

ANTONIO TORRERO MAÑAS

CRISIS FINANCIERAS
Enseñanzas de cinco episodios

Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, S. A.
Madrid 2006 Barcelona

ÍNDICE

	Pág.
AGRADECIMIENTOS	11
PRESENTACIÓN	13
ABREVIATURAS	15
1. INTRODUCCIÓN	17
2. LA GRAN DEPRESIÓN (1929-1933)	23
1. EL ALZA BURSÁTIL DE LA DÉCADA DE LOS VEINTE Y EL NIVEL ALCANZADO POR LAS COTIZACIONES.....	24
2. ¿ORGÍA ESPECULATIVA O POLÍTICA DESAFORTUNADA?.....	27
3. ACTUACIÓN DE LA RESERVA FEDERAL EN RELACIÓN AL MERCADO BURSÁTIL.....	30
4. LA CAÍDA DE LA BOLSA Y LA GRAN DEPRESIÓN.....	32
5. CONSECUENCIAS DE LA CAÍDA DE LA BOLSA Y DE LA GRAN DEPRESIÓN SOBRE LA VALORACIÓN PÚBLICA DE LAS FINANZAS.....	35
6. ENSEÑANZAS PARA EL FUTURO.....	36
3. EL CRAC BURSÁTIL DE 1987	39
1. EL ALZA DE LAS COTIZACIONES EN LA DÉCADA DE LOS OCHENTA.....	39
2. LA ACTUACIÓN DE LA RESERVA FEDERAL.....	41
3. ENSEÑANZAS Y VALORACIÓN.....	42
4. EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA JAPONESA	47
1. MAGNITUD DE LA BURBUJA.....	47
2. ORIGEN DE LA BURBUJA.....	49
3. CARACTERÍSTICAS ESENCIALES DEL CASO JAPONÉS.....	50

	Pág.
4. OBSERVACIÓN FINAL Y LECCIONES PARA EL FUTURO	56
5. LA CRISIS DEL LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT (LTCM) (1998)	59
1. LAS ACTIVIDADES DEL LTCM	61
2. LAS OPERACIONES CON DERIVADOS	66
3. LA MEDICIÓN DEL RIESGO	67
4. LA CRISIS DEL LTCM	71
5. EL PROBLEMA PLANTEADO POR EL LTCM	72
6. EL SALVAMENTO DEL LTCM	75
7. REFLEXIÓN FINAL. ENSEÑANZAS	78
6. LA BURBUJA TECNOLÓGICA DE LA SEGUNDA MITAD DE LOS NOVENTA	83
1. LA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES TECNOLÓGICAS	84
2. LA ACTUACIÓN DE LA RESERVA FEDERAL	86
3. CONSECUENCIAS DE LA BURBUJA TECNOLÓGICA	88
4. ENSEÑANZAS	90
7. IDEAS FUNDAMENTALES QUE SE HAN DERIVADO DE LOS CINCO EPISODIOS	93
1. CRISIS EXTENSAS DE LARGA DURACIÓN	93
2. CRISIS PARCIALES DE CORTA DURACIÓN	96
3. NOTA FINAL	97
BIBLIOGRAFÍA	101
ÍNDICE DE AUTORES	111
ÍNDICE DE MATERIAS	115

PRESENTACIÓN

La idea fuerza que inspira este libro es que la manera de afrontar las situaciones de inestabilidad financiera se fundamenta en las experiencias anteriores. Se analizan aquí cinco episodios de crisis, que han tenido lugar en el pasado siglo y en el actual, con alcance básicamente nacional aunque los efectos se hayan extendido a otros países.

El primer episodio es la Gran Depresión. No podía ser otro. Lo acontecido en los años 1929-1933 fue un fenómeno de gran complejidad y trascendencia social y económica que ha estado gravitando sobre todas las situaciones posteriores de inestabilidad financiera, temiéndose que pudieran degenerar en una hecatombe similar. La Gran Depresión tiene tal interés analítico que BERNANKE (2000), el actual presidente de la Reserva Federal, y uno de los estudiosos más destacados de esta época, ha señalado que comprender lo sucedido entonces es el Santo Grial de la macroeconomía.

Todas las crisis financieras posteriores, sobre todo en los Estados Unidos, han tenido como referencia fundamental a la Gran Depresión; especial atención han recibido los errores cometidos en la conducción de la economía a partir de que el desplome de la Bolsa en 1929 degenerara en un desastre tan extraordinario. Los episodios posteriores de crisis sirvieron para acumular experiencia sobre cómo abordarlas, acotar su alcance y articular medidas que pusieran remedio a las debilidades y carencias que habían dado lugar a la crisis.

