

MANUEL SANCHIS

EL FRACASO DE LAS ÉLITES

Lecciones y escarmientos de la Gran Crisis

PASADO & PRESENTE

PASADO & PRESENTE
BARCELONA

ÍNDICE

<i>Prefacio y agradecimientos</i>	9
---	---

PRIMERA PARTE

LOS PRIMEROS PASOS: MARCO HISTÓRICO Y BASES ANALÍTICAS DE LA UNIÓN MONETARIA

I. LA CONSTRUCCIÓN MONETARIA EUROPEA A VISTA	
DE PÁJARO	19
La acuñación de moneda: primer paso de una unión monetaria.....	19
Uniones monetarias entre estados-nación.....	23
El patrón oro como vínculo de las uniones monetarias	26
Lecciones de las uniones monetarias bajo el patrón oro ...	28
Bilateralismo triunfante y convertibilidad de las monedas europeas	31
Los primeros planes de cooperación monetaria europea..	34
II. BASES ANALÍTICAS DE LAS UNIONES MONETARIAS	43
Racionalidad económica de las zonas monetarias	43
Criterios que definen una zona monetaria óptima (ZMO)	45
Debate sobre la teoría de las ZMO.....	53
Las zonas monetarias realizables	56
Acuerdos de directorio monetario	60
III. POR QUÉ LOS EUROPEOS NECESITAMOS DISFRUTAR DE UNA MONEDA COMÚN	65
Qué entendemos por integración monetaria	65
La moneda europea común: cómo construirla.....	68
Ventajas de compartir una moneda europea común.....	72

Desventajas de compartir una moneda europea común ...	78
Por qué las regiones de un país no crean monedas regionales cuando sufren <i>shocks</i> asimétricos.....	80
IV. LA VERTIENTE FISCAL EN UNA UNIÓN MONETARIA	87
El papel de la política fiscal con una moneda común	87
Racionalidad económica de las normas fiscales en las uniones monetarias	92
Las bases del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)...	94
¿Mide el déficit público el esfuerzo fiscal de un gobierno?...	99
La propuesta inicial del PEC (1997) y su revisión posterior (2005)	102

SEGUNDA PARTE

LAS CRISIS: ANOMALÍAS DEL SISTEMA
MONETARIO EUROPEO Y DEL EURO
AL DESCUBIERTO

V. PARTICIPACIÓN DE ESPAÑA EN LA INTEGRACIÓN MONETARIA EUROPEA Y LA CRISIS DEL SME (1986-1993)	111
Preparando la entrada de la peseta en el SME.....	111
Dificultades de control monetario antes de la entrada en el SME.....	116
El regalo de la presidencia española.....	122
Límites de la política monetaria en el SME: la trilogía imposible	127
La peseta en las turbulentas aguas del SME: incubando las devaluaciones de 1992-1993.....	130
VI. LA GRAN RECESIÓN: ALGUNAS LECCIONES EXTRAÍDAS.....	135
La crisis financiera de 2007: responsabilidades muy compartidas	135
Algunos paradigmas del saber económico convencional en entredicho	144
Azar moral, riesgo sistémico y azar moral académico	150
La respuesta de la UE a la crisis financiera	155
De la crisis financiera a la crisis política del euro	158
VII. LA CRISIS LLEGA A ESPAÑA: UNA ECONOMÍA DE VUELO SIN MOTOR (2007-2011).....	163

Se confirmó la recesión económica que se pronosticó para 2008	163
Negacionismo económico del gobierno Zapatero y pérdida de credibilidad.....	171
La economía de vuelo sin motor.....	173
La urgencia del cambio en el patrón de crecimiento	177
¿Sería la deflación la puntilla de la recesión?	182
El cascabel al gato.....	188
VIII. EL PAPEL DE ALEMANIA: UN LIDERAZGO NO BUSCADO	195
Alemania nos da gato por liebre	195
Bajo el volcán.....	199
Una gran coalición para defender el euro	203
Alemania: el euro no es gratis.....	206
Un Berlín europeo que lidere la salida de la eurocrisis	210

