

---

del desarrollo tecnológico mediante una amplia gama de indicadores, tanto sobre la importancia de las ramas de tecnología de la información y la comunicación (TIC) en el conjunto de la economía como sobre el grado de implantación de las nuevas tecnologías en la sociedad española. Los métodos de trabajo adoptados en esta parcela han permitido profundizar en el estudio del desfase de productividad de la economía española y en su patrón de convergencia real.

La eficiencia y rentabilidad en la función intermediadora del sistema financiero se encuentran, sin duda, entre los rasgos estructurales a los que presta especial atención el Banco de España. Y no solo porque tenga asignadas responsabilidades específicas, y muy relevantes, en esta área o por el papel que desempeña en la

transmisión de la política monetaria, sino también porque constituye una pieza clave en la financiación del gasto, la generación y asignación del ahorro y la estabilidad global de la economía. A esta orientación responde el capítulo 19 en el que se exponen los principales instrumentos analíticos que se emplean para el seguimiento de los desarrollos estructurales del sistema financiero español. En él se pone un énfasis especial en las cuestiones relacionadas con la integración, la competencia y la eficiencia del sector, y con los, todavía poco desarrollados, métodos de evaluación de la resistencia del sistema frente a hipotéticas pruebas de tensión. Con este tema se cierra un esquema que pretende haber seleccionado ordenadamente los principales componentes del análisis de la economía española que realiza el Banco de España. [Luis AMADOR HIDALGO]

SOROS, George (2008) *El nuevo paradigma de los mercados financieros. Para entender la crisis económica actual*, Madrid, Taurus, 238 pp.

El tema tratado en el libro es de máximo interés en estos momentos más aún si su autor es una firma tan conocida como la de Soros, no sólo como pensador sino también como inversor y financiero.

Su conocimiento de los entresijos de los mercados, especialmente de los financieros, le permite determinar causas y procesos, llevándonos en sus propias palabras a *entender la crisis económica actual*. Aunque en el título hace referencia a los mercados financieros, el subtítulo, ya aludido, ade-

lanta desde el principio que para Soros estamos ante una crisis económica y no solamente financiera.

El texto se compone de ocho capítulos y una especie de introducción ("Creando el marco"); esta comienza con una descripción de los fenómenos de carácter cronológico; la primera fecha corresponde al 6 de agosto de 2007 en la que se produjo un desplome del mercado inmobiliario; ello nos parece significativo, ya que, como hemos indicado, para el autor la causa de la crisis es de tipo real, lo financiero viene luego; opinión que contrasta con la de algunos comentaristas. Es curioso también que al describir los problemas financieros parece que olvida que el primer problema fue la

---

quiebra de dos fondos de inversión (*Hedge Fund* en la terminología anglosajona); si bien, unas páginas más adelante (24 y 25) se refiere a esta sonada quiebra que tuvo eco en todo el mundo. Estudia después de forma esquemática las causas de la crisis: a) fuerte descenso de los tipos de interés; b) traslado del riesgo crediticio a los inversores; c) *boom* inmobiliario financiado de forma tan generosa que permitía cubrir el 3% del consumo familiar con el dinero retirado del valor líquido de las viviendas; d) especulación inmobiliaria (en este sentido alude a que los créditos hipotecarios beneficiaron también a gente acomodada); e) obsesión por operaciones titulizadas, a cuyo amparo se crearon productos financieros muy opacos, tales como los *credit default swaps* (CDS) y las obligaciones de deuda con garantía (CDO); f) crecimiento exponencial de los *hedge funds* cuyo excesivo apalancamiento creaban graves problemas de riesgos en los mercados financieros; señala asimismo que el anterior presidente de la Reserva Federal, A. Greenspan fue advertido de los riesgos financieros, pero éste ignoró el aviso; alude también a los primeros síntomas de los problemas que aparecieron a principios de 2007. Recuerda que los vehículos de inversión estructurada (SIV) se financiaban con pagarés respaldados con activos, cuando el mercado de pagarés se agotó los bancos tuvieron que redimir los SIV, lo que les provocó grandes pérdidas y dificultades para determinar exactamente los riesgos soportados; todo ello se contagió también a los mercados de créditos al consumo. Por último, afirma que los mercados financieros tardaron mucho en reconocer que la economía real se vería afectada.