No es posible comprender la actuación de las autoridades ante perturbaciones financieras importantes sin los conocimientos destilados por la Gran Depresión. La forma de afrontar la fortísima caída de la Bolsa en 1987; las decisiones adoptadas con ocasión de los problemas del *hedge-fund: Long-Term Capital Management*, o la política monetaria seguida para suavizar los efectos de la burbuja tecnológica que estalló con estrépito en 2001 se fundamentan en la gestión de las crisis anteriores.

También las dificultades originadas por la burbuja japonesa fue seguida con especial atención por las autoridades norteamericanas,

aunque los nipones no concedieron idéntico interés a las crisis precedentes de los Estados Unidos para afrontar su propia crisis, por motivos que intentaré explicar.

El objetivo de este libro es, pues, exponer cómo se ha producido la acumulación del conocimiento sobre las crisis financieras a partir del análisis de cinco eventos significativos. No es, empero, un horizonte cerrado. La complejidad y la capacidad de mutación de las finanzas darán lugar a situaciones nuevas en las cuales la experiencia del pasado puede servirnos para inspirar la reflexión y el análisis de cada caso concreto, pero no como un libro de recetas listo para aplicar en cualquier circunstancia.

Este libro forma parte de un trabajo más amplio en curso, dedicado al análisis de la profunda transformación de los mercados financieros que se ha producido en los últimos veinticinco años. He publicado, como adelanto, dos documentos de trabajo: «Burbujas e inestabilidad. El estado de la cuestión», *Servilab*, núm. 3, 2004, y «La relevancia creciente de las Bolsas en el mundo», *Servilab*, núm. 1, 2005.

Los cinco episodios que se analizan han sido objeto de una literatura amplísima. Mi intención ha sido hacer una síntesis de los aspectos a mi juicio más relevantes que sea asequible para el lector no especializado en finanzas. Ése es el motivo de recoger en las notas aclaraciones sobre la significación de las siglas, el contenido de los términos técnicos o la función de las instituciones.

Las alusiones al mercado financiero norteamericano y a la terminología en inglés de las operaciones son constantes. Tres razones lo explican: 1) de los cinco episodios, cuatro tienen a los Estados Unidos como principal protagonista; 2) la literatura más amplia y rigurosa sobre las crisis es la realizada en los Estados Unidos, y 3) la cultura financiera se genera, básicamente, en el mundo anglosajón, desde donde se difunden los conocimientos. Aunque la mayor parte de los términos en inglés se hayan incorporado al lenguaje usual de las finanzas, en las notas se aclara su significación.

Miraflores de la Sierra. Febrero de 2006.

1 INTRODUCCIÓN

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 de la política económica en relación a los mismos. Parece oportuno hacer una breve referencia a estos cinco episodios, ya que es lógico esperar que las autoridades, ante posibles situaciones problemáticas futuras, tengan en cuenta la experiencia de otros casos, las medidas adoptadas entonces y el desenlace de los episodios conocidos.

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 extensa literatura que puedan ayudar a situar las dudas y vacilaciones que se plantean en la actualidad con alguna perspectiva histórica.

Antes de abordar los episodios seleccionados, una breve introducción contribuirá a precisar los contornos del fenómeno de las crisis financieras.

En un informe del Banco Mundial (2001, pp. 80-81) se recogen los cracs financieros más importantes de la historia agrupados en cinco apartados: Materias Primas, Empresas, Inmuebles, Bancos y Mercados Financieros. El presente trabajo se centrará en algunas crisis importantes de los mercados financieros, con referencias ocasionales a las de los sectores inmobiliario y bancario.

La primera crisis financiera, que marcó una huella profunda y quedó como referencia de las razones y consecuencias de los desórdenes especulativos, fue la *burbuja de los tulipanes de Holanda* en 1640. En las dos primeras décadas del siglo XVIII tuvieron lugar procesos especula-

tivos en Holanda y Alemania como parte del primer *boom* especulativo de los mercados de acciones que afectó a Europa; los acontecimientos más importantes fueron, sin duda, la burbuja de las Compañías de los Mares del Sur y del Mississippi, en Inglaterra y Francia, respectivamente, en 1720. En ambos casos el problema tuvo origen fiscal en la pretensión de convertir la deuda pública en renta variable con liquidez proporcionada por el mercado, ante el agobio de la carga financiera de gobiernos débiles, con dificultades para obtener nuevos recursos mediante impuestos (NEAL, 1990, p. 90; NEAL y WEIDENMIER, 2002, p. 8). Se trataba, además, de reducir la excesiva dependencia de los acreedores extranjeros (BASKIN y MIRANTI Jr., 1997, p. 105).