TERCERA PARTE

REFUNDAR LA EUROPA POSNACIONAL:
EL EURO, MÁS QUE UNA MONEDA

IX. PROPUESTAS DE UNIÓN BANCARIA PARA LA EUROZONA	221
La unión monetaria exige integración financiera.....	221
Propuestas de unión bancaria para la eurozona	226
Cómo regular y supervisar los bancos de la eurozona: el Mecanismo Único de Supervisión.....	231
Cómo resolver las crisis bancarias de la eurozona: el Mecanismo Único de Resolución.....	234
Completar la unión bancaria: el Fondo Europeo de Garantía de Depósitos	239
X. EL FRACASO DE LAS ÉLITES BUROCRÁTICO-POLÍTICAS:	
¿QUÉ FUNCIONÓ MAL?	245
Élites políticas y financieras	245
Algunas reflexiones sobre el papel de los bancos	247
Refuerzo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 2011	252
Nuevas relaciones de poder: élites burocrático-políticas vs democracia.....	257
¿Qué constitución para Europa?	261

XI. ESTRATEGIAS DE SALIDA EN LA POSTCRISIS DEL EURO	267
Algunos problemas pendientes: el paro juvenil	267
Políticas expansivas para un euro débil	270
Estrategias de consolidación fiscal y de reestructuración de la deuda	276
La fragilidad actual en la eurozona	284
¿Qué Europa en 2030-2060?	286
XII. EL EURO: MÁS QUE UNA MONEDA	291
Europa vista desde España: del <i>contubernio</i> a la integración plena	291
Una moneda única muy poco común.....	294
La refundación de Europa.....	297
Hacia un genuino <i>consenso racional</i> para Europa.....	302
Consideraciones finales	305
ANEJOS	
Anejo I. Los mecanismos de estabilidad financiera de Europa	311
Anejo II. El MEDE, la solución permanente.....	313
<i>Referencias bibliográficas</i>	317
<i>Índice de nombres</i>	335

LA GRAN RECESIÓN: ALGUNAS LECCIONES EXTRAÍDAS

Entre las firmas que deberían de haber entendido mejor el riesgo se encontraba American International Group (AIG). Su hoy tristemente famosa unidad de productos financieros (AIGFP) vendió seguros a través de los seguros de impago de activos [*credit default swap*] sobre miles de millones de valores respaldados por activos [*asset-backed securities*], incluyendo tramos senior (con calificación de AAA) de valores respaldados por hipotecas antes descritos. Prometió a los compradores de los swaps que si los valores asegurados eran impagados, AIGFP los haría buenos. La unidad estaba pues apostando a que los impagos serían bastante más raros de lo que incluso anticipaba el mercado. En privado, los ejecutivos de AIGFP dijeron que los contratos eran como vender seguros sobre acontecimientos catastróficos que nunca ocurrirían: ¡recogieron dinero a cambio de nada! Como ampliamente recogieron los medios, AIG reconoció beneficios por valor de miles de millones de dólares durante este periodo, y el jefe de AIG, Joseph Casano, se embolsó unos 200 millones de dólares en compensación [Raghuram G. Rajan (2010): *Fault lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press, Princeton-Oxford, p. 135]

LA CRISIS FINANCIERA DE 2007: RESPONSABILIDADES MUY COMPARTIDAS

Nos encontramos con dos teorías distintas en relación con las raíces de las crisis financieras. La primera, basada en la teoría cuantitativa del dinero, atribuye las crisis al aumento de la inestabilidad de la oferta de

dinero que provoca una explosión del consumo. En este caso, las autoridades monetarias son incapaces de controlar la oferta de dinero. La trayectoria de la causación se dirige desde el sistema financiero hacia la economía real, y la solución reside en la expansión de la oferta monetaria. En la crisis de 2007, tanto la propia crisis como los desequilibrios globales se desarrollaron por el exceso de liquidez que creó la desregulación financiera y la política monetaria laxa de los EE.UU. (Petraakis, Kostis y Valsamis 2013, p. 236).

