

**Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras**

Charles P. Kindleberger y Robert Z. Aliber  
Ariel Economía, 2012  
ISBN: 9788434404939  
495 páginas  
32 euros

**Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera**

Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff  
Fondo de Cultura Económica, 2012  
ISBN: 9788437506579  
464 páginas  
30 euros

La editorial *Ariel* ha decidido rescatar, en palabras del *Financial Times*, “el mejor libro de finanzas de la historia”. En efecto, hablamos del buque insignia del profesor Kindleberger: **Manías, pánicos y cracs**. En esta nueva edición contamos además con las aportaciones del profesor Z. Aliber, quien se ha encargado de actualizar este clásico a los acontecimientos más recientes.

Desde que salió a la luz la primera edición (en 1978) esta obra pasó a ser considerada un referente en la *Historia de las crisis financieras*. El curso de los acontecimientos obligó constantemente al profesor Kindleberger a hacer adaptaciones de las crisis que se sucedían a lo largo y ancho del planeta, desde la crisis económica de Chile de 1982 hasta la crisis de las *puntocom*. Desgraciadamente a finales de 2003, y tras casi 100 años de vida, el profesor Kindleberger falleció. Desde entonces el mundo occidental ha experimentado grandes cambios, aunque también desastres significativos. El más importante, la brutal recesión que aún se cierne sobre nosotros. El eminente Z. Aliber, asesor económico del departamento de estado de los Estados Unidos, en un intento de subsanar esta laguna, ha complementado la obra canónica de Kindleberger.

Parece ser que los muchos defensores de la *teoría del mercado eficiente* no han echado un vistazo al libro del profesor Kindleberger, al igual que tampoco a *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera* (Reinhart y Rogoff, 2012). Si lo hubieran hecho, no cabría duda de que habrían abandonado la defensa de esta teoría. Como ya sabemos, los fundamentalistas defienden la eficiencia del mercado, la racionalidad de los agentes y la disposición de información perfecta. Por otro lado, los detractores, que no son pocos, coinciden en resaltar los fallos de mercado, la irracionalidad de los agentes y las asimetrías de información. Postulamos teorías contrapuestas, cuya estructura teórica difiere sustancialmente, lo que nos lleva a suponer que al menos una de las dos está equivocada.

El libro de Kindleberger no es meramente una explicación histórica de las crisis financieras, sino también un enérgico intento de sentar algunas bases en la literatura económica. Y todo ello con la razón como principal aliado. Nos ofrece un cuantioso listado de ejemplos que, ante el ojo incauto de cualquier lector, no tardan en refutar su teoría.

Ya en los primeros capítulos el profesor Kindleberger incide en la correlación existente entre el crédito y las burbujas de activos. Si la inflación es un fenómeno monetario, nos dice, la contrapartida es que las burbujas inmobiliarias siempre son un fenómeno de crédito. De esta manera, no duda en admitir el bucle de retroalimentación que se produce entre el mercado bursátil y el de bienes raíces. El aumento del precio de las propiedades inmobiliarias conduce al incremento de valor

del Activo de muchas empresas y bancos, que a su vez empuja al alza el precio de las acciones. Y los beneficios que se derivan de estas operaciones suelen reinvertirse o bien en bolsa o bien en propiedades inmobiliarias, lo que aumenta todavía más el precio de los activos. Digámoslo claro, se produce una espiral alcista, que en la mayoría de los casos se traduce en “burbuja”. Dos de los ejemplos más claros lo proporciona el Japón de los noventa y la crisis de las hipotecas Subprime.

Lo que a algunos nos extraña es por qué muchos economistas no han llegado a preguntarse por qué acostumbramos a presenciar burbujas y crisis cuando el mercado es eficiente. Está claro que si el mercado fuera eficiente, y los agentes racionales, no se producirían comportamientos exuberantes (manías), ni mucho menos el contagio de estos comportamientos a otros países. Asimismo, un mercado eficiente tampoco hubiera dejado que en 1933, 173 de los 200 bancos de Chicago suspendieran pagos, que los precios de las materias primas oscilaran en intervalos tan distantes como lo han venido haciendo o que los precios de los bienes raíces llegaran a multiplicarse en breves periodos de tiempo. El profesor Kindleberger no critica solamente eso, sino también a las autoridades que no hacen lo suficiente por impedirlo.

