inquietan de manera especial. Goodhart (HKP, p. 472) señala que los terrenos e inmuebles han sido muy importantes en cuanto a la interrelación entre valoraciones, préstamos bancarios e incidencia en la economía. Apunta, asimismo, que los Estados Unidos son un caso especial por la mayor importancia de las acciones cotizadas en la cartera de los agentes económicos y la menor generalidad de los booms inmobiliarios, limitados a determinadas áreas.

Las valoraciones inmobiliarias producen especial inquietud en el caso de que la presencia de los bancos sea importante, y los inmuebles constituyan una parte considerable de las garantías aportadas por prestatarios. Herring y Wachter (HKP, p. 217) exponen que las crisis bancarias pueden producirse sin burbujas inmobiliarias, y que éstas no culminan necesariamente en crisis bancarias ⁽¹⁶⁾. Sin embargo, los dos fenómenos están correlacionados en un número significativo de casos, tanto en países desarrollados como emergentes, dependiendo del peso del sector bancario en el sistema financiero. Especial relevancia tiene, en este sentido, la burbuja japonesa. En el caso japonés, tuvo lugar una burbuja inmobiliaria y, al tiempo, otra bursátil que actuaba de forma interrelacionada alimentándose mutuamente ⁽¹⁷⁾. Las altísimas valoraciones inmobiliarias servían como garantías en los préstamos bancarios; las extraordinarias cotizaciones de las acciones se justificaban por el valor de los terrenos de las empresas; y el propio sistema bancario, con carteras de acciones muy importantes, participaba activamente en la conexión de las dos burbujas y en él se embalsaron los excesos en las valoraciones. El proceso ha tenido como consecuencia una década de estancamiento y una gran crisis bancaria que aún perdura. Como han señalado Okina y Shiratsuka (HKP, p. 89):

“Cuando se considera la experiencia de la burbuja japonesa, ésta puede caracterizarse por que intensificó la inestabilidad del sistema financiero, amplificando por esa vía el impacto negativo del estallido de la burbuja”.

5. EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES

En una intervención, a mi juicio muy importante, Greenspan (2004) ha revisado la difícilísima posición en que se encuentra un banco central para hacer frente a los problemas que pueden derivarse de los excesos en la valoración de activos. La intervención es significativa puesto que se refiere a sus actuaciones anteriores, responde a las críticas a su gestión, y se pronuncia sobre las propuestas de actuación alternativa:

“Quizás la mayor ironía de la década pasada resida en que el éxito gradual en el control de la inflación puede haber contribuido a la burbuja del precio de las acciones en la última parte de los noventa. Considerando lo sucedido en aquellos años, es evidente que los crecimientos en la productividad derivados de los impulsos tecnológicos promovieron una mejora en las expectativas de mejora en los beneficios, y por tanto en los precios de las acciones. Al tiempo, el entorno de mayor estabilidad macroeconómica reducía la percepción del riesgo” (p. 3).

El Presidente de la Reserva Federal se remite a una intervención previa de Julio de 1999 en la cual advertía que ese entorno era proclive a las reacciones eufóricas susceptibles de elevar los precios a niveles difíciles de sostener, incluso contando con que el menor riesgo apreciado por los agentes se correspondiera con la realidad (Ibidem, p. 9).

De manera que la preocupación por las valoraciones de los activos es un asunto de plena vigencia que se manifiesta en la profusión de investigaciones y análisis. B.M. Friedman (HKP, p. 460) señala que el gran interés en los precios de los activos en la actualidad se explica por las posibles implicaciones para la política monetaria y apunta a un triple frente: 1) su consideración puede mejorar la gestión de la política monetaria; 2) coadyuva a comprender la experiencia japonesa de los últimos diez años; y 3) refuerza la tendencia que parece existir, sobre todo fuera de los Estados Unidos a ampliar el marco, para algunos demasiado estrecho, de los objetivos de la política monetaria.

Se entiende, así, el interés de promotores tan significados como el Banco de la Reserva Federal de Chicago y el Banco Mundial para celebrar encuentros monográficos como el que ha dado lugar a la aparición del libro que estoy utilizando como referencia básica de esta reflexión. Es evidente que los incrementos de la riqueza estimulan las decisiones de gasto e inversión y que las reducciones operan en sentido contrario; sin embargo, cuando se plantea una posible estrategia para suavizar los excesos en una y otra dirección han de afrontarse las limitaciones que tenemos los economistas para comprender temas tales como: las razones que explican en la realidad los precios de los activos; el funcionamiento de la política monetaria; y la respuesta de los agentes a los estímulos de carácter monetario (Reinhart, HKP, pp. 553, 554).

Un punto de partida de la reflexión podría ser que las burbujas (la génesis y finalización) agudizan las tendencias que de otra forma corresponderían a una evolución más ordenada del ciclo económico. Sin embargo, ni eso puede plantearse sin discusión. Antes bien, lo que parece observarse es una reducción de la volatilidad macroeconómica en las últimas décadas que algunos analistas atribuyen a la mayor integración financiera, al menos en los países que más han avanzado en esa dirección (Kose et. al. 2003). Según otros, la menor volatilidad se debe, en una parte significativa, a las mejoras en la conducción de la política monetaria (Bernanke 2004). Si eso fuera así, cabría pensar, al menos en los Estados Unidos, que los episodios de excesos en las valoraciones han tenido una incidencia económica menor, puesto que la actuación de las autoridades monetarias ha sido capaz de compensar, con una acertada actuación, los posibles efectos perturbadores que las burbujas hubieran podido ejercer sobre la evolución de la economía. Una visión menos optimista calificaría como prematuros los parabienes, puesto que no ha pasado suficiente tiempo para que se consideren completamente asimilados por el sistema económico los costes de los excesos (sobreinversiones extraordinarias en algunos sectores y reducción del ahorro) ni las consecuencias que pueden derivarse de la actuación de los agentes como respuesta a los estímulos dirigidos a suavizar los efectos de la baja en el precio de los activos, en particular el fuerte endeudamiento impulsado por tipos de interés reducidos (*The Economist*, 2004).

No obstante, es preciso distinguir la volatilidad del crecimiento económico y la específicamente financiera o bursátil. Los estudios realizados sobre períodos amplios de tiempo no ofrecen conclusiones claras al respecto pero, como apunta Reinhart (HKP, pp. 557, 558), 8 de las 10 variaciones diarias más importantes en el índice Dow Jones desde 1946 se han producido en los últimos 15 años. Lo que sí puede afirmarse, pues, es que el protagonismo de los mercados financieros, y la nueva organización institucional del mundo de la inversión propicia variaciones súbitas en la valoración de activos.

Los bancos centrales se sitúan en el centro de la escena. Hace dos décadas el ámbito de su actuación se limitaba prácticamente al sistema bancario, principal canal de transmisión de la política monetaria. Su perspectiva debe ampliarse ahora a la valoración de activos y en particular, por su inmediatez y volatilidad, han de vigilar la evolución de los mercados de valores para cumplir con su misión de controladores de la inflación y de la estabilidad del sistema financiero; y en un marco más amplio de su actuación, debe establecer las condiciones que permitan el crecimiento de la producción y el empleo.

Esta preocupación por la valoración de los activos y por asegurar la fluidez de los mercados en los cuales se fijan los precios no es algo coyuntural debido a la inquietud por perturbaciones puntuales recientes. Greenspan (2004, p. 8) lo expone con claridad:

“... el precio de los activos se mantendrá como tema de investigación para los bancos centrales en los próximos años. Conforme se eleva la proporción de activos y pasivos brutos respecto al Producto Nacional, como consecuencia de la creciente intermediación financiera doméstica e internacional, aumentará la relevancia del precio de los activos en relación al de los bienes”.

Admitida, pues, la vigencia de la preocupación de los bancos centrales, el tema crucial es cual debería ser la posición de estas instituciones respecto a la valoración de activos y, de manera específica, su respuesta ante las burbujas. Ese interrogante obliga a formular otras preguntas sobre las cuales las respuestas difieren, en ocasiones de manera radical, aunque más a menudo

en matices significativos. Las posiciones al respecto se orientan en función de las respuestas a las preguntas siguientes:

- Existe gran dificultad para detectar excesos en las valoraciones y calificarlos como burbujas. En el supuesto de que fuese posible, ¿deberían moderar la tendencia en su etapa de gestación?
- En caso afirmativo, ¿tienen instrumentos y capacidad para hacerlo?
- Si se asumiera una posición activa, ¿habrían de incorporar la valoración de activos al diseño de la política monetaria, o serían más recomendables actuaciones puntuales y discrecionales?
- Si no se juzgara posible, relevante, o conveniente la actuación preventiva, ¿deberían reaccionar si se produjera una corrección importante de las valoraciones?
- La actuación respecto de las burbujas, ¿debe encuadrarse en la evaluación de la estabilidad del sistema financiero?

La síntesis siguiente, que sólo pretende precisar los rasgos esenciales, seguirá el orden de las cinco cuestiones planteadas.