La resonancia de estos acontecimientos fue importante, tanto por la masiva participación de la clase acomodada como por la implicación de personas significativas. En la especulación de los Mares del Sur, en los primeros siete meses de 1720, la cotización de las acciones se multiplicó por 10. El rey de Inglaterra invirtió una fuerte suma (BEB CZUK, 2000, pp. 216-217). NEWTON perdió 20.000 libras por vender demasiado pronto y volvió a invertir cuando las acciones llegaron a su nivel máximo. Durante el resto de su vida, al parecer, se alteraba con la sola mención de la especulación del *South Sea*. Según manifestaba, estaba capacitado para calcular los movimientos de los cuerpos celestes pero no la locura de la multitud (CHANCELLOR, 1999, pp. 69 y 88). KEYNES precisa que NEWTON consiguió superar la crisis de la *South Sea Bubble* y que murió rico (1946, p. 371).

El escándalo y la inquietud que se produjo a partir de agosto de 1720 con el hundimiento de las cotizaciones fue de tal magnitud que el Parlamento británico aprobó la *Bubble Act*, que situaba fuera de la ley a las sociedades anónimas que no tuvieran la aprobación explícita del Parlamento. Esa ley fue revocada en 1825, y en 1844 se aprobó otra que permitía las sociedades por acciones mediante la inscripción en un registro a tal efecto (RAINES y LEATHERS, 2000, p. 15).

Cuando estalló la burbuja, las acciones de la *South Sea Company* se desplomaron un 87 %, lo cual supuso una fuerte convulsión social y un cambio profundo en la apreciación de las finanzas. Las sociedades anónimas y los excesos en su negociación se estimaron no sólo perniciosas, sino que se consideraron la raíz de los problemas del país. En consecuencia, el clima de opinión y la ley «reflejaron hostilidad hacia el mercado bursátil y la sociedad anónima, intentando limitar ambos» (HARRIS, 1994, p. 611).

Según PATTERSON y REIFEN (1990, pp. 163), la *Bubble Act* no se promulgó como consecuencia de los escándalos de la burbuja. Dado que la ley se aprobó el 11 de junio y la burbuja estalló en septiembre de ese año, la causalidad fue la inversa y la aprobación de la ley pudo contribuir al colapso de las cotizaciones. Los autores citados consideran que la ley no se aprobó para cortar los excesos especulativos, sino para que el Parlamento retomara la capacidad de imponer impuestos a las sociedades (*ibid.*, p. 171).

La *South Sea Bubble* justificó, en cualquier caso, el mantenimiento de una actitud represiva hacia la cotización pública de las acciones que duró más de un siglo. Los efectos del escándalo son perceptibles en la obra de Adam SMITH. En efecto, SMITH denunció los problemas que planteaba la separación de propiedad y gerencia (problemas de agencia en la terminología actual), mostrándose poco favorable a la sociedad anónima como fórmula de organización mercantil, al reducir el incentivo de los propietarios para vigilar y controlar la utilización de sus recursos (1776, pp. 228-229). El desinterés de los accionistas por la empresa hace posible la gestión en provecho propio de los directivos. Refiriéndose concretamente a la *South Sea Company* argumenta:

«Era, pues, de esperar que la insensatez, la negligencia y la prodigalidad imperasen en el gobierno de todos sus negocios. La deshonestidad y la extravagancia en los proyectos y en el manejo de la cotización de las acciones son suficientemente conocidas y entrar en ellos nos apartaría del nuevo objetivo actual» (*ibid.*, p. 232).

La desconfianza hacia las sociedades anónimas y los efectos de la cotización pública de sus acciones afectó a todos los países, pero de forma desigual. En el caso del Reino Unido, la prohibición de creación de nuevas empresas sin autorización parlamentaria no significó la desaparición del mercado de acciones, puesto que continuaron negociándose empresas importantes con tradición bursátil anterior, como la *British East India Company* y la *Hudson's Bay Company*. La reacción en Francia fue mucho más severa y afectó a la reputación de las finanzas en general y de la innovación financiera en particular, propiciando la intervención estatal en el proceso de captación y asignación del ahorro; la expansión del código napoleónico extendió la desconfianza por todo el continente europeo (MORCK y STEIER, 2004, pp. 7 y 18).