En ocasiones la irracionalidad que aflora de los mercados financieros parece el reflejo del comportamiento humano. Gran cantidad de individuos ansían la riqueza, lo que se traduce en comportamientos atípicos. Kindleberger hace referencia a la “*teoría del más tonto*”, la cual supo explicar a la perfección Homer Hoyt al declarar: “En la ruina de todo auge colapsado se puede encontrar la obra de hombres que han comprado propiedades a precios que sabían perfectamente que eran ficticios, pero que estaban dispuestos a pagar dichos precios simplemente porque sabían que podían encontrar a alguien mucho más loco que ellos que les podía quitar la propiedad de las manos y dejarles un beneficio”.

La consonancia que muestra el autor con Hyman Minsky – quién argumentó que el sistema financiero es inestable, frágil y propenso a la crisis– le lleva a rechazar la desregulación y a proclamar la imperiosa necesidad de una autoridad reguladora, presumiblemente un Banco Central.

América Latina constituye un ejemplo idóneo para exponer una de las ideas en las que más se incide a lo largo del libro. Tanto los grandes flujos de crédito como las enormes cantidades que llegaron en forma de Inversión Extranjera Directa (IED) a países como México en la década de los noventa, han demostrado poseer un amplio poder para desestabilizar los mercados. Y es que la oferta de crédito es procíclica: en épocas de bonanza económica el crédito se concede sin resquicios, pero en épocas de dificultades se reduce sin compasión.

En resumen, el libro de Kindleberger es un valioso tesoro cuya validez teórica se extiende hasta nuestros días y qué, por tanto, merece ser rescatado con la difusión que merece. La crítica, si es que tiene alguna, es que, por momentos, las explicaciones resultan un tanto caóticas. Una de las conclusiones más evidentes que pueden extraerse de este libro es que se producen y se producirán burbujas, crisis, pánicos, bancarrotas y etapas de dificultades económicas, pero que la estructura básica de todas ellas sigue siendo la misma, son los detalles los que proliferan. Por

tanto podemos afirmar que esta vez **no** es distinto, lo que indudablemente nos lleva al libro de Reinhart y Rogoff.

*Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera.* Así de contundentes se muestran los autores al afirmar que “esta vez es distinto” son las cuatro palabras más peligrosas en el mundo financiero. Y es que esta magnífica obra, que fue publicada en 2012 por el Fondo de Cultura Económica, todavía sigue haciendo eco.

Con una estructura diseñada para asentar sólidas bases, los autores deciden embarcarse en esta aventura histórica de crisis financieras. Quizás parezca prematuro afirmar que este libro sea ya una referencia en literatura económica sobre crisis financieras, pero lo cierto es que sí lo es, y el lector se irá dando cuenta tan pronto como comience con su lectura. La primera parte, *Manual operativo sobre crisis financieras*, se encarga de detallar conceptos clave, así como también explicar el criterio de los autores a la hora de datar las crisis económicas. A medida que avanzamos en la lectura se desarrollan las explicaciones pertinentes sobre las crisis de deuda externa, de deuda interna, bancarias, e incluso la Gran Recesión, o como la llaman los autores, la Gran Contracción.

Desde el mismísimo prólogo, los autores inciden en que excesivas acumulaciones de deuda, ya sea por parte de gobiernos, bancos, empresas o familias, aumenta la vulnerabilidad a crisis de confianza –sobre todo en aquellos casos donde la deuda es a corto plazo y necesita una refinanciación constante. De igual manera, Reinhart y Rogoff no dudan en desmentir grandes falacias al proclamar que las crisis bancarias han asolado, desde hace mucho tiempo, a países ricos y pobres por igual. Asimismo, la tesis central de este libro, *Esta vez NO es distinto*, debería servir de lección para todos aquellos que solían proclamar el final de las crisis económicas. El síndrome de *Esta vez es distinto* expone las inocentes creencias de las últimas crisis, desde la de 1930 hasta la crisis actual.

Resulta evidente que Reinhart y Rogoff sostienen puntos de vista parecidos a los de Kindleberger, ante todo porque dudan de la racionalidad de los agentes e inciden en la fragilidad y vulnerabilidad del sistema. También ambos hacen hincapié en los flujos de capitales, aunque de diferente manera. Mientras Kindleberger se centra en la inestabilidad del crédito, Reinhart y Rogoff lo hacen en la deuda, la cual sólo puede surgir tras el crédito. La intolerancia a la deuda, nos dicen, no afecta por igual a los países emergentes que a los desarrollados, pues los umbrales de deuda que dichos países pueden soportar difieren significativamente. De esta forma se establecen analogías que permiten medir la vulnerabilidad, e incluso extraer conclusiones de cuáles son las razones que se esconden tras un impago.