La segunda teoría atribuye las crisis a la inestabilidad de la inversión, como ocurrió en la crisis financiera de sobreendeudamiento que siguió a la burbuja «punto.com», con la consecuencia posterior del desendeudamiento. El tipo de crisis financiera de esta segunda teoría es como las de Minsky, quien «describió un sistema financiero que transforma la inversión en especulación, seguida por colapso. Los periodistas económicos han debatido largo y tendido si la crisis actual representa un «momento Minsky». Los economistas de la teoría dominante hicieron caso omiso e ignoraron por completo a Minsky» (Skidelsky 2009, p. 63). En esta segunda teoría, la dirección de la causación va desde la insuficiencia de la demanda agregada en la economía real al sistema financiero, y la solución reside en la expansión de la demanda agregada. Sin embargo, en la crisis de 2007 las autoridades públicas fueron incapaces de neutralizar la insuficiencia de la inversión privada con una expansión suficientemente grande de la inversión pública.

Los créditos hipotecarios estadounidenses de baja calidad (*subprime*), se desarrollaron muy rápidamente debido principalmente a la abundancia de crédito derivada del exceso de liquidez mundial, y a las condiciones laxas con las que las instituciones financieras los concedieron. En efecto, los países productores de petróleo y los emergentes acumularon durante el periodo 1996-2004 enormes superávits por cuenta corriente, dando lugar a lo que se denominó la «hipótesis del exceso global de ahorro» (Bernanke 2005). Según una reformulación posterior del propio Bernanke, el problema no consistió tanto en el elevado déficit por cuenta corriente norteamericano, como en la alta propensión a ahorrar por parte de la economía china (Bernanke 2007), aunque también de Japón y Alemania. Por otro lado, los bancos compraron activos financieros «empaquetados», complejos, opacos, y sobrevalorados. Dentro de ellos se encontraban las hipotecas *subprime*.

El desplome del mercado inmobiliario generó una espiral de impa-

gos de las hipotecas *subprime*, convirtió los «empaquetados» en «activos tóxicos» para sus tenedores que, junto con la aparición de riesgos en los productos «titulizados» y en el sector financiero, generó una crisis global de confianza. Las empresas, y también algunos bancos, sufrieron un fuerte apalancamiento financiero que contribuyó a la formación de burbujas especulativas en los mercados inmobiliarios, y al posterior desplome de los precios de los activos reales (viviendas) y financieros (acciones). La crisis financiera global no consistió, sin embargo, en un problema exclusivo de los mercados financieros sino que fue, más bien, un asunto más general relacionado con la mayor inestabilidad de los mercados de activos comparada con la de los mercados de bienes, pues dicha inestabilidad generó expectativas que no se cumplieron (EC 2009).

En el caso de los EE.UU., la creciente escasez de suelo y la mayor demanda por parte de la población y de la inmigración creó la falsa ilusión de subidas ininterrumpidas de los precios del mercado inmobiliario. En el caso europeo, las sólidas posiciones financieras de las empresas y las familias no hicieron temer una grave crisis de solvencia. En el verano de 2007, sin embargo, la falta de información que tenían entre sí los bancos sobre la calidad de sus activos (créditos) barrió por completo su reputación en materia de solvencia. Debido a esta desconfianza mutua, el mercado interbancario se secó y se dispararon las primas de riesgo. En septiembre de 2007, y asociado al rescate de Fannie Mae y Freddy Mac, la enfermedad que aquejaba a Europa cambió dramáticamente de naturaleza, y la crisis que, en un principio, se percibía como un problema de liquidez, se transformó poco a poco en una crisis de confianza. Sin embargo, el colapso sistémico aún se consideraba entonces muy improbable.

Un año después, el 15 de septiembre de 2008, el mundo se asomó al abismo cuando el secretario del Tesoro estadounidense, Henry Paulson, y la Reserva Federal dejaron quebrar al banco de inversión Lehman Brothers. Con ello perseguían, entre otros objetivos, demostrar lo equivocados que estaban quienes pensaban que el argumento «demasiado grande para quebrar» (*too big to fail*), que hasta ese momento se había aplicado a las instituciones financieras, seguía funcionando. Al dejar caer a Lehman, la Fed aplicó el principio de que cada palo aguante su vela, y sacrificó el riesgo sistémico a cambio de salvar el principio de no permitir que funcionas el azar moral en el sistema financiero.

