

## LABORATORIO de IDEAS



BURBUJAS FINANCIERAS

EMILIO ONTIVEROS

## Momentos Minsky

Coincidiendo con la celebración del 19º Congreso del Partido Comunista Chino, el pasado 19 de octubre el gobernador del banco central, Zhou Xiaochuan, advirtió del exceso de complacencia con la evolución de su economía y caracterizó la situación como cercana a un "momento Minsky": de colapso en los mercados de activos. No solo a los analistas más supersticiosos se le pusieron los pelos de punta. A nadie se le oculta que la significación de la declaración cobraba especial importancia por quien la formuló, pero también por el contexto en que se producía. El máximo responsable del Banco Popular de China es un funcionario altamente respetado dentro y fuera de su país, y en ese congreso se sacramentaba la trayectoria que había seguido la economía china, al tiempo que se trataba de sentar las bases para prolongar la bonanza. El aviso coincidió con el 30º aniversario del *crash* bursátil, de aquel "lunes negro" de octubre de 1987 que marcó una nueva época en la escena financiera. Ese contexto se completa con la sensibilidad en todo el mundo acerca de las consecuencias de la "normalización" en curso de las políticas monetarias: el impacto que la retirada de los estímulos excepcionales de los principales bancos centrales puede ejercer sobre unos mercados financieros globales, donde el descenso de la aversión al riesgo está cada día más extendido.

A pesar de su temprana muerte, en 1996, Hyman Minsky es considerado uno de los académicos que analizó con mayor detenimiento y agudeza el potencial de inestabilidad asociado a la actividad de

los mercados financieros y las crisis de esa naturaleza. Keynesiano de pro, enseñó en Chicago y en Harvard, donde fue ayudante de Alvin Hansen, también de gran actualidad por haber acuñado en los años treinta el término *secular stagnation* (estancamiento secular). Fue tras la emergencia de la crisis de 2007 cuando la obra de Minsky renovó una vigencia escasamente reconocida en los medios académicos durante su vida, quizás por el abrumador dominio durante el último tercio del siglo XX de la presunción de eficiencia de los mercados financieros difundida por Eugene Fama.

En una columna en estas mismas páginas, de 4 de enero de 2009, hacíamos referencia a la vigencia de la obra de este autor. Su ahora ampliamente conocida "hipótesis de inestabilidad financiera" desarrolla el proceso de alimentación de una crisis a través de largas fases de crecimiento económico, de general complacencia, a las que se asocian intensos ascensos en los precios de los activos de toda naturaleza y, muy especialmente, elevaciones en todo tipo de endeudamiento. Minsky distinguió tres según su riesgo: el más prudente, destinado a cubrir aumentos de la capacidad productiva de las empresas, el que el calificaba de especulativo, destinado básicamente a pagar intereses, o la "financiación Ponzi", cuando el prestatario no dispone de medios líquidos para pagar ni el principal ni los intereses, confiando en este último caso en que la revalorización de las cotizaciones de los activos sea suficiente para pagar unos y otros. Ya se sabe quién fue Ponzi, su recuerdo tras el escándalo Madoff y por la acumulación de operaciones excesivamente apalancadas que precedieron a la explosión de la crisis

de las hipotecas de alto riesgo en el verano de 2007 en EE UU. El término "Minsky moment" lo acuñó Paul McCulley, de PIMCO, durante la crisis asiática de 1997, la suspensión de pagos de la deuda doméstica rusa y la consiguiente devaluación del rublo un año más tarde. Desde entonces ha quedado asimilado a un desplome en los precios de los activos financieros determinado fundamentalmente por el exceso de endeudamiento, de esa tercera modalidad de apalancamiento demasiado confiado en la revalorización de las inversiones que financia.

No ha sido Zhou Xiaochuan el primer banquero central en apelar a Minsky. La propia Janet L. Yellen, le dedicaría una muy citada conferencia en 2009, poco antes de llegar a la presidencia de la Reserva Federal de EE UU. También se han referido a él los dos últimos gobernadores del Banco de Inglaterra. Ahora llovía sobre mojado, especialmente en el territorio financiero chino. Antes de la advertencia de Zhou Xiaochuan, otras instituciones, el FMI de for-

**El endeudamiento global se ha más que duplicado en relación al PIB mundial en los últimos diez años**

**Cualquier episodio que altere el precario equilibrio en China puede desencadenar una oleada de ventas de activos**

ma destacada, han invocado el nombre de Minsky, no precisamente en vano. En sus últimos informes de perspectivas globales y en el de estabilidad financiera, del pasado octubre, esa institución subraya como la combinación de una trayectoria de elevada deuda y reducción del espacio fiscal disponible para responder en caso de un ajuste abrupto, conforma una exposición elevada a tensiones financieras. Las familias, los ayuntamientos y las empresas chinas han contribuido a que el endeudamiento se haya más que duplicado en relación con el PIB en los últimos diez años, algo que incluso supera lo ocurrido en España en la década previa a la crisis de 2008.

Además de China, la vinculación al momento actual tiene algunos rasgos cercanos a la caracterización del "momento Minsky": la reducción de la aversión al riesgo, en gran medida obligada por unos tipos de interés históricamente bajos son propiciadores del endeudamiento creciente, así como de la búsqueda de rendimientos en activos de riesgo superior al habitual. La desaparición de las primas de riesgo ha sido paralela al aumento de la deuda en todo el mundo hasta más del 320% del PIB, desde niveles del 265% a principios de la década. Hace pocas semanas observábamos como los bonos de baja calidad crediticia, de "elevado rendimiento", cotizaban con precios históricamente elevados: con tasas de rentabilidad inferiores al 2%. A partir de ahí, cualquier episodio, que altere el precario equilibrio, como un alza en los tipos de interés, puede desencadenar una escalada de ventas de activos por los inversores con el fin de pagar deudas, una crisis en toda regla.

Por eso eran razonables los avisos del gobernador chino y las recomendaciones de un control ordenado de la excesiva expansión del crédito. Frente a ello, no faltan analistas que minimizan el alcance de esas advertencias, debido a un improbable despalancamiento forzoso y generalizado, que se considera el determinante de un "momento Minsky". Es verdad que no son excesivas las inversiones extranjeras de cartera en China, que provocarían las ventas iniciales ante un chispazo, y las autoridades disponen de recursos y capacidad de maniobra suficientes para responder a eventuales escaladas vendedoras de activos estabilizando el sistema financiero, desde luego los más expuestos bancos estatales. Ninguno de esos analistas menos alarmistas, sin embargo, pasan por alto los riesgos que sobre el crecimiento de la segunda economía del mundo puede generar un frenazo en esa dinámica crediticia y de endeudamiento. Frenazos que pueden venir dados por la adaptación a un entorno de mayor endeudamiento en las condiciones monetarias.

Y ya se sabe, en las circunstancias actuales, si China estornuda el resto del mundo debemos empezar a abrigarnos, especialmente los que más cerca tenemos la adaptación a un entorno de menor complicidad monetaria, de también obligada redefinición de la aversión al riesgo, tan marginada del escenario financiero desde que los bancos centrales nos salvaron de males peores. El cambio de actitud de ellos mismos podría ser uno de los detonantes de modificaciones de alcance global en las carteras, y de reversiones en los flujos de capital por aquellos inversores que han tratado de buscar rendimientos donde el margen era cada día más reducido.