5.1. Conveniencia de moderar los excesos de las valoraciones en su etapa de gestación

La posición más beligerante es la de Cechetti et. al. (2000). Estos autores son partidarios de incorporar la valoración de activos a la información que utilizan los bancos centrales para definir la política monetaria; entienden que es posible pronunciarse sobre cuándo los niveles de cotización alcanzan cotas extraordinarias. Admiten que el intento de determinar estos niveles esta plagado de dificultades pero, aún así, es preferible tomarlos en consideración puesto que ayuda a prevenir asignaciones ineficientes de recursos susceptibles de producirse en un escenario dominado por booms y cracs; también coadyuvaría a la corrección de las propias tensiones inflacionistas que constituyen el objetivo clave de la política monetaria. Además, argumentan, en otros parámetros normalmente utilizados para diseñar la política monetaria también es difícil un cálculo preciso:

“... hemos argumentando que algunas de las dificultades que presenta una estimación de la valoración adecuada de las acciones también se presentan en la estimación del crecimiento potencial y de la tasa de desempleo, dos parámetros utilizados de manera rutinaria por los bancos centrales para preparar sus previsiones de inflación.

Concluimos, por tanto, que las dificultades de medición, aún siendo reales, no deben ser obstáculo para incorporar información de los mercados de activos al diseño de la política monetaria” (Ibidem, p. 50).

Tener en cuenta las valoraciones de activos no significa, para estos autores, que con ello se eliminen las asignaciones inadecuadas, pero se conseguiría que fueran de entidad menor, y sobre todo no implica que los bancos centrales las incluyan en los objetivos a alcanzar por la política monetaria (Ibidem, p. 58).

En la aportación de tres de los autores incluida en el libro que utilizo como principal referencia (HKP) reiteran su argumentación y precisan aún más su propuesta de suavizar los excesos en las valoraciones:

“Elevar los tipos de interés modestamente cuando el precio de los activos sobrepase un nivel determinado, y reducirlos cuando caiga por debajo, tenderá a contrarrestar el impacto sobre el *output* y la inflación de dichos excesos, coadyuvando así a la estabilidad macroeconómica” (HKP, p. 429).

Además de esa labor preventiva de excesos, estos autores se pronuncian sobre lo adecuado de intervenir para cortar los procesos manifiestamente exagerados. No se trata de actuar ante fluctuaciones de poca entidad pero si cuando sobrepasen niveles alarmantes, por lo que critican las actitudes fundamentadas en un respeto absoluto a la corrección de las cotizaciones, en el sentido de que éstas recogen toda la información disponible en el marco de mercados eficientes. Hay ocasiones en que es evidente la distorsión en la asignación de los recursos producidos por los excesos:

“Ejemplos recientes son los precios de las acciones y terrenos en Japón en 1989 y los del Nasdaq al final de 1999 y comienzos del 2000. Aunque una parte de esos altos niveles pudiera justificarse por fundamentales, pocos negarían que la dinámica del mercado contribuyó a la sobrevaloración. En definitiva, en orden a reducir la inflación y la volatilidad del crecimiento económico, es importante que los banqueros centrales respondan a estas grandes y relativamente “obvias” alteraciones en la asignación de los recursos” (Ibidem, p. 440).

Esa propuesta tan decidida es sostenida prácticamente en solitario. Las actitudes cautelosas son mucho más numerosas, pero incorporan matices interesantes que ayudan a apreciar el contorno, las dificultades, y la relevancia de los problemas que se plantean. La investigación de Stock y Watson (2003) no arroja resultados sólidos que permitan calificar el nivel de cotización de las acciones como predictor económico fiable con carácter general. Gilchrist y Leahy (2002) revisan los tres argumentos que se utilizan para que la política monetaria tenga en cuenta la valoración de los activos. El primero, que el precio de los activos forma parte del nivel general de precios; en segundo lugar, que predicen la inflación; por último, que existen vínculos estructurales entre la valoración de los activos y el consumo y la inversión. Estos autores rechazan los dos primeros argumentos dada la escasa capacidad predictiva de las tensiones inflacionistas. El tercer argumento lo consideran correcto pero no proporciona una base consistente para la política monetaria; esto es así, porque “las variaciones de los precios de los activos tienden a estar correlacionadas positivamente con las de la inflación y la producción, y las políticas basadas en estas variables ya incluyen la mayor parte de las reacciones que se producirían teniendo en cuenta la valoración de los activos” (Ibidem, p. 76).

Resulta claro que el valor de los activos incide en la actividad económica, pero eso no significa que proporcione un asidero válido para la política monetaria:

“En último término los precios de los activos son variables endógenas que reflejan la actuación de variables subyacentes, tales como el stock de capital, el nivel de productividad, y el valor neto de las empresas. Parece que tiene más sentido fundamentar la política directamente en esas variables” (Ibidem, p. 83).

El papel que se asigne a las valoraciones de los activos se sitúa en consonancia con la idea que se tenga de la formación de los precios de los activos en los mercados. La cuestión sigue en pie si se admite que esas valoraciones pueden tener un componente autónomo, susceptible de llegar a ser muy importante en ocasiones, por la propia dinámica de los mercados. La posición de Bernanke y Gertler (2000) constituye una referencia fundamental. Su punto de partida es que los precios de los activos, que en las dos últimas décadas han experimentado variaciones considerables, son variables endógenas y aún cuando haya etapas en las cuales aparecen desconectadas de la economía, si se acepta la teoría de la eficiencia del mercado, los bancos centrales no deberían preocuparse de la volatilidad de las valoraciones, que sólo habrían de tenerse en cuenta en la medida en que proporcionara información útil sobre la situación de la economía. El panorama cambia, sin embargo, si la volatilidad de los activos no responde a los fundamentales y si las alteraciones de los precios tienen un impacto significativo. En esas circunstancias la volatilidad es factor de inestabilidad independiente de la marcha de la economía y debe ser tenida en consideración (pp. 5-6).

Limitando la atención al interrogante planteado, la cuestión queda subsumida, no obstante, en las fórmulas para actuar que incorpora la adopción de una política monetaria basada en la consecución de un objetivo de inflación nominal (*inflation-targeting*) con flexibilidad para estabilizar la economía en el corto plazo ¹⁸). En efecto, ese marco induce a los gestores a “ajustar automáticamente los tipos de interés si se produce inestabilidad en el precio de los

activos u otras perturbaciones financieras” (Ibidem, p. 14). La respuesta es clara y directa; dado que un aumento del precio de los activos estimula la demanda agregada, y una disminución la reduce, los tipos de interés aumentarían cuando los activos suben y al contrario:

“En resumen, el objetivo de inflación flexible proporciona un esquema unificado y efectivo para alcanzar la estabilidad macroeconómica y la financiera. Dado el firme compromiso de estabilizar la inflación esperada, no es ni necesario ni deseable que la política monetaria responda ante cambios en el precio de los activos, excepto en la medida que estos ayuden a predecir presiones inflacionistas o deflacionistas” (Ibidem, p. 46).

En una aportación posterior los autores se reafirman en su planteamiento incorporando dos notas que me parecen significativas. La primera, que hasta ahora este esquema no ha sido contrastado ante fuertes alteraciones en el precio de los activos; la segunda, que al margen de los modelos formales les preocupa que los beneficios adicionales, si existe alguno, de la respuesta del banco central ante alteraciones en el precio de los activos, conllevan efectos sobre la psicología del mercado que, como enseña la historia, son peligrosamente impredecibles (Bernanke y Gertler, 2001, p. 253).

En abierta contraposición con estas ideas se sitúan las de Cecchetti et. al (2000, HKP). A su juicio, los bancos centrales deben reaccionar ante variaciones del precio de los activos que distorsionen el consumo y la inversión provocando excesos y correcciones que afecten a la inflación y a la producción:

“Subir lentamente los tipos de interés según se produzcan alzas en los precios de los activos por encima de lo que se entienden niveles normales, y bajarlos también con prudencia cuando las valoraciones se depriman, tendería a suavizar el impacto de las burbujas sobre la producción y la inflación contribuyendo a mejorar la estabilidad macroeconómica. Además, si los agentes conocieran que la política monetaria actuaría de esta forma (*lean against the wind*), se podría reducir la posibilidad de que se produjeran burbujas, lo cual contribuiría a una mayor estabilidad macroeconómica” (HKP, p. 429).

Incluso admitiendo que sea posible identificar las burbujas, al menos en algunos casos, la posición de Greenspan (2004, p. 4) es extremadamente cautelosa:

“Está lejos de ser obvio que las burbujas, incluso si pueden identificarse pronto, puedan desactivarse a un coste menor que una contracción económica sustancial y una posible desestabilización financiera que son los resultados que pretenderíamos evitar”.

También Trichet expresa la necesidad de extremar la cautela porque “sería como abrir la caja de Pandora si empezamos a establecer los parámetros claves en función de los cambios en las cotizaciones” (HKP, p. 16). Además, queda otra cuestión relevante, el activo que debería considerarse; ¿debería tenerse en cuenta el precio de las acciones, el de los inmuebles, el tipo de cambio, o el coste del capital? (p. 22).

En clara sintonía con la posición de Bernanke y Gertler se sitúa Goodfriend (HKP):

“El análisis que contiene este trabajo junto a la consideración de la experiencia histórica sugiere que la política monetaria no debería reaccionar directamente a los precios de los activos. Según esta recomendación, los precios de los activos seguirían teniendo un papel indirecto importante en la política monetaria contribuyendo a predecir la demanda agregada y la inflación. Pero el precio de los activos no deberían influir directamente sobre la fijación de los tipos de interés” (p. 445).