Hasta la quiebra de Lehman, la recesión económica siguió las pautas tradicionales de las desaceleraciones del periodo de posguerra en los EE.UU. Como en periodos recientes (1986-1992) —y no solo en los EE.UU., sino también en el Reino Unido, España e Irlanda— se había estado incubando una recesión alimentada por la caída de la actividad en la construcción. El declive del mercado inmobiliario no fue, sin embargo, el único factor que estimuló la desaceleración. La quiebra de Lehman y los temores de que el gigante asegurador AIG, que al final fue rescatado, pudiese arrastrar con su caída a las principales instituciones financieras de EE.UU. y de la UE, convirtió en realidad la probabilidad de una crisis financiera sistémica. Una crisis que sí se anticipó y se vio venir, como nos confirma Stiglitz: «He llegado a tener puntos de vista cercanos a los de Simon Johnson, que fue economista jefe en el FMI. Cuando vimos venir esta crisis, ambos temíamos que se produjese una masiva redistribución de riqueza en la dirección equivocada, y la hubo. Temíamos que hubiese falta de transparencia, y la hubo. (El rescate de AIG se ha convertido en emblemático de ambas cosas)» (Stiglitz 2012, p. 40).

La de 2008-2009 fue la clásica crisis de pánico financiero que irrumpió en las bolsas. El valor bursátil de bancos y cajas se desplomó, aumentó la aversión al riesgo, se paralizó el flujo de capitales, y los inversores buscaron valores refugio, como el oro, donde protegerse. Tuvo lugar, sin embargo, en un marco institucional distinto al de crisis anteriores, pues no ocurrió «en un marco bancario sino en un marco más amplio de mercados financieros [...] El problema no eran solo las pérdidas [de las *subprime*]. Si pusiésemos juntas todas las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos y asumiésemos que no valen nada, las pérdidas totales del sistema financiero serían equivalentes a un mal día en la bolsa: no eran muy grandes. El problema fue que estaban distribuidas a través de diferentes valores y lugares y nadie supo realmente dónde se encontraban y quién iba a cargar con las pérdidas. Esto creó mucha incertidumbre en los mercados financieros» (Bernanke 2013, pp. 71-72).

Lo que había empezado como una crisis de liquidez y confianza, se estaba perfilando peligrosamente como una crisis sistémica. El sistema financiero mundial había perdido su pregnancia, y su posible colapso se presentaba como una amenaza cierta y real. La crisis empezó a retroalimentarse. Los bancos se vieron forzados a restringir el crédito, las expectativas de empresas y consumidores se deterioraron, y la acti-

vidad económica entró en caída libre. En consecuencia, los bancos vieron aumentar sus créditos fallidos y recortaron aún más el crédito. A partir de 2007, «los bancos perdieron la confianza unos con otros, lo que se reflejó en un aumento de los tipos que se cargaban entre ellos cuando se prestaban dinero» (Bernanke 2013, p. 75). El hecho de que los bancos dejaran de suministrarse liquidez entre ellos y a las empresas, puso de manifiesto los fallos del mercado en materia de regulación y de supervisión financiera. Los gobiernos y los bancos centrales suplieron ese vacío y tomaron decisiones arriesgadas y heterodoxas bajo la forma de nacionalizaciones, trasferencias de fondos de los contribuyentes, etc. Luego, la globalización extendió el virus de los activos tóxicos con rapidez, sobre todo en Europa, pero preservó de ella a algunos países emergentes y a Latinoamérica.