En el capítulo 1 “La idea principal” se atreve a establecer una teoría: expone que *enten-*

*der una situación y participar en ella son dos funciones diferentes (pág. 35); cuando ambas funciones operan al mismo tiempo pueden interferir una con otra (pág. 36). A esta situación le llama reflexividad que más adelante explica en los siguientes términos: La característica distinta de la reflexividad es que introduce un elemento de incertidumbre en el pensamiento de los participantes y un elemento de indeterminación en la situación en la que participan (pág. 65). En consecuencia, piensa que los fenómenos sociales tienen una estructura diferente de los fenómenos naturales. Se pregunta por qué no se ha reconocido este concepto de forma general, en el caso de los mercados financieros porque la reflexividad hace que los economistas no puedan crear teorías que expliquen y predigan el comportamiento de los mercados financieros (p. 41).*

El capítulo 2 “Autobiografía de un filósofo fracasado” explica su fracaso como filósofo, así como otros aspectos biográficos relacionados con la persecución nazi. Aparece claramente su deseo de ser respetado en los círculos académicos, lo que no siempre logró, así indica lo siguiente sobre su primer libro: *Hasta ahora, La alquimia de las finanzas la leen los participantes del mercado, se enseña en las escuelas de negocios, pero los departamentos de economía la ignoran totalmente (p. 54). Quizás este fracaso como teórico, explica el contenido del capítulo anterior.*

Con relación al capítulo 3 “La teoría de la reflexividad”, el propio autor indica que los lectores interesados en los mercados financieros pueden omitir su lectura. En todo caso, aunque no carece de interés, nos parece que se aparta algo de la línea lógica del texto. Por otra parte, como sucede en casi toda la obra, faltan definiciones de los conceptos

---

utilizados, lo que le da una cierta oscuridad. Recogemos algunas de las ideas expuestas en este capítulo o en el siguiente: *hay una conexión de doble vía entre pensamiento y realidad que, cuando actúa simultáneamente, introduce un elemento de incertidumbre en el pensamiento de los participantes y un elemento de indeterminación en el curso de los acontecimientos. Llamé reflexividad a esta conexión de doble sentido...* (pág. 89). Considera que la ilustración representa una visión distorsionada de la realidad, mientras que acepta el método científico de Popper. Muestra como ejemplo de manipulación la guerra declarada por el presidente Bush contra el terror y la invasión de Irak con efectos opuestos a los pretendidos. Recoge una frase de un asesor de Bush que afirmaba *Ahora, somos un imperio y, cuando actuamos, creamos nuestra propia realidad* (pág. 79). Defiende el concepto de *sociedad abierta*, en la que además de las cualidades de la democracia liberal, se exige el mantenimiento de unos ciertos niveles de honestidad y veracidad. Mantiene que la religión ha jugado un papel importante en la historia y que actualmente las creencias han vuelto a un primer plano. Realiza críticas a la teoría económica que pretende que los mercados tienden al equilibrio y a las teorías de Marx y Freud que expresaron que sus planteamientos tenían un carácter científico. Pero también disiente de la teoría de las expectativas racionales que *está muy lejos de la realidad*. Termina con una nota de optimismo indicando que *una sociedad abierta es una sociedad imperfecta que se mantiene abierta a la mejora*.

El capítulo 4 "La reflexividad en los mercados financieros" profundiza en algunas ideas expuestas anteriormente. Parte de la hipótesis de que los mercados financieros no tienden al equilibrio, la idea de que el

punto de equilibrio se alcanza cuando se igualan oferta y demanda la rechaza ya que la forma de estas curvas no son independientes ya que incorporan las expectativas de los participantes; tampoco la teoría de las expectativas racionales, que trata con gran desprecio, da una respuesta válida; de aquí que si no existieran los reguladores, los mercados financieros estarían destinados a sufrir un colapso. Haciendo un recorrido histórico, recuerda el auge de los conglomerados en la década de los sesenta que se desintegraron posteriormente, asimismo que las sociedades de inversión inmobiliarias de aquella época experimentaron una sobrevaloración; pasa luego a la crisis bancaria de los años ochenta y elabora un modelo de auge y crisis que aplicó a algunos de estos procesos, manteniendo al mismo tiempo que las crisis generan reformas regulatorias, aunque afirma que las políticas de libertad absoluta de los mercados financieros han llevado a un cierto *fundamentalismo* del mercado. Termina estableciendo la siguiente hipótesis: *para que se desarrollen procesos de auge y crisis debe haber alguna forma de crédito o de apalancamiento y algún error de concepción o malinterpretación subyacente* (pág. 120).

La segunda parte se inicia con el capítulo 5 "La hipótesis de la superburbuja", en el que se recogen las causas profundas de la crisis; se trata de un complemento, por tanto, de los capítulos 1 y 4. Mantiene que han existido dos burbujas: a) la inmobiliaria, que estuvo determinada por los bajos tipos de interés, el fenómeno de las hipotecas *subprime* ya citado, el descenso del ahorro familiar y el convencimiento, erróneo, de que la Reserva Federal salvaría a la economía americana; b) la superburbuja que fue causada por tres elementos, la políticas anticíclicas iniciadas durante la Gran Depresión (el riesgo moral),

---

la globalización de los mercados financieros y la eliminación de la regulación financiera; con relación a la globalización, afirma que si el capital financiero se desplaza libremente, el Estado no puede regularlo; en cuanto a la liberalización, recuerda que se inició en los años de la posguerra y se aceleró durante la presidencia de Reagan; todo ello unido a las innovaciones financieras, ya comentadas, dañó gravemente el capital de los bancos y ha llevado a la desaceleración económica; también se agravó el proceso por un error de juicio: se pensó que la crisis financiera era un fenómeno aislado. Al final del capítulo, repite nuevamente su teoría de la reflexividad como explicación de la crisis, evidentemente. Todo el capítulo se refiere a la economía USA.