Al hacer referencia al planteamiento de Bernanke y Gertler se aludía a su posición según la cual los banqueros centrales sólo deberían tener en cuenta los precios de los activos en la medida que proporcionarán información útil sobre la situación de la economía. Es evidente que esa propuesta traslada la cuestión hacia la validez de los precios de los activos para contribuir a comprender la situación de la economía y si es posible anticipar las tendencias de los objetivos fundamentales, en particular de la inflación, y en el caso de los Estados Unidos también del crecimiento económico. Tampoco esta conexión es lo suficientemente clara como para que exista un acuerdo general al respecto. B.M. Friedman precisa que no se trata de pronunciarse

sobre si los precios de los activos son correctos, o no, de acuerdo con los datos fundamentales, esto es, de si incorporan toda la información relevante de acuerdo con la teoría de los mercados eficientes. La cuestión que se plantea es si incorporan información adicional que permita perfilar mejor los objetivos de la política monetaria. Ahora bien, si los precios de los activos no contienen tal información, como parece ser la opinión de la mayoría de los economistas monetarios, el banco central debería ignorarlos (HKP, pp. 459-460).

La experiencia de la actuación de la Reserva Federal en 1929 es determinante para la posición de McGrattan y Prescott (HKP). A su juicio el papel de la Reserva Federal es mantener la eficiencia en el sistema de pagos y en la asignación del crédito, pero su función no es involucrarse en la valoración de los activos. Pronunciarse sobre la sobrevaloración o infravaloración de los activos es un papel que corresponde a los economistas que deben transmitirlo a la opinión pública: “Si el público tuviera esa información y la utilizara no se plantearía el problema de la valoración incorrecta de las acciones” (p. 274).

Formular juicios respecto al precio de los activos entraña un notable riesgo de equivocarse para el que lo haga; si lo hace el banco central, puede afectar al prestigio de la institución y a la eficacia de la política monetaria al socavar la credibilidad de sus juicios y el rigor de sus análisis. Mishkin y White (HKP) critican que los bancos centrales pongan atención excesiva a las burbujas porque pueden cometerse errores con suma facilidad dado que la mayor parte de las fluctuaciones en la cotización de las acciones se producen por razones ajenas a la política monetaria, bien sean reflejo de variables fundamentales de carácter real o por “*animal spirits*”; de manera que el vínculo entre política monetaria y cotizaciones es muy tenue, y la capacidad efectiva de incidir en las cotizaciones muy limitada.

“De esta forma, si el banco central se muestra partidario de que las cotizaciones se muevan en una dirección determinada, es probable que evolucionen en la dirección opuesta, dejando en evidencia la capacidad del banco central. Recuérdese que cuando Greenspan pronunció su discurso en 1996 sugiriendo que el mercado de acciones podía ser preso de la “exuberancia irracional” el nivel del Dow Jones estaba situado en 6.500. Esa manifestación no impidió que el mercado continuara subiendo hasta superar los 11.000” (Ibidem, p. 75).

Otro peligro para los bancos centrales de implicarse en la evolución de las valoraciones es que se les acuse de ejercer un poder y un control excesivo; precisamente, el éxito de los bancos centrales en las últimas décadas se ha fundamentado en que se ha limitado su ámbito de actuación, comunicando activamente lo que pueden o no pueden hacer, lo cual se ha traducido en apoyo público a favor de su independencia.

Seguramente es oportuno finalizar este apartado destacando a Kindleberger (1995) como uno de los pioneros en advertir el dilema al que podían enfrentarse los bancos centrales ante la volatilidad de los mercados. La política económica ha ignorado a los mercados de activos pero:

“Cuando la especulación amenaza con elevaciones sustanciales en el precio de los activos, con un posible colapso de los mercados más tarde infringiendo daños en el sistema financiero, o si las condiciones domésticas aconsejan una política determinada y el entorno internacional otra, las autoridades monetarias se enfrentan a un dilema que exige pronunciarse, y no recurrir al libro de recetas aceptado. Esa conclusión puede ser incómoda. Sin embargo, creo que es realista” (p. 35).

5.2. Capacidad efectiva de actuación

Llaman la atención Borio y Lowe sobre lo escasamente predecibles que son los efectos de una actuación correctora. Calibrar la repercusión de cualquier medida es extremadamente difícil:

“De una parte, por ejemplo, pequeños incrementos del tipo de interés pueden no ser suficientes para contener los excesos. Incluso se ha argumentado que, paradójicamente, puede ser contraindicado si contribuye a disipar dudas respecto a la credibilidad del banco central como garante de la estabilidad de precios, impulsando el optimismo de los participantes en el mercado

en el sostenimiento del boom. De otra parte, con grandes incrementos se corre el riesgo de provocar una recesión económica innecesaria” (HKP, p. 261).

Bernanke (2003) se muestra contundente en su rechazo a que los bancos centrales se involucren en la valoración de activos en general y en la desactivación de las burbujas en particular. Existe una gran dificultad en detectarlas en su formación; es muy cuestionable que en una economía de mercado el banco central se erija en árbitro respecto al valor de los activos; y el problema se hace aún más complejo si la burbuja afecta a un activo concreto y no al conjunto de éstos. Pero además, moderar el precio de las acciones mediante la política monetaria puede exigir elevaciones desproporcionadas: “... una elevación por sorpresa de 25 puntos básicos puede esperarse que baje el precio de las acciones poco más de un 1 por ciento...”. De forma que incidir significativamente sobre el mercado puede requerir una elevación considerable con resultados inciertos sobre el efecto en el precio de las acciones y en la situación económica (p. 8).

Una posición parecida es la sostenida por Greenspan. En el discurso citado de Enero de 2004 pasa revista a los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre el nivel de cotización de las acciones. “De hecho, nuestra experiencia en las dos últimas décadas sugiere que una contracción monetaria moderada, que influya negativamente en el precio de las acciones sin que se produzcan efectos sustanciales sobre la actividad económica, se ha asociado a menudo con ulteriores incrementos en las cotizaciones”. Desde mediados de 1999 a Mayo del 2000 el tipo de interés de los fondos federales se elevó en 150 puntos básicos y el mercado continuó su trayectoria alcista: “La idea de que una contracción bien dosificada podía haberse calibrado para impedir la burbuja de últimos de los noventa y preservar la estabilidad económica es, casi con seguridad, una ilusión” (p. 4).

También sale al paso Greenspan sobre la posibilidad de desactivar una burbuja, sin consecuencias económicas apreciables, mediante la modificación del margen requerido para la compra de las acciones, puesto que los compradores pueden acudir a diversas fuentes, y sobre todo pueden conseguir el apalancamiento deseado en los mercados de derivados (p. 10).

La crítica a Greenspan de la revista *The Economist* (2004) pone de relieve, por otra parte, que en otros bancos centrales y foros importantes (BIS) se ha considerado con simpatía la idea de que la política monetaria debe responder en ocasiones cuando se produzcan alzas fuertes en el precio de los activos. De hecho la posición criticada supone actuar a posteriori suavizando las consecuencias del estallido de la burbuja, si ésta se produce, lo cual implica asistir sin tomar medidas a los desequilibrios y excesos que provocan las burbujas en su desarrollo.

5.3. Si se asumiera una posición activa, ¿debería incorporarse la valoración de activos al diseño de la política monetaria?

Como ha podido apreciarse existen diferencias notables en cuanto a la actitud que deberían adoptar los bancos centrales respecto a las modificaciones en la valoración de los activos. La unanimidad es mucho mayor en el rechazo a que el precio de éstos se incorpore, de manera formal y explícita, a los modelos o pautas de decisión. Incluso los más proclives al activismo insisten en que “No estamos diciendo, ni hemos dicho nunca, que los gestores adopten como objetivo a conseguir el precio de los activos” (Cechetti et. al. HKP, p. 428). La propuesta de los autores citados es que los bancos centrales tengan en cuenta el precio de los activos como información y que adopten medidas compensadoras para suavizar las fluctuaciones, pero eso no significa que propongan pronunciarse sobre cotas en las valoraciones para actuar en consecuencia (Cechetti et. al. 2000, p. 58). Esa posición activa tampoco se plantea en el caso de variaciones moderadas, sino cuando tengan una magnitud tal que amenacen la correcta asignación de los recursos y se presuma que generen inestabilidad.

Las vías y dificultades para establecer una acción preventiva que tenga en cuenta el precio de los activos es sintetizada por Ito (HKP). Las posibilidades son: incorporar las valoraciones en

las pautas de decisión, o incluirlas en los índices de precios de consumo. Las críticas a esta posición se fundamentan en los puntos siguientes: 1) Es difícil identificar si un alza de cotizaciones corresponde a una dinámica sostenible (basada en aumentos de productividad, p. ej.) o es una burbuja; puede ser difícil llevar a cabo la acción correctora (caso de Japón); o es posible un pronunciamiento prematuro (Greenspan y su manifestación de exuberancia irracional en 1996). 2) Existen desfases temporales de carácter incierto entre valoraciones e índice de precios al consumo, y no hay garantías de que las variaciones en el tipo de interés sean un corrector efectivo. 3) La volatilidad en el precio de los activos se traslada a la política monetaria. 4) Es muy difícil de calibrar la reacción adecuada.

Desde la posición activista se contesta que es posible pronunciarse sobre la sobrevaloración de los activos; además, otras variables de difícil concreción se utilizan en la política monetaria; por último, el índice de precios debería considerar el consumo *permanente* lo cual justificaría la inclusión de los activos a través de esa vía (p. 549).