El exceso global de ahorro (1996-2004) y la innovación financiera en los mercados de hipotecas se encuentran entre las causas de la crisis financiera. A ellas habría que añadir los problemas de (agencia) agente principal en los mercados hipotecarios, y el papel de la información asimétrica en los procesos de calificación de riesgos. Más allá de estas razones, las causas mediatas de la crisis financiera y de la eurocrisis hay que buscarlas en la libertad irrestricta a la circulación de capitales *erga omnes*, y en la innovación y desregulación financiera internacional que tuvo lugar desde mediados de los 80. Esto último es cierto para los EE.UU. pero también, aunque en menor medida, para los países europeos. Se eliminaron mecanismos de control y se suavizaron las condiciones de supervisión financiera y bancaria, lo que dio lugar a incentivos perversos que los directivos de algunos bancos aprovecharon para hacer negocios sucios. Los mercados financieros, en lugar de gestionar el riesgo financiero como corresponde a su función principal, se dedicaron a crearlo para seguir generando negocio autoinducido. De modo que lo que los expertos habían llamado innovaciones financieras pasaron a ser, en algunos casos, puro bandolerismo financiero (Sanchis 2011b).

A partir de septiembre de 2008, comenzó la mayor recesión de la posguerra. Miles de inversores quedaron desprotegidos y vieron esfumarse sus ahorros porque algunos de los economistas y expertos financieros —con una fe ciega en la autorregulación de los mercados financieros—, defendieron durante decenios que toda innovación financiera siempre era beneficiosa, aunque no estuviese reglada. El propio presidente de la Fed ha reconocido que «la Reserva Federal no hizo

un buen trabajo como tendría que haber hecho para proteger a los consumidores en el frente de las hipotecas» (Bernanke 2013, p. 121). El Banco Central Europeo, por su parte, empezó desde finales de 2008 a refinanciar con créditos a los bancos de forma creciente. Ello permitió que el eurosistema generase una transferencia real de recursos, bajo la forma de créditos subsidiados, desde los países acreedores a los países deudores. La estabilidad de estas transferencias ni estaba, ni está garantizada en absoluto, debido a que podrían comprometer el eurosistema y desembocar en episodios inflacionistas.

No hay unanimidad entre los economistas a la hora de extraer las conclusiones que se derivan de la crisis financiera global y de su transmisión ulterior a la zona euro, aunque lo cierto es que «los economistas necesitan construir mejores instrumentos analíticos para entender las interacciones, entre el sector real y el sistema financiero, entre mercados e instituciones, y entre política monetaria e instrumentos macroprudenciales [pues] la crisis nos ha enseñado que la estabilidad de precios sola no conlleva la estabilidad financiera» (Ortiz 2012, pp. 17 y 19). Existen al menos tres posiciones distintas sobre lo que, en mi opinión, ha podido fallar. Por un lado, se encuentran los ultraliberales como Alan Greenspan, para quienes las crisis financieras están en la naturaleza humana. Debido a ello, y a que la memoria de los mercados financieros dura diez años, opinan que será inevitable que una nueva crisis financiera acuda a su cita con puntualidad diez años después.

Por otro lado, tenemos a los neoclásicos, para quienes no es el mercado quien ha fallado sino los encargados de regularlo y controlarlo. En otras palabras, la codicia de las instituciones financieras ha sido posible porque los políticos han permitido una total falta de regulación de los mercados y de las instituciones financieras. Por último, tenemos a los neokeynesianos, algunos de los cuales siguen confiando en la racionalidad de los inversores y de los mercados, y en que estos últimos funcionan, por lo general, correctamente. Dentro de este grupo, solo unos pocos han rechazado el comportamiento racional como paradigma del comportamiento económico, y han situado el origen de la crisis en los fallos del mercado. Por este motivo, para estos últimos, fortalecer el gobierno y el Estado ha sido la mejor garantía de un funcionamiento correcto de los mercados para, de este modo, conjurar las catástrofes económicas derivadas de unos mercados financieros instalados en el anarquismo económico.

Como hemos visto, las responsabilidades del desaguisado finan-

ciero global están muy compartidas. Los bancos centrales y las instituciones internacionales porque no previeron la crisis, o porque la facilitaron con sus políticas de exceso de liquidez. Las agencias de calificación del riesgo porque, en connivencia con las instituciones financieras calificadas, engañaron a los compradores de activos financieros sobre su verdadero valor: baste recordar que Standard & Poor's había asignado a Lehman Brothers la máxima calificación crediticia (AAA) el día anterior a su quiebra. Los fondos de alto riesgo porque funcionaron desregulados y con total libertad. Y, los banqueros, porque sacaron del balance (*off balance*) muchos pasivos con riesgos dudosos.