Mientras que el impago sobre la deuda externa se produce más frecuentemente, el impago de deuda interna, que muchas veces se produce a través de procesos inflacionarios, es mucho más difícil de cuantificar. Tenemos el ejemplo de la Alemania de los años veinte del siglo pasado, donde la hiperinflación logró saldar una deuda interna respecto al PIB del 52,6% en apenas 3 años. Parece obvio que el impago externo e interno conllevan diferentes implicaciones, si bien son más perniciosos los efectos de los segundos.

Otro de los aspectos que más preocupa a los autores son las interrelaciones y externalidades que se producen en la economía. Las economías emergentes son especialmente vulnerables a eso que llamamos “*efecto contagio*”, especialmente cuando se producen crisis financieras y bancarias. Este es el canal por el cual una restricción del crédito en economías desarrolladas puede paralizar la actividad económica en países periféricos. También es el medio por el que se propagan las crisis de confianza entre países vecinos. Y aunque los autores admiten notables mejoras a la hora de gestionar las crisis, todavía estamos lejos de ser infalibles.

Reinhart y Rogoff no dudan en asentir que las verdaderas crisis bancarias son criaturas de otro orden. Entramos nuevamente en una espiral –en este caso bajista– donde los precios bajan, el endeudamiento en relación al Activo aumenta, y los diferentes agentes se ven obligados a liquidar sus activos, lo que a su vez empuja, todavía más a la baja, el precio de los activos. Entre tanto se pueden producir corridas bancarias o el colapso del crédito, que indudablemente está cargado de consecuencias negativas para el crecimiento. Merece la pena destacar, en oposición a la desregulación, la analogía establecida por los autores: “*periodos de alta movilidad de capital internacional han producido una y otra vez crisis bancarias mundiales*”. De hecho, demuestran empíricamente que la probabilidad de una crisis bancaria sujeta a una liberalización financiera es mayor que la probabilidad incondicional de una crisis.

Reinhart y Rogoff tachan a las crisis bancarias como las peores que podemos enfrentar, puesto que son de larga duración y con repercusiones prolongadas para la economía real. Durante su ciclo de vida no solamente se reduce la recaudación tributaria y se extiende la magnitud de las prestaciones de desempleo, sino que también el déficit sufre notables incrementos. Asimismo demuestran cómo, históricamente, el mercado bursátil se recupera más rápidamente que el mercado inmobiliario. ¿Y qué mejor manera de testar los fundamentos teóricos que la reciente crisis de las hipotecas Subprime de 2007?

Así, la quinta parte del libro se centra en la evolución de la crisis de 2007, prestando especial atención a los Estados Unidos, aunque también a la inminente reestructuración que ha de experimentar la economía mundial.

Recientemente, Reinhart y Rogoff han sufrido una crítica lapidaria<sup>1</sup> –aunque merecida– por haber cometido errores de principiante a la hora de calcular y establecer los umbrales de deuda a partir de los cuales el crecimiento se contrae. Obviamente, este hecho les obliga a revisar algunas de sus conclusiones, y que tan negativamente han influido en el desarrollo de la crisis actual. Sin embargo, no creo que por tal error estos prestigiosos economistas merezcan ser castigados tan severamente.

Lo que aquí propongo es dejar en *stand-by* una obra que, sin duda alguna, debe ser revisada, al menos en parte, y a partir de ahí reconocer que *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera* es una gigantesca base de datos que arroja pruebas irrefutables sobre la verdadera historia de las crisis financieras.

---

<sup>1</sup> Veáse Herndon, T., Ash, M., Pollin, R., (2013). “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff”. Working paper series, number 322. University of Massachusetts Amherst: PERI (Political Economy Research Institute).

*Reseñas.* Kindleberger, Reinhart y Rogoff a debate.

La retrospectiva del tiempo nos da la razón al afirmar que el de Kindleberger es un *must-have* imprescindible de cualquier biblioteca especializada en esta literatura. Sin embargo, espero no equivocarme al suponer que, tras la pertinente corrección, *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera* sea un libro que ha llegado para quedarse.

**Luis Pérez Pérez**  
Universidad Rey Juan Carlos  
luis\_canyamel@hotmail.com