Que el precio de los activos debe tenerse en cuenta por las autoridades monetarias se acepta con generalidad; ahora bien, si existen discrepancias en cuanto a respuestas automáticas, un terreno de mayor acuerdo se sitúa en la discrecionalidad, la ambigüedad, y la dimensión de los excesos en las valoraciones. Mussa (HKP) advierte que, de hecho, los precios de los activos ya son considerados por los responsables de la política monetaria y, aunque su volatilidad no haga aconsejable la incorporación a las pautas regulares de actuación en determinadas circunstancias que no es posible determinar “a priori”, la política monetaria se ajusta considerando el precio de los activos.

Esa afirmación no implica que se actúe necesariamente cuando se produzca un boom alcista puesto que la política monetaria es un instrumento demasiado tosco para incidir sobre cualquier exceso que se presuma, sin afectar a otras variables que se comportan con más normalidad. Además, las desmesuras deben calibrarse en función del daño potencial que puedan infringir al sistema financiero y económico; todo lo cual refuerza la discrecionalidad en la actuación correctora. En esta línea se sitúa la reflexión de Mussa (HKP). En su opinión en la burbuja de las acciones de Internet la inversión de las empresas no era muy elevada, y aunque la valoración de los activos afectara al consumo de las familias su impacto no fue excesivo. La burbuja que se formó en las empresas de TMT (Telecomunicaciones, Medios y Tecnología) en 1999-2000, con un peso decisivo en el NASDAQ y cifras espectaculares de inversión si debería haberse intentado desactivar:

“Mi posición entonces y ahora es que la Reserva Federal debería haber tomado medidas restrictivas más agresivas en su política monetaria durante 1999 y la primera parte del 2000” (p. 44).

De manera que en la realidad, a su juicio, existen datos para que un analista atento e informado se pronuncie sobre la conveniencia de controlar los excesos en las valoraciones y, por tanto, también para calificar los principales errores cometidos por los bancos centrales en relación a los episodios más importantes. Según Mussa, las equivocaciones de la Reserva Federal en la gestión de la política monetaria de finales de los años veinte y primeros treinta son el Monte Everest de los fallos. En comparación, los errores de la burbuja de 1999-2000 tienen más bien las “proporciones de Capitol Hill, un promontorio cuya significación política supera, con mucho a su importancia geográfica” (Ibidem, p. 47). En el caso japonés estaba muy claro la necesidad de intervenir con decisión y los fallos de finales de los ochenta y primeros noventa seguramente merecen la calificación del Monte Fuji en esa escala montañosa” (Ibidem, pp. 47, 48).

Por otra parte, apunta Mussa, es difícil para los bancos centrales explicar su reticencia a tener en cuenta los precios de los activos en sus decisiones, cuando una mayoría de los analistas externos al banco central creen que deberían tomarse en consideración (Ibidem, p. 49). Para este economista, los bancos centrales no deberían concentrarse en explicar cómo incorporan el precio de los activos a la política monetaria, sino poner énfasis en su responsabilidad de salvaguardar la estabilidad macroeconómica. Por supuesto, la decisión es extremadamente difícil, sobre todo cuando no se adviertan signos de inflación que justifiquen el intento de frenar

la escalada de los precios de los activos. Aún así “los bancos centrales tienen que afrontar el hecho de que su tarea fundamental no es maximizar su popularidad” (Ibidem, p. 50).

Los bancos centrales, pues, no deben mantenerse al margen del comportamiento del precio de los activos puesto que su evolución influye en las decisiones del consumo actual y del futuro y afectan a la tasa de inflación. Esa es la propuesta de Reinhart (HKP), si bien la implicación debe tener lugar cuando se produzcan grandes variaciones en los precios de los activos, no sólo porque su incidencia en las variables es mayor sino porque una gran alteración puede afectar a la estimación por el mercado de los datos fundamentales de la economía. De ahí que una política compensadora debería tolerar alguna desviación de la senda prevista en evolución de los precios en los bienes y servicios, con tal de favorecer la estabilidad macroeconómica con una visión de largo plazo (p. 557).

La opinión de los que tienen la responsabilidad directa de adoptar decisiones es mucho más precavida, y destacan las dificultades para evaluar la auténtica dimensión así como la incidencia de los cambios en las valoraciones. Trichet (HKP) declina la idea de considerar el precio de los activos en un plano similar al de los bienes y servicios ya que la información que contiene la evolución de los precios es muy distinta y, además, la volatilidad de los activos es mucho mayor, especialmente en un entorno de inflación reducida.

La discrecionalidad es obligada si se tiene en cuenta que los cambios en la estructura productiva y en la incidencia de las variables financieras sobre las reales, así como el dinamismo y velocidad de transmisión de impulsos de los mercados financieros, hacen que los coeficientes históricos, las experiencias del pasado, sean poco adecuadas para afrontar las situaciones más graves, producidas en ocasiones por acontecimientos singulares en los cuales la incertidumbre domina sobre el riesgo cuantificable. En esa línea se sitúa la argumentación de Greenspan (2004):

“... debemos afrontar el hecho de que sólo un número limitado de riesgos puede cuantificarse con alguna confianza. Incluso esos riesgos son generalmente cuantificables sólo si aceptamos el supuesto de que el futuro será, al menos en algunos aspectos importantes, parecido al pasado” (p. 6).

De ahí que la discrecionalidad sea fundamental para afrontar situaciones singulares que no es posible incorporar en pautas de reacción, y que el juicio y la determinación del responsable de la gestión sea fundamental: “En momentos cruciales, como en nuestra historia reciente –1987; 1997-8; y Septiembre del 2001- las reglas son inadecuadas” (Ibidem, p. 7). Los bancos centrales son conscientes de que las variaciones del precio de los activos inciden sobre el Producto Nacional pero, al menos hasta ahora, no se han incorporado a los objetivos de la política económica aunque sean tenidos en cuenta a través del prisma de la consecución de los objetivos perseguidos (Ibidem, p. 8).

Terminaré este apartado aludiendo al planteamiento de Bordo y Jeanne (2002) que ilustra muy gráficamente el dilema del banco central y los términos en los cuales debe formularse la decisión:

“La política monetaria contractiva en el boom puede considerarse como un seguro contra el riesgo de desordenes financieros y reales provocados por un estallido posterior. El seguro obviamente no es gratis: la concentración en la política monetaria supone un sacrificio en términos de objetivos macroeconómicos inmediatos. Sin embargo, permitir que el boom continúe sin freno entraña el riesgo de mayores costes más adelante. La tarea de las autoridades monetarias es calibrar los costes y beneficios relativos de una contracción preventiva en un boom del precio de un activo” (p. 3).

5.4. Si no se juzga posible, relevante o conveniente una actuación preventiva, ¿deben reaccionar si se produce una corrección importante de las valoraciones?

Los bancos centrales han sido acusados de dudas y vacilaciones ante un boom pero de actuar, en cambio, con mucha mayor decisión y contundencia cuando tiene lugar una caída importante de

las valoraciones. En definitiva se les imputa un comportamiento asimétrico que, seguido de forma reiterada, tiene repercusiones en la conducta de los agentes en los mercados, incentivando de manera particular el azar moral:

“En la medida en que los agentes económicos crean que el banco central hará uso en último término de la red de seguridad (*safety net*), se incentiva la inversión en proyectos de mayor riesgo para obtener niveles superiores de rentabilidad, considerando que las pérdidas potenciales muy probablemente serían limitadas” (Trichet, HKP, p. 17).

La asimetría se explica, en parte, por la distinta rapidez con la cual se producen los acontecimientos. Las fases alcistas se caracterizan por ser graduales, de manera que tienen lugar en un período dilatado de tiempo; esta continuidad genera dudas sobre el momento adecuado para intervenir y, si se prolonga, contribuye a dotar del carácter de normalidad a la situación. Los cracs acontecen, en cambio, de forma violenta, y tienen un efecto esencial en los actuales mercados financieros: la desaparición súbita de la liquidez, lo cual impide la validación de contratos y estrategias de inversión, amenazando el funcionamiento del conjunto del sistema. En una situación como el desplome bursátil de 1987, o la crisis de liquidez generada en el otoño de 1998, se entiende la contundencia en la actuación, inyectando liquidez, garantizando la solución de problemas puntuales y bajando los tipos de interés. Esta explicación, desarrollada por Greenspan, presenta la garantía de la liquidez del sistema como justificación esencial de una intervención decidida, con independencia de si el precio de los activos incorpora información útil para predecir el comportamiento de los objetivos perseguidos por la política monetaria (B.M. Friedman, HKP, p. 460). La respuesta frente a acontecimientos concretos de entidad suficiente que afecten a la liquidez de los mercados –y por tanto a la inestabilidad del sistema financiero- se convierte así, en las finanzas modernas, en un toque a rebato que pone en marcha programas que facilitan la liquidez y la continuidad de las operaciones:

“La crisis de liquidez de 1998 y la producida por el crac del mercado de acciones de 1987 y por el terrorismo de Septiembre del 2001 promovió una relajación masiva que ha sido el mandato histórico de un banco central. Tales crisis tienen lugar por los esfuerzos de los participantes del mercado de convertir sus activos en liquidez. Enfrentados con la incertidumbre, especialmente con la definida por Knight⁽¹⁹⁾, las personas tienden siempre a deshacer posiciones de medio y largo plazo a favor de la liquidez y de la seguridad. Como los agentes económicos, necesariamente, tienen saldo positivo en sus compromisos –esto es, son propietarios de activos reales- los intentos de venta de esos activos provocan la baja de los precios de las acciones, en algunos casos de forma dramática” (Greenspan, 2004, p. 6).