En la transición desde el capitalismo gerencial corporativo al capitalismo financiero global todos sus actores han mantenido una fe ciega en la capacidad de autorregulación de los mercados. A pesar de lo anterior, y aunque sea a título provisional, me arriesgaré a extraer una serie de lecciones sobre la crisis financiera global que se podrían agrupar en torno a tres ejes: por una parte, los asuntos asociados con el azar moral; por otra, los fallos del mercado; y, por último, el fracaso de la ideología de la mano invisible y del *laissez-faire* (Sanchis 2012).

Primero, el argumento del tipo *too big to fail* aplicado a los bancos es indefendible cuando, a cambio, no hay una política férrea de regulación. Sin dicha política, estamos permitiendo que se instale en el sistema financiero mundial el azar moral, el cual alienta la toma de decisiones arriesgadas que las instituciones financieras nunca habrían tomado, si no tuviesen la seguridad de que las consecuencias serían asumidas por el Estado. Algunos economistas piensan que ahora hay que vivir con un sistema financiero en el que reina el azar moral. Otros, por el contrario, opinamos que para rescatar un banco y asegurarse de que esa actuación no genera azar moral, basta con enviar a los juzgados a sus gestores, introducir sanciones y penalizar a los accionistas.

Segundo, la crisis ha puesto también de manifiesto los límites del enfoque de la supervisión delegada, según la cual, solo una parte reducida del sistema financiero, como los bancos comerciales, necesita regulación, control y supervisión. Aunque en algunos casos no sea necesaria más regulación, conviene establecer una mejor regulación financiera que, por un lado, permita una más clara y rápida asunción de las responsabilidades; y, por otro, contribuya a acabar con la «regulación suave» de las finanzas internacionales, puesto que «mercados financieros con regulación suave que están sometidos a las fuerzas de la disciplina de mercado no son suficientes para asignar los recursos y

gestionar el riesgo de un modo eficiente» (Ortiz 2012, p. 19). Igualmente, es necesario reconocer la dimensión sistémica de la regulación y la supervisión financieras, un problema al que las normas de Basilea III han venido a dar cumplida respuesta, puesto que «una lección importante de la crisis es que los acuerdos prudenciales fuertemente centrados en asegurar la seguridad y la solvencia de las *instituciones individuales* son inadecuados. No es razonable evaluar el riesgo y calibrar los estándares de cada institución sobre la base del aislamiento, como si cada una operase en una espléndida separación del resto» (Borio 2014, p. 36).

Tercero, se ha demostrado falsa la afirmación según la cual hay que dejar tranquilas a las instituciones financieras individuales porque saben lo que hacen. En el caso del sistema financiero español, es muy clarificadora la opinión de quien fue director general de supervisión en el Banco de España, y estuvo encargado de la resolución de la crisis bancaria española en los 80: «Al efecto falsamente tranquilizante que producían estas cifras y a la inercia fruto del largo periodo de bonanza, se sumaba la influencia de la filosofía, que había calado profundamente en la cúpula del Banco de España: “La principal obligación de un Banco Central es no perturbar a los banqueros”» (Juan de Uría, y Barrón de 2013, p. 158). Cuando, en realidad, todo ello plantea la necesidad de limitar el poder de los bancos, pues estábamos ante una crisis de falta de prudencia y de responsabilidad moral que creó las condiciones que alimentaron la burbuja inmobiliaria estadounidense y, con ella, una mayor inestabilidad en los mercados de activos. En esta crisis financiera, los bancos fueron incapaces de saber hasta dónde había llegado la contaminación en sus balances. Por otro lado, las agencias de calificación del riesgo tampoco hicieron bien su trabajo y, además, siguieron explotando las rentas que se derivaban de ser un oligopolio estadounidense.