Las burbujas y cracs tienen fundamentos específicos en cada situación. Coexisten con la variedad, elementos comunes enraizados en las

reacciones, emociones, tendencia a la imitación, avaricia y temor. Estas características, junto a la evaluación optimista de las expectativas, provocan sobrevaloraciones, cuya persistencia en el tiempo actúa como acelerador, legitimando y dotando de normalidad a lo que es una situación excepcional. En esa línea se ha argumentado que las principales crisis financieras responden a una dinámica similar, aunque el objeto de la especulación e incluso los medios técnicos difieran (SORNETTE, 2003, pp. 25 y 272). KRUGMAN (1995, p. 35) ha sintetizado esta dinámica:

«Todo el mundo está familiarizado con la forma en que se desarrolla una burbuja especulativa en un mercado financiero. Los inversores, por alguna razón, llegan a adoptar un punto de vista más favorable sobre las expectativas de un activo determinado: marcos alemanes, acciones japonesas, títulos de la *South Sea Company*, futuros de los tulipanes. Esto conduce a un aumento del precio del activo. Si los inversores interpretan entonces esta ganancia como una tendencia, en lugar de como un acontecimiento puntual, crece su avidez por comprar ese activo, conduciendo a un nuevo aumento y así sucesivamente. En principio, se supone que los inversores perspicaces evitarán estas rupturas especulativas, vendiendo los activos que se han sobrevalorado de precio o comprándolos cuando hayan pasado a ser obviamente baratos. Sin embargo, en ocasiones, los mercados pierden de vista el largo plazo, especialmente cuando éste es complejo y oscuro».

La cuestión crucial reside en una valoración muy optimista de las posibilidades de rendimiento a largo plazo de las empresas, de los datos fundamentales, que se refleja en los excesos de las cotizaciones. BARSKY y DE LONG (1990, p. 269) señalan que los inversores tienen escaso conocimiento de los factores relevantes, en particular del crecimiento de los dividendos a largo plazo, lo cual, junto a los cambios en las expectativas del ritmo de crecimiento promedio de los dividendos, son variables explicativas que están detrás de los mayores movimientos de las cotizaciones en el siglo XX.

Estos fenómenos financieros se contemplan, no obstante, con lentes diferentes en función de la visión del analista. Es cierto que en el juicio incorporado al conocimiento económico más común destacan las características de irracionalidad y potencial desequilibrio de los excesos especulativos; existe, sin embargo, una interpretación más favorable que despoja a las crisis de las aristas irracionales. La revisión de la especulación sobre los tulipanes en Holanda realizada por GARBBER (1989) rechaza que la locura colectiva fuera la característica esencial, al

menos para el período 1634-1637. Había razones como la escasez, la rareza o la capacidad de exportación de algunas especies que respaldaban las altas valoraciones (p. 557). En cuanto a crisis como la del *Mississippi* y la del *South Sea*, el autor citado (1990) califica los episodios como experimentos desarrollados a una escala y con un grado de control sobre los cuales los gestores no tenían suficiente destreza. Los inversores se arriesgaban evaluando las posibilidades potenciales de éxito de los proyectos: «Es curioso que los economistas hayan aceptado el fracaso de los experimentos como prueba de la locura e irracionalidad de los inversores» (p. 53). Apunta este autor la existencia de una posible razón en la insistencia en calificar estos episodios como muestra de falta de cordura e irracionalidad:

«¿Por qué razón se invoca la *tulipmania*? El argumento siempre es que su existencia prueba la locura del mercado. Una perturbación extraña en un mercado moderno puede ser atribuida a la falta de cordura en el comportamiento, de modo que es preciso regular severamente a los mercados. De esta manera, esos sucesos apoyan a las propuestas de los que desean controlar los flujos de capital» (2000, p. 12).

Otros analistas no son tan benévolo y asocian a las crisis especulativas con desórdenes y desequilibrios que podrían evitarse si se tuvieran en cuenta las enseñanzas derivadas de las especulaciones históricas. Sin embargo, como destaca SYKES (2004) en su trabajo sobre los tulipanes, la repetición de situaciones se explica por el convencimiento de los inversores de que en esta ocasión las cosas serán diferentes:

«Si todos nosotros hubiéramos aprendido adecuadamente lo que sucedió con el *boom* de los tulipanes, creo que hubiera habido menos burbujas y también menos estallidos desastrosos. Sin embargo, cada generación ha creído que el caso de los tulipanes es irrelevante, y no lo es. Necesitamos extraer las lecciones susceptibles de obtener de los *booms*, de los derivados y del endeudamiento» (p. 202).

A continuación se revisan cinco episodios de inestabilidad financiera cuya génesis y resolución han contribuido significativamente a conformar nuestra visión de las crisis. El espacio destinado a la Gran Depresión se debe tanto a la trascendencia del fenómeno como a las discusiones y polémicas que ha suscitado, de extraordinaria importancia doctrinal y de plena actualidad.