Teniendo en cuenta lo anterior, la asimetría no debería ser completa puesto que la contención de las bajas y la inmoderación de las alzas generaría mayor volatilidad:

“Una asimetría apropiada pero no extrema permitiría relajar de forma inmediata la política monetaria para contrarrestar un declive del mercado que amenace la estabilidad de los mercados financieros, pero dejaría abierta la opción de un endurecimiento más gradual si se producen alzas en el precio de los activos que los sitúen en disparidad con la realidad económica” (Mussa, HKP, p. 46).

Esta distinta posición de los bancos centrales ha sido caracterizada por Bordo y Jeanne (2000, p. 4) como de displicencia benevolente (*benign neglect*). De acuerdo con esta idea las autoridades monetarias deben afrontar la inestabilidad financiera que pueda generar un crac en los precios de los activos cuando esta se produzca, pero no ajustar la política monetaria con carácter preventivo en la fase alcista.

5.5. La actuación respecto a las burbujas, ¿debe encuadrarse en la evaluación de la estabilidad del sistema financiero?

La contribución de Mishkin y White en HKP⁽²⁰⁾ revisa la experiencia histórica de los Estados Unidos en el siglo XX con los cracs de la bolsa. Lo que interesa destacar, a efectos del presente trabajo, es que la posible intervención del banco central ante una fuerte baja del precio de las

acciones debería situarse en función de la inestabilidad financiera que se presume pueda generarse. Esa inestabilidad se produce cuando se incrementa la asimetría en la información de forma que el sistema financiero tiene dificultades para canalizar los recursos de ahorro hacia la inversión; la medida que utilizan los autores citados para pronunciarse sobre el grado de inestabilidad es la diferencia en la rentabilidad (*spread*) entre bonos de alta y baja calidad (pp. 54, 55).

En el siglo XX han tenido lugar 15 cracs con repercusiones muy distintas sobre la inestabilidad; en cinco ocasiones, incluida la quiebra de la burbuja tecnológica del 2000, las caídas del mercado no han generado inestabilidad debido a la sólida posición del balance de los agentes económicos, lo cual explica la leve incidencia de la caída de la bolsa sobre el crecimiento económico de esos episodios. La principal conclusión que obtienen los autores es que la cuestión clave para decidir la intervención de los bancos centrales no es un crac del mercado, aunque su origen sea una burbuja, sino la situación de inestabilidad potencial determinada por la solidez de los balances de los agentes económicos y financieros. La respuesta de los bancos centrales ante este tipo de situaciones es similar a la que tienen ante una reducción de la demanda agregada; el objetivo de inflación flexible propuesto por Bernanke y Gertler responde, de forma automática, a este tipo de situaciones.

Cuando el banco central advierta que un crac puede afectar a la estabilidad debe intervenir. El planteamiento implica que también debe hacerlo si existe riesgo de inestabilidad, aún en ausencia de cracs, como sucedió en 1998 con el problema del *Long-Term Capital Management* o el atentado del 11 de Septiembre del 2001:

“Prestar demasiada atención al precio de los activos, en este caso a las acciones, puede provocar reacciones erróneas. La respuesta óptima ante una variación del precio de los activos depende mucho de las causas del shock y de la duración del mismo” (Ibidem, p. 75).

La contribución de Borio y Lowe (HKP) me parece extraordinariamente novedosa y sugestiva (²¹). El punto esencial es que tanto las burbujas, como su eventual tratamiento por la política monetaria deben enmarcarse en el cuadro más amplio de los desequilibrios financieros de los agentes económicos, a los cuales contribuyen los excesos en la valoración de los activos. Los desequilibrios financieros se generan en épocas de bonanzas económicas y las burbujas forman parte de un conjunto de síntomas:

“Es la combinación de esos síntomas lo que importa. Otras señales normales incluyen la rápida expansión del crédito y, a menudo, un ritmo de acumulación de capital superior al promedio. Estos acontecimientos pueden, conjuntamente, señalar la inestabilidad futura. El resultado es que el ciclo financiero puede amplificar, y ser amplificado por, el ciclo de los negocios” (p. 248).

La política monetaria debe plantearse, pues, en consonancia con esta realidad; la sabiduría convencional –así la califican los autores- propone que se limite a evitar cambios no anticipados en los precios, pero no reside ahí la razón principal de la inestabilidad financiera: “El mejor ejemplo, al menos recientemente, de desequilibrios financieros que se desarrollan en un entorno de inflación moderada es el de Japón al final de la década de los ochenta” (Ibidem, p. 257). Como es sabido, la burbuja japonesa –bursátil e inmobiliaria- se desarrolló sin tensiones inflacionistas, y a esta circunstancia se achacó la falta de decisión de la política monetaria para poner coto a los excesos en las valoraciones.

Ahora bien, si los desequilibrios financieros de los agentes económicos pueden generarse en un entorno de baja inflación, sin que la ausencia de ésta induzca a una acción monetaria que los encauce, el resultado puede ser un boom insostenible y una corrección severa posterior acompañada de una deflación que amplifique las tensiones financieras existentes. Esa situación puede conducir a la disminución de la efectividad de los instrumentos de política monetaria y al descrédito de las instituciones, como muestra la experiencia japonesa. Por otra parte, continúan los autores, la asimetría en las respuestas de los bancos centrales, reduciendo los tipos de interés o facilitando liquidez cuando se advierten los problemas, pero no subiéndolos cuando los

desequilibrios están gestándose, puede ser perjudicial a largo plazo puesto que se promueve una forma de azar moral que genera inestabilidad y fluctuaciones costosas en la economía real (Ibidem, pp. 262, 263).

La clave de la actuación de los bancos centrales debería ser actuar preventivamente fijando la atención en los desequilibrios financieros de los agentes que generan la inestabilidad económica:

“Esta ha sido una preocupación permanente de los bancos centrales. Precisamente una de las razones aducidas para centrar la atención en los agregados monetarios en los años setenta fue el temor de que esperar hasta que se produjeran señales claras de mayores tensiones inflacionistas sería demasiado arriesgado. En cierto sentido, el enfoque de los desequilibrios financieros tiene su origen en esta tradición intelectual. El énfasis se sitúa, no obstante, más en el crédito que en el dinero. Y no se proponen respuestas automáticas (objetivos concretos)” (Ibidem, p. 263).

La revisión que hace Neely (2004, p. 40) de la actuación de la Fed en tres crisis: 1987; *Long Term* y la suspensión de pagos de Rusia, es significativa, identificando las medidas adoptadas por el banco central de los Estados Unidos con la respuesta que cabía esperar en consonancia con los objetivos de su carta fundacional:

“En algunos aspectos, sin embargo, la respuesta de la política monetaria a esas tres experiencias fue similar a la solución adoptada para afrontar los pánicos bancarios para los cuales se creó el Sistema de la Reserva Federal. La caída del precio de los activos y el aumento de la incertidumbre podía reducir, o frenar los préstamos a los mercados financieros justo cuando eran más necesarios”.

6. REFLEXIONES FINALES. PREGUNTAS CON DIFÍCIL RESPUESTA

6.1. Consecuencias del predominio de los mercados en la valoración de activos y en la financiación

Nuestra incapacidad de prever el futuro, aumenta según el plazo de tiempo que consideremos. Eso no quiere decir que sepamos lo que va a suceder en el corto plazo, pero la probabilidad de que la situación no se altere sustancialmente mañana con respecto a hoy es muy alta. La probabilidad de que la situación haya cambiado dentro de un año es mayor, y aún más si la perspectiva son los próximos 5 o 10 años.

El desarrollo de los mercados financieros permite ampliar el horizonte de la financiación mediante endeudamiento, o hacer que ésta tenga carácter permanente por medio de la emisión de acciones. La gran coartada es la liquidez que permite deshacer las posiciones comprometidas en inversiones permanentes o a largo plazo en la economía real. Lo esencial a efectos de esta reflexión son dos cuestiones:

- a) En la medida que se amplíe el plazo de financiación disminuye la capacidad predictiva del financiador sobre la posibilidad de que el financiado haga frente a sus deudas, o de acertar respecto a los beneficios de la participación accionaria.
- b) La existencia de mercados secundarios proporciona un subterfugio frente a la incapacidad de prever la situación del deudor o de la empresa, puesto que el financiador supone que el título emitido tiene perfecta liquidez. Esto implica que la atención pase de la evaluación de la capacidad de pago del deudor, o de la rentabilidad de la empresa, a la situación de la coyuntura del mercado.

Con la financiación vía acciones, todos esos efectos se magnifican por dos motivos: el primero, porque las acciones se emiten por un plazo indefinido; el segundo, porque el stock de acciones existente aumenta.

De lo anterior se deriva que la sofisticación financiera facilita el atrevimiento, la osadía al intentar conjeturar como será el futuro a largo plazo, cuando no sabemos nada al respecto, ni tenemos base en la que apoyar la predicción, excepto la experiencia del pasado, lo cual supone establecer previsiones sobre la certeza probada continuamente de nuestra incapacidad de previsión. La esencia del problema la planteó Knight (1921, p. 313):

“Vivimos en un mundo lleno de contradicción y paradoja, un hecho del que quizá la nota más fundamental es esta: que la existencia de un problema de conocimiento reside en que el futuro difiere del pasado, en tanto que la posibilidad de resolver el problema depende de que el futuro se parezca al pasado”.

Las finanzas posibilitan atenuar nuestras preocupaciones porque el más listo, y todos creemos que lo somos más que los demás, liquidará la posición anticipándose cuando tenga algún dato que permita adivinar que el futuro no va a parecerse al que había imaginado.