Cuarto, creer que las finanzas se mueven por principios y leyes exactas como la física, conduce a excesos costosos que pagan quienes no tienen nada que ver con ellas; además, «no podemos asumir axiomáticamente que la creciente intensidad financiera produce valiosos beneficios de asignación eficiente. Hay mucha teoría que sugiere que la intensidad financiera puede ser extractora de rentas más que creadora de valor, y que cualquier efecto benéfico de la creciente intensidad financiera en términos de la asignación eficiente tiene que estar sujeta a rendimientos marginales decrecientes» (Turner 2012, p. 109). Todo

esto tiene consecuencias sobre las políticas que se encargan de preservar la estabilidad financiera. Por un lado, los sistemas financieros bancarizados como el europeo o el japonés están más expuestos a sufrir las repercusiones negativas de la crisis —debido a sus estrechas conexiones económicas y financieras con las empresas— que los sistemas financieros como el estadounidense, basados en los mercados financieros. Estos últimos, sin embargo, tienen una capacidad desestabilizadora sobre las finanzas globales muy superior a los primeros, pero «muchas de las medidas que se podrían tomar para aumentar la estabilidad —tales como requisitos de capital más elevados frente a las actividades de negocio o contra los títulos de crédito de sistemas infrafinancieros— pueden reducir la escala de la actividad de negocio y la liquidez de algunos mercados. Si estas actividades y la liquidez consiguiente son creadoras de valor (a nivel social), entonces necesitaremos hacer un trueque entre estabilidad y asignación eficiente. Si son un juego de suma cero o extractoras de rentas, entonces no existe tal trueque» (Turner 2012, pp. 109-110).

Quinto, se ha demostrado que es falsa la «hipótesis del mercado eficiente», una creencia promulgada por Eugène Fama y Michael C. Jensen. Un papel determinante en la aparición de la burbuja lo ha jugado la fe ciega de muchos economistas en la eficiencia de los mercados financieros que, de acuerdo con dicha hipótesis, siempre valoran los activos en su preciso valor intrínseco, a condición de que se disponga de toda la información públicamente disponible. Dicha ideología les impidió percibir que el precio de los activos poco tenía que ver con la situación fundamental del mundo real, sino más bien con el precio de otros activos. Sobre todo, cuando se trata de los mercados inmobiliarios pues «la historia nos previene de que mercados como los de la vivienda, que están empujados por el préstamo bancario, son diferentes: no solo son muy estrechos (relativamente pocas casas determinan el valor de la vivienda para todo el país), sino que tampoco permiten que los inversores tomen posiciones a corto. En estos mercados los precios pueden alejarse de la situación fundamental. Y las espirales adversas asociadas a la explosión de precios del inmobiliario pueden ser ciertamente muy dañinas: como los precios bajan, los préstamos desaparecen, y la gente no puede reembolsar sus hipotecas; por lo tanto, aumentan las ejecuciones hipotecarias, y los precios caen más todavía» (Rajan 2010, p. 111).

Sexto, la crisis supone el derrumbe ideológico de la escuela de Chi-



cado, el fracaso de la ideología de la «mano invisible» y del *laissez-faire* ultraliberal. En mi opinión, esta escuela defiende una visión ilustrada e ideologizada de la macroeconomía: la «nueva economía» que nos prometía el fin de los ciclos económicos. La caída de Lehman, y el subsiguiente colapso del sistema financiero mundial, es para el capitalismo equivalente a la caída del muro de Berlín para el comunismo soviético. El derrumbe de la ideología comunista había fortalecido el fundamentalismo de mercado y el *laissez-faire* ultraliberal. El colapso de la Gran Recesión, *sensu contrario*, aunque no constituye el fin del capitalismo, sí que certifica el fracaso de la ideología del *laissez-faire* ultraliberal que ha alimentado el pensamiento de los gurús financieros. Incluso muchos economistas neokeynesianos han seguido pensando que tanto inversores como mercados son racionales (¿qué racionalidad?, ¿cuál de todas?), y suelen funcionar correctamente. Solo unos pocos han rechazado el comportamiento supuestamente racional como paradigma de la conducta económica.