El capítulo 6 "Autobiografía de un especulador con éxito", más que una autobiografía es una breve historia financiera. Alude al mercado de eurodólares como el inicio de los mercados internacionales de capital (en este apartado observamos, en nuestra opinión, dos erratas: el mercado de eurodólares comenzó antes de 1973 y el auxilio a Bear Stearns fue anterior a marzo de 2008) y cita el uso excesivo de los seguros de cartera en los años ochenta y el acuerdo de Basilea II como antecedentes de la crisis. Realiza una par de críticas, probablemente acertadas: a) Greespan conocía las circunstancias financieras pero se dejó llevar por sus ideas políticas para no actuar; b) la administración Bush no puede hacer casi nada para reducir las consecuencias sociales de la crisis, por lo que su opinión es más bien pesimista. Nos resulta curioso que Soros no haga ninguna referencia a su intervención en la caída de la libra de los años noventa a lo largo de esta historia financiera... quizás no esté muy orgulloso de su actuación.

El capítulo 7 "Mi pronóstico para 2008" contiene sus conjeturas para dicho año así como un relato de sus decisiones como inversor. Sus pronósticos son los siguientes: el crecimiento tardará más en producirse que en ciclos anteriores; habrá un cambio en la naturaleza de la banca; la recesión en USA quedará amortiguada; se deteriorará el papel del dólar como moneda de reserva; la moneda china se apreciará, unido a una gran desarrollo de su economía y a una situación de gran incertidumbre que podría transformarse en una burbuja financiera; considera que se ha llegado ya a una recesión en USA, pero duda de una recesión global; las economías de Reino Unido y de España le parecen muy vulnerables; las expectativas de la economía de la India le parecen positivas; los fondos soberanos crecerán fuertemente; en consecuencia recomienda posiciones largas en valores chinos, indios y de los Estados del Golfo; sus inversiones en esta línea en los primeros días de enero le proporcionaron ganancias. Posteriormente las cosas fueron más negativas de lo esperado: paralización financiera, descenso de los tipos de la Reserva Federal para paliar los problemas, aumento de los tipos hipotecarios, caída del mercado indio, etc. Como inversor, compró participaciones de Bear, que perdieron todo su valor, así mismo pensaba que Lehman resistiría la avalancha (lo que no sucedió); a finales de enero, sus fondos no conseguían ganar... todavía. En resumen, parece que la magnitud de la crisis ha llevado a un experto inversor como Soros a decisiones equivocadas.

En el último capítulo "Algunas políticas recomendables", hace solamente unos esbozos de lo que debería ser la política más adecuada. Subraya la necesidad de una regulación... pero sin pasarse; los regula-

---

dores deben conocer mejor los productos, lo que exige una información más completa de los agentes; los beneficiarios de las ayudas públicas deben *pagar un precio* por las mismas; las autoridades deben controlar por medios adecuados el precio de los activos y el nivel del apalancamiento; se debe crear una cámara de compensación de los CDS; hay que evitar por todos los medios posibles la caída del sector de la vivienda: renegociar los términos de las hipotecas, ofrecer garantías públicas a las *subprime*, etc.; dado que la caída afecta sobre todo a los más jóvenes y a la gente de color, hay que ayudarles, así como a los que pierdan su casa. En conjunto, una serie de propuestas interesantes, pero, a nuestro juicio, insuficientes ya que no resuelven los problemas de fondo.

En las conclusiones, el autor indica, en primer lugar, *El primer objetivo de este libro es demostrar la validez e importancia de la reflexividad* (p. 207); Soros espera un nuevo orden mundial emergente, lo que quizás explica el carácter de esbozo del capítulo anterior; sin embargo, piensa que los *constructos* humanos pueden ser

defectuosos, lo que no les impide ser estables durante períodos largos; observa que todos los regímenes cambiarios tienen defectos, lo que se agrava por el aumento actual de la incertidumbre; desde un punto de vista político, subraya que Bush no se da cuenta de los problemas, lo que crea una situación de grave peligro. Termina apuntando que el desarrollo de los acontecimientos puede llevar a situaciones inesperadas, por lo que suplica un enérgico debate sobre la condición humana.

En resumen, se trata de un libro muy actual, aunque a veces algo reiterativo, más interesante en cuanto a interpretación de los hechos, por parte de un gran conocedor de los mercados, que en su exposición de ideas y teorías no siempre convincentes. De todas formas, la velocidad con que se desarrollan los acontecimientos hace que algunas partes han quedado pronto anticuadas; por ejemplo, ¿podría Soros haber previsto la estafa de Madoff? Evidentemente, no. Esto no quita valor a su contenido, por lo que recomendamos su lectura a todos los que quieren saber sobre la crisis. [Adolfo RODERO FRANGANILLO]