Por estos motivos, Keynes acertaba al señalar que la existencia de mercados organizados hacía variar el foco de nuestra atención desde la situación de las empresas hacía las reacciones del propio mercado. Los mercados organizados permiten un aumento del riesgo asumido por la sociedad porque hacen posible una desviación importante y duradera entre las expectativas de la economía real y la de los mercados.

Si no existieran instituciones financieras, la capacidad de financiación y también de embalsar desequilibrios sería menor puesto que no se dispondría de una valoración continua que permitiera la disociación entre la valoración de los activos y la realidad económica subyacente, y porque la acumulación de riesgo estaría más limitada, dada la capacidad de financiadores informales (amigos, relaciones comerciales) que tienen disponibilidades más reducidas pero, sobre todo, que conocen mejor la situación del negocio. Es difícil que en esa situación se generaran desequilibrios considerables, e imposible que se produjeran burbujas.

De lo anterior se deriva también que hay diferencias muy importantes entre el nivel riesgo susceptible de asumirse en una sociedad que fundamente la financiación en el sistema bancario, que en otra con mayor presencia de los mercados organizados. Para que se genere un desequilibrio esencial en el sistema bancario se precisa una competencia exacerbada y la connivencia de los reguladores o supervisores (caso de Japón). Cuando el fenómeno del desequilibrio en el sistema bancario supera una dimensión determinada es cuando entran en liza, como problema, las valoraciones de los activos. Ahí radica la clave. Si los excesos de las valoraciones se producen en el mercado de acciones, en el inmobiliario, con una competencia feroz en el sistema bancario y la garantía implícita de reguladores y supervisores es cuando puede gestarse una burbuja de tamaño descomunal, como sucedió en Japón.

6.2. Ámbito de los mercados organizados

He destacado la importancia económica creciente de los mercados bursátiles, y como su evolución es, en ocasiones, motivo de inquietud. Sin embargo, los activos cotizados en mercados organizados constituyen una porción muy reducida de la riqueza total. Este es el punto de partida de un libro sugerente de Shiller (1993).

“Considérese, por ejemplo, el hecho de que en nuestra bolsa se negocian solo derechos sobre los dividendos de las sociedades cuya cuantía asciende a un exiguo porcentaje de la renta nacional, en los Estados Unidos en torno al 3%” (p. ix).

Lo que plantea Shiller es la posible creación de mercados que permitan la cobertura de los principales riesgos ligados a nuestro bienestar: el riesgo de mantener la renta disponible, o la ausencia clamorosa de un mercado inmobiliario plenamente líquido que permita la cobertura de la principal inversión de las familias de las variaciones de los precios, constituyen ejemplos notorios.

Según el planteamiento del profesor de Yale los mercados organizados son una invención humana ligada a la idoneidad del marco institucional: “La proliferación de bolsas no pudo existir hasta que la ley de sociedades definió los derechos de los accionistas y limitó su responsabilidad” (p. 11). Conforme vayamos superando resistencias psicológicas y nos familiaricemos con la gestión de los riesgos que afectan a nuestra vida, podrán cotizarse un número creciente de riesgos en mercados organizados líquidos que permitan su evaluación y cobertura.

Comentar la conveniencia y alcance de estas propuestas excedería al propósito de esta breve reflexión, pero no puedo por menos de plantear que si con el tamaño de los mercados financieros actuales la estabilidad exige que las autoridades garanticen la liquidez, con la presencia de más activos y mercados el riesgo de que cualquier acontecimiento reduzca la liquidez y anule las coberturas crece de forma significativa. En relación a los activos y mercados que generen liquidez, permitan la cobertura de riesgos, y exijan la vigilancia para que los excesos no se traduzcan en rupturas traumáticas de la confianza que afecten al crecimiento económico, ¿cuál es el límite, si existe alguno? ¿Dónde está el óptimo?.

En la intervención de Greenspan (2004), comentada ya anteriormente, el Presidente de la Reserva Federal considera a la incertidumbre como un acompañante permanente y difuso de la gestión de la política monetaria. Y precisa el contenido del concepto:

“Utilizo el término ‘incertidumbre’ aquí para cubrir la ‘incertidumbre de Knight’ en la cual la distribución de probabilidad es desconocida, y también el ‘riesgo’ en el que la incertidumbre de los resultados está delimitada por una distribución de probabilidad conocida. En la práctica, uno nunca está completamente seguro de cual es el tipo de incertidumbre con el que es enfrenta en cada momento, y lo más adecuado es pensar en un rango de continuidad desde los riesgos definidos, a los desconocidos por completo” (p. 4).

Greenspan muestra su inquietud por los sucesos puntuales sobre los cuales no podemos hacer previsiones ni conocemos su incidencia puesto que no disponemos de la experiencia que permita su cuantificación. Es cierto que en un mundo globalizado los acontecimientos que pueden producirse escapan a nuestra capacidad de previsión, pero también me parece que esos sucesos tienen un efecto más importante e inmediato porque afectan a las valoraciones de los mercados. La mayor importancia de los mercados organizados, de mecanismos facilitadores de liquidez, incrementa, pues la vulnerabilidad.

Lo anterior, ¿significa una crítica a los mercados organizados?. En absoluto. Se trata sólo de llamar la atención sobre otros efectos aparte de la mejor asignación de los recursos que promueven.

Pero, además, los mercados actuales se han configurado en torno a lo que –me parece– una confianza excesiva para medir los riesgos en las variaciones de los precios, lo cual descansa en la confianza en que se repitan las pautas del comportamiento de los mercados en el pasado. Al mismo tiempo, las decisiones de inversión tienen muy en cuenta el riesgo de mercado y se concentran menos en evaluar los datos fundamentales de las empresas. ¿Tendrían la misma configuración los mercados financieros si predominara un método de gestión como el de Warren Buffet ⁽²²⁾ en lugar del aplicado en el *Long Term Capital Management*?

6.3. El papel de los economistas

En economía atreverse a disentir de la corriente dominante, aunque sea en aspectos parciales, es poco rentable.

Los economistas tenemos tendencia a plantear los asuntos en términos de costes-beneficios, aproximación que solemos emplear también en la actividad profesional en dos vertientes: la primera, respecto a la rentabilidad de los temas que se abordan, la especialización, el enfoque que se elija; la segunda, en cuanto a las conclusiones, a las opciones que se derivan del análisis.

Estos asuntos están relacionados con dos cuestiones: el juicio que se tenga sobre la continuidad de la tendencia o respecto a su ruptura; y sobre el coste de la originalidad, entendida ésta como el de no alinearse con la corriente dominante. De ahí que el efecto rebaño sea una reacción sensata, tanto en términos financieros como en el de las opciones profesionales.

En la Teoría General, en relación a las decisiones de los inversores en el mercado, Keynes se plantea el coste de la racionalidad cuando ésta implica no seguir la tendencia del mercado, en particular las fluctuaciones a corto plazo y soportando las consecuencias de una decisión racional concebida en el largo plazo. Aludí a esa idea al comienzo de este trabajo; permítaseme que reproduzca el párrafo completo:

“Por último, es el inversor a largo plazo, que más promueve el interés público, el que, en la práctica, levanta mayores críticas dondequiera que los fondos sean manejados ya sea por comités, consejos o bancos, porque la esencia de esta conducta es que debe ser excéntrica, sin convencionalismos y temeraria a los ojos de la opinión media. Si tiene éxito esto no hace sino confirmar la creencia general en su temeridad, y si fracasa a corto plazo, que es lo más probable, no habrá compasión con la víctima” (1936, pp. 157, 158).

La reflexión de Keynes, inspirada en las decisiones de un gestor de carteras, me parece que tiene un alcance mucho mayor y afecta a la esencia de la profesión de los economistas. No se corre ningún riesgo si se opina con la mayoría puesto que uno se inscribe en la corriente que decide. El riesgo es la disidencia ya que si la postura se defiende en minoría y los acontecimientos probaran que es errónea, el opinante quedaría como un excéntrico ignorante al que se mira con desdén; si la postura minoritaria, o expuesta en solitario, fuera la acertada, la situación del opinante sería aún peor, porque sería ya un excéntrico peligroso que pone en riesgo el consenso y el prestigio de la mayoría. Situar, pues, a favor de la tendencia dominante es perfectamente racional puesto que favorece el prestigio y la persona es calificada como “de fiar” o como “de los nuestros”; por otra parte, la asunción de la postura mayoritaria refuerza el consenso y acentúa la marginalidad del minoritario.

Lo anterior se refuerza si se considera la cuestión del tiempo en los asuntos económicos. Hay muchos procesos, o tendencias, insostenibles en el largo plazo pero que, sin embargo, son perfectamente estables en el corto y medio plazo; no sólo eso, sino que denunciar la inconsistencia a largo plazo puede llegar a interpretarse como un sabotaje malicioso que siembra la desconfianza en el buen desarrollo del proceso y constituye un obstáculo que impide que éste se desarrolle de una manera ordenada. El discrepante se ve así acusado de formular profecías que se cumplen por la desconfianza, provocando la anomalía y el desorden. Su papel evoca al del Dr. *Stockmann* en “Un enemigo del pueblo”, la obra de Ibsen.

Pronunciarse sobre la inestabilidad que pueden generar unas fórmulas de organización determinadas implica, además, correr un riesgo notable, puesto que el detonante que puede provocar una situación problemática es imprevisible; aún más, la probabilidad de que esa convulsión sea de un calibre tal que genere una revisión de los procedimientos, es extraordinariamente reducida.

Situarse en minoría es, pues, poco recomendable. Ciertamente que si el que enarbola la bandera de la rebeldía es un profesional cualificado y prestigiado en altísimo grado, la inconformidad, si los acontecimientos corroboran el planteamiento, aunque pueda resultar costosa en el corto plazo, da magníficos dividendos a largo plazo, y el calificativo de genial se añade al prestigio profesional puesto en riesgo al apartarse del consenso. En la historia de la economía, o mejor de los economistas, existen algunos ejemplos que se evocan con rapidez (Keynes y Hayek son los más notables). También en la inversión profesional el éxito y el tiempo han consagrado a Buffet como inversor.

Si hago esta reflexión es porque no estoy seguro de que los riesgos que realmente se están corriendo, en cuanto a la estabilidad del sistema económico, lleguen al conocimiento del público ni siquiera que sean objeto de preocupación del núcleo esencial de la profesión de los economistas. Es posible que eso no sea así, que no se corran riesgos graves con la actual organización de los mercados financieros; puede ser que, considerando el sistema económico en

su conjunto, no exista más vía ni alternativa que promover mercados organizados cada vez con mayor amplitud, profundidad y liquidez. Es posible, por tanto, que el único camino sea refinar nuestras herramientas analíticas no solo para medir el riesgo cuando este sea mensurable, y asignarle un precio, sino para intentar medir lo que Keynes consideraba incertidumbre radical. En su artículo de 1937, destinado a contestar a las críticas sobre la Teoría General, después de advertir que nuestro conocimiento del futuro es fluctuante, vago e incierto y que ello implica que los métodos de la economía clásica no sean adecuados para el análisis de la riqueza, expone:

“Por conocimiento ‘incierto’ permítanme explicar que no entiendo simplemente distinguir lo que se conoce como cierto de lo que sólo es probable. 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 sólo moderadamente incierta. Incluso el tiempo atmosférico es sólo moderadamente incierto. El sentido en el que utilizo el término es 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, pp. 113, 114).

Si la vulnerabilidad de las finanzas actuales fuera muy elevada, y el sistema económico estuviera muy a menudo al albur del acierto de los responsables de la gestión de la economía, entonces es posible que debiera sacrificarse algún grado de eficiencia en la asignación de los recursos en favor de una mayor seguridad. Me inquieta sospechar que las personas que están en mejores condiciones de calibrar los riesgos y avizorar cautelas y vías alternativas, no estén dispuestas a correr el riesgo de situarse en contra de la opinión dominante y de los intereses que se benefician de esa opinión.

A mi juicio, el riesgo de inestabilidad es creciente, dada las tendencias vigentes en las finanzas, pero me temo que sólo un accidente de entidad suficiente pueda promover una reflexión en profundidad. En definitiva, y siento terminar así, planteo más temores y preguntas que respuestas. Al fin y al cabo, como señaló Stigler, “La principal lección que extraigo de nuestra experiencia como predicadores es que somos bien recibidos en la medida en que predicamos lo que la sociedad desea oír” (1982, p. 25).

7. NOTAS

- (1). En cuanto a libros e informes, publicados recientemente destacan: Bank for International Settlement (BIS) (2001); Binswaanger (1999); Brenner (2003); Capie y Wood (eds.) (1997); Cechetti et.al. (2000); Constantinides et.al. (eds.) (2003); European Central Bank (2000); Garber (2000); International Monetary Fund (2000, 2003); Shiller (2000, 2003); Smith (2001). Los artículos publicados y *working papers* son muy numerosos; las referencias bibliográficas aparecen, prácticamente todas, en estos libros e informes; me limitaré a precisar en la Bibliografía los que cite en este trabajo.
- (2). En adelante HKP.
- (3). A la génesis y consecuencias de la burbuja japonesa se dedica mi libro: Torrero (2003).
- (4). Las ideas bursátiles de Keynes están ampliamente desarrolladas en Torrero (1998); su actualidad en Torrero (2001).
- (5). El lector interesado sobre las matizaciones derivadas de las experiencias liberalizadoras puede recurrir a los trabajos incluidos en Caprio, Honohan y Stiglitz (eds.) (2001).
- (6). Un tratamiento más extenso puede encontrarse en Torrero (1993).
- (7). Como especifican los autores, su contribución al libro comentado condensa un trabajo anterior (Borio y Lowe, 2002). La principal diferencia entre los dos reside en un mayor detalle gráfico del *paper*, pero las cuestiones que afectan a este trabajo están reproducidas literalmente. Me remito, pues, a HKP.
- (8). La cita corresponde al trabajo de los autores citados (2000, p. 27).
- (9). El lector interesado en la obra de Minsky puede consultar Minsky (1986).
- (10). Existe una vasta literatura sobre este episodio. He tratado el tema en Torrero (2001, capítulo 4). El lector interesado no puede prescindir de las aportaciones de Friedman y Schwartz (1963); Kindleberger (1973); Temin (1989) y Bernanke (2000).
- (11). Algunos autores, Schwartz (1981), achacan la actitud restrictiva de la FED, en contraste con la comprensiva del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, a la muerte en Octubre de 1928 del carismático e influyente gobernador Strong. Ver, en este sentido, la biografía de éste (Chandler, 1958).
- (12). Sobre este episodio de crisis bursátil puede consultarse Torrero 1988.
- (13). El tipo de descuento se mantuvo en el 2'5% hasta Mayo de 1989 y se elevó hasta el 4% al final de ese año.
- (14). La calificación de irracional fue adelantada dos días antes por Shiller en presencia de Greenspan (Shiller, 2000, p. 14).
- (15). En la contribución de Cechetti, Genberg y Wadhvani incluida en HKP los autores recogen un resumen de Cechetti et.al. (2000), además de actualizar la argumentación.
- (16). Sobre las frecuencias de las burbujas mobiliarias e inmobiliarias y su interrelación puede consultarse el trabajo del Fondo Monetario Internacional (2003, pp. 61-74).
- (17). Para mas detalles sobre el caso japonés puede consultarse Torrero (2003, pp. 130-153).
- (18). Este planteamiento es definido en Bernanke y Mishkin (1997, p. 97): "Esta política se caracteriza, como el nombre indica, por el anuncio de un objetivo de inflación situándolo en una horquilla en uno o mas plazos, y por un reconocimiento explícito de que una inflación baja y estable es el objetivo fundamental de la política monetaria".
- (19). Se refiere a la aportación de F.H. Knight en *Risk, Uncertainty and Profit* (1921). Knight distingue entre riesgo, cuando existe una distribución de probabilidad, e incertidumbre, cuando no existe.

- (20). Ha sido publicado con anterioridad a la aparición del libro. Mishkin y White (2002).
- (21). En la nota 7 se recoge la relación de este trabajo con otro anterior de los mismo autores. Otro estudio de estos dos autores, junto con Furfine (2001) está relacionado con el que comento y centra su atención en un tema capital: la diferente estimación del riesgo por los agentes en las distintas fases del ciclo y la respuesta de los reguladores. No puedo entrar aquí en esta interesantísima cuestión, pero me parece oportuno llamar la atención hacia las aportaciones de estos autores por su novedad y rigor en el análisis del ciclo financiero.
- (22). El método de inversión de Buffet se fundamenta en una cuidadosa búsqueda de activos infravalorados en los mercados respecto a los fundamentales, en la línea de su maestro Benjamín Graham. El lector interesado puede consultar la biografía de Lowenstein (1995).

8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F. y D. GALE (1999): "Diversity of Opinion and Financing of New Technologies". *Journal of Financial Intermediation*. n.º 8, pp. 68 –89.
- ALLEN, F. y G. GORTON (1993): "Churning Bubbles". *Review of Economic Studies*. N.º 60, pp. 813-836.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2001): *Annual Report*.
- BERNANKE, B.S. (2000): *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press. USA.
- BERNANKE, B.S. (2003): "Monetary Policy and the Stock Market: Some Empirical Results". *The Federal Reserve Board*. Discurso pronunciado en la Widener University el 2 de Octubre y en la London School of Economics el 9 de Octubre. Documento obtenido por Internet.
- BERNANKE, B.S. (2004): "The Great Moderation". *The Federal Reserve Board*. Discurso pronunciado en la Easter Economic Association. Washington el 20 de Febrero. Documento obtenido por Internet.
- BERNANKE, B. y M. GERTLER (2000): "Monetary Policy and Asset Price Volatility". *NBER*. w.p. n.º 7559, February.
- BERNANKE, B.S. y M. GERTLER (2001): "Should Central Banks Respond to Movement in Asset Prices?". *American Economic Review*. May 2001, Vol. 91 (3), pp. 253-257.
- BERNANKE, B. y F. MISHKIN (1997): "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy". *Journal of Economic Perspectives*. Spring: 11(2), pp. 97-116.
- BINSWANGER, M. (1999): *Stock Market, Speculative Bubbles and Economic Growth. New Dimensions in the Co-evolution of Real and Financial Markets*. Edward Elgar. Great Britain.
- BORDO, M.D.; M.J. DUCKER, y D. WHEELLOCK (2000): "Aggregate Price Stocks and Financial Instability: An Historical Analysis". *NBER*. w.p., n.º 7652, April.
- BORDO, M.D. y O. JEANNE (2002): "Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Benign Neglect' Make Sense". *Internacional Monetary Fund*. w.p. n.º 02/225, December.
- BORIO, C.; C. FURFINE, y P. LOWE (2001): "Procyclicality of the financial system and finance stability: issues and policy options". *BIS Papers* n.º 1.
- BORIO, C. y P. LOWE (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus". *BIS*. w.p. n.º 114. July.
- BRADY, N.F. (presidente) (1988): *Report of the presidential task force on market mechanisms*. U.S. Government Printing Office. Washington.
- BRENNER, R. (2002): *La expansión económica y la burbuja bursátil. Estados Unidos y la economía mundial*. Publicado originalmente en inglés por Verso. Versión española Ed. Akal. Madrid 2003.
- CAPIE, F. y G.E. WOOD (eds.) (1997): *Asset Prices and the Real Economy*. MacMillan Press LTD. Great Britain.
- CAPRIO, G.; P. HONOHAN, y J.E. STIGLITZ (eds.) (2001): *Financial Liberalization. How Far, How Fast?*. Cambridge University Press. United Kingdom.
- CECHETTI, S.G.; H. GENBURG; J. LIPSKY, y S. WADHWANI (2000) : *Asset Prices and Central Bank Policy*. Geneva Reports on the World Economy. International Center for Monetary and Banking Studies and Center for Economic Policy Research. London.

- CHANCELLOR, E. (1999): *Devil take the hindmost. A History of Financial Speculation*. MacMillan. USA.
- CHANDLER, L.V. (1958): *Benjamín Strong. Central Banker*. The Brookings Institution. Washington.
- COGLEY, T. (1999): "Should the Fed take deliberate Steps to Deflate Asset Prices Bubbles?". *Economic Review*. Federal Reserve Bank of San Francisco, nº 1, pp. 42-52.
- CONSTANTINIDES, G.M.; M. HARRIS, y R.M. STULZ (2003): *Handbook of the Economics of Finance Volume 1B Financial Markets and Asset Pricing*. Elsevier. Netherlands.
- ECONOMIST (THE) (2002): "Greenspan's bubble bath". September 7th, p. 14.
- ECONOMIST (THE) (2004): "The trouble with bubbles". January 10th, p. 11.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2000): *Asset Prices and Banking Stability*. April. Versión en español en Perspectivas del Sistema Financiero, nº 69, 2000, pp. 107-126.
- FRIEDMAN, M. y R. (1980): *Libertad de Elegir*. Primera edición en inglés, *Free to Choose*. En español Ed. Orbis. Barcelona, 1983, de donde se toman las referencias.
- FRIEDMAN, M., y A.J. SCHWARTZ (1963): *A monetary history of the United States 1867-1960*. Princeton University Press.
- GARBER, P.M. (2000): *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias*. The MIT Press.
- GILCHRIST, S. y J.V. LEAHY (2002): "Monetary Policy and Asset Prices". *Journal of Monetary Economics*, nº 49, pp. 75-97.
- GREENSPAN, A. (2000): "Retos globales y estabilidad financiera". *Cinco Días*. Lunes 31-7, p. 13.
- GREENSPAN, A. (2004): "Risk and Uncertainty in Monetary Policy". *The Federal Reserve Board*. Discurso pronunciado el 3 de Enero en la American Economic Association en San Diego. Documento obtenido por Internet.
- HUNTER, W.C.; G.G. KAUFMAN, y M. POMERLEANO (eds.) (2003): *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary Regulatory and International Policies*. The MIT Press. USA.
- INTERNACIONAL MONETARY FOUND (2000): *World Economic Outlook*. May, Chapter III. Washington.
- INTERNACIONAL MONETARY FOUND (2003): *World Economic Outlook*. April, Chapter II. Washington.
- KEYNES, J.M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*. The Collected Writings. Vol. IV. Cambridge University Press. Hay traducción al español. Fondo de Cultura Económica. México 1992.
- KEYNES, J.M. (1936): *The General Theory*. The Collected Writings. Vol VII. Cambridge University Press 1973. Hay versiones en español: Fondo de Cultura Económica. México 1943. Edic. Aosta. Madrid 1998.
- KEYNES, J.M. (1937): "The General Theory of Employment". *The Quarterly Journal of Economics*. February. The Collected Writings. Vol. XIV. Cambridge University Press, 1973.
- KINDLEBERGER, C.P. (1973): *La crisis económica 1929-1939*. Ed. Critica. Barcelona. La primera edición en inglés data de 1973: *The world in depresión*. La edición ampliada y revisada es de 1985.

- KINDLEBERGER, C.P. (1987): "Bubbles" en J. EATWELL; M. MILGATE, y P. NEWMAN: *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*. The MacMillan Press Limited. Vol. 1. Hong-Kong.
- KINDLEBERGER, C.P. (1995) : "Asset Inflation and Monetary Policy". *Banca Nazionale del Lavoro. Quarterly Review*. March, pp. 17-37.
- KNIGHT, F.H. (1921) : *Risk, Uncertainty and Profit*. Publicado originalmente por Houghton Mifflin Company. The University of Chicago Press, 1971.
- KOSE, M.A.; E.S. PRASAD, y M.E. TERRONES (2003): "Financial Integration and Macroeconomic Volatility". *IMF Staff Papers*. Vol. 50, Special Issue, pp. 119-142.
- LOWENSTEIN, R. (1995): *BUFFET. The Making of an American Capitalist*. Primera edición Randon House Main Street Books. USA, 1996.
- LOWENSTEIN, R. (2000): *When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House Trade. Paperbacks. New York.
- MAYER, M. (2001): *The FED. The Inside Story of How the World's Most Powerful Financial Instalation Drives the Markets*. The Free Press. USA.
- McKINNON, R.I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*. The Brookings Institution, Washington.
- MELTZER, A.H. (2003): *A History of the Federal Reserve*. Vol. I: 1913-1951. The University of Chicago Press.
- MINSKY, H.P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University.
- MILLER, M.; P. WELLER, y L. ZHANG (2002): "Moral hazard and the Stock Market: Analysing the 'Greenspan Put'". *The Economic Journal*, n° 12. March, pp. 171-186.
- MISHKIN, F.S. y E.N. WHITE (2002): "U.S. Stock Market Crashes and their Afterwath: Implications for Monetary Policy". *NBER*, w.p. n° 8992, June.
- NAGASHIMA, A. (1997): "Role of the Central Bank During Problems of Bank Soundness: Japan's Experience", en C. ENOCH y J.H. GREEN (eds.): *Banking Soundness and Monetary Policy*. International Monetary Fund. Washington.
- NEELY, C.J. (2004): "The Federal Reserve Responds to Crises: September 11th was not the First". *Review*. Federal Reserve Bank of St. Louis. March 86 (2), pp. 27-42.
- OECD (ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT) (2000): *Economic Surveys*. May.
- ROACH, S. (2002): "Global: Still Blowing Bubbles". *Weekly International Briefing*. July 22, pp. 1-2.
- SCHWARTZ, A.J. (1981): "Understanding 1929-1939", en K. BRUNNER (ed.): *The great depression revisited*, Martins Nijhoff. Reproducido en *Money in historical perspective*. The University of Chicago Press 1987, de donde se toman las referencias.
- SHAW, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press, Londres.
- SHILLER, R.J. (1993): *Macro markets. Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*. Oxford University Press. Great Britain.
- SHILLER, R.J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press. Versión española Ed. Turner, 2003.
- SHILLER, R.J. (2003): *The New Financial Order. Risk in the 21st Century*. Princeton University Press.

- SMITH, B.M. (2001): *Toward Rational Exuberance. The Evolution of the Modern Stock Market*. Farrar, Straus and Giroud. USA.
- STIGLER, G.J. (1982): *El economista como predicador y otros ensayos*. The University of Chicago Press. En español ed. Orbis, Barcelona, 1985, de donde se toman las referencias.
- STOCK, J.H. y M.V. WATSON (2003): "Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices". *Journal of Economic Literature*. Vol. XLI. September, pp. 788-829.
- TEMIN, P. (1989): *Lecciones de la Gran Depresión*. Alianza Editorial. Madrid 1995. La primera edición en inglés: *Lessons from the Great Depression*.
- TORRERO, A. (1988): "La baja de la bolsa americana de Octubre de 1987, según el *Informe Brady*". *Economistas*, nº 32, Junio-Julio, incluido en *Estudios sobre el Sistema Financiero*. Espasa Calpe. Madrid, 1989.
- TORRERO, A. (1993): *La crisis del sistema bancario. Lecciones de la experiencia de Estados Unidos*. Civitas. Madrid.
- TORRERO, A. (1998): *La obra de John Maynard Keynes y su visión del mundo financiero*. Civitas. Madrid.
- TORRERO, A. (2001): *Internacionalización de las Bolsas y de las Finanzas*. Pirámide. Madrid.
- TORRERO, A. (2002): "La Economía Mundial en el Siglo XXI. La era de las finanzas", en E. MARTINEZ CHACÓN (dir) y J.M^a. GARCIA ALONSO (coord.): *Economía Mundial*. Ariel Economía. Barcelona.
- TORRERO, A. (2003): *La Burbuja Especulativa y la Crisis Económica de Japón*. Tempora, Madrid.
- TURNER, A. (2001): *Just Capital. The Liberal Economy*. Publicado originalmente por MacMillan. Pan Books 2002. Great Britain.
- WOODWARD, B. (2000): *Greenspan. Alan Greenspan, Wall Street y la economía mundial*. Ed. Península, Barcelona, 2001. Publicado inicialmente en inglés: *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. Simon and Schuster. USA.