



knowsquare .

PREPARADO POR  
CONSEJO EDITORIAL

24 DE MARZO DE 2011

## ESTA VEZ ES DIFERENTE: OCHO SIGLOS DE DISPARATES FINANCIEROS

---

CONFERENCIA DE KENNETH ROGOFF

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de Know  
Square SL.

01 de marzo de 2011. Resumen de la conferencia "Esta vez es diferente: ocho siglos de disparates financieros". Ponente: Kenneth Rogoff. Fundación Rafael del Pino (Calle Rafael Calvo, 39). Asistentes: 300 personas, aforo completo.

## Crítica introductoria

Rogoff es uno de los cinco economistas más relevantes del mundo. Lo que más le sorprendió de su análisis histórico sobre la crisis es que la naturaleza humana no cambia. Las personas piensan que son más listas que sus antecesores; que su país no va a sufrir los problemas que tienen otros; que no van a pasar por los mismos apuros que sus abuelos; que son diferentes y que han aprendido la lección. Esta arrogancia ignorante forma parte del ser humano. Cuando las cosas van bien, el dinero fluye y es muy tentador pensar que, efectivamente, esta vez es diferente. Es un error y este pensamiento se repite a lo largo de la Historia. Pero algo hemos aprendido en ocho siglos de crisis financieras. En esta crisis hemos logrado evitar una segunda Gran Depresión, a pesar del enorme riesgo de que sucediese (extracto de la Fundación Rafael del Pino).

Es una pena que los mayores titulares los diese Rogoff en sus entrevistas, como la que concedió a Cinco Días. Y digo que es una pena porque tiene la ventaja de que una entrevista con titular atrae a más público al acto. Pero luego hay que estar a la altura de las expectativas. En Cinco Días afirmaba que España tendría que pedir un rescate, cosa bien distinta a que suspendiese pagos. Lo justificaba ante su convicción absoluta de que Grecia, Irlanda y Portugal no podrán devolver sus deudas por lo que tendrán que hacer una quita. España no cree que suspenda pagos porque pondría en peligro a toda la eurozona, pero sí acudirá al mecanismo de rescate planteado especialmente para España.

## Resumen

*“Lo típico en una crisis financiera es una resaca de deuda. Y esta crisis no es diferente. Sus implicaciones más inmediatas son menor crecimiento y problemas de deuda pública”*

*“Desbacerse de la deuda es un proyecto de largo plazo y que no puede ser resuelto pronto y quizás sea irresoluble en el caso de los PIGS”*

*“¿Cómo mantendrá Europa un crecimiento sólido ante la perspectiva de poblaciones envejecidas y peligrosos programas sociales?”*

*“Tener mucha deuda genera problemas. Krugman está en desacuerdo”*

*“España debe reducir su deuda sin hacerlo público”*

*“España es sencillamente demasiado grande para suspender. Grecia, Irlanda y Portugal suspenderán pagos”*

*“España tiene que volver a los fundamentales: mejorar la productividad y fijarse en el largo plazo”*

*“Lamento no haber aprendido español, y eso que estuve en España jugando al ajedrez en numerosas ocasiones. Contarles a usted por qué dejé el ajedrez es una larga historia”.*

Resulta paradójico que sea más conocido por economía que por ajedrez. Recuerdo el caso de un joven estudiante del MIT que se acercó a verme: *“usted es Ken Rogoff, me moría por conocerle”*. Supuse inmediatamente que sería por mi trayectoria en ajedrez, así que le dije: *“sí, ¿juegas también al ajedrez?”*. Y sorprendido, el estudiante me dijo: *“no, pero usted es un experto en divisas. Es increíble porque estoy trabajando en comercio inter-estelar, comercio entre planetas y estaba pensando en que necesitaríamos una moneda”*. Yo le pregunté: *“¿Pero has hecho ya contacto con otros mundos?”*. El chico iba muy en serio y nos pusimos a trabajar en eso. Tranquilos: si necesitaríamos una moneda inter-estelar, estamos preparados.

En mi etapa en el FMI conocí a Carmen Reinhart, con la que labré una buena amistad, consumada con la publicación en conjunto del libro que da título a la charla. El libro, titulado, "Esta vez es diferente: ocho siglos de disparates financieros", ha sido editado en numerosos idiomas pero no ha sido todavía editado en español y es muy académico. Ha visto la luz tras siete años de investigación sobre las características comunes de las crisis financieras. A diferencia de otros libros sobre crisis, todos excelentes, como el de Jack Kindleberger, este es un libro que se apoya en infinidad de datos históricos. Nos ofrece una perspectiva cuantitativa de las crisis. Y además le debe mucho a la existencia de Internet, gracias al cual hemos logrado acceder a datos que no habríamos podido obtener escarbando en bibliotecas. Y por cierto, el título es irónico, hay algunos que todavía no lo han pillado: tratamos de explicar que todas las crisis financieras tienen un comportamiento muy similar y que esta crisis en modo alguno difiere de las anteriores. El libro contiene 100 páginas de anexo de datos. El editor no quería las 200 de datos originales.

Sabríamos que habría una crisis, pero no sabíamos cuándo se produciría. En cualquier caso, la crisis le ha permitido al libro ganar en reconocimiento.

Permítanme resumir los resultados: lo típico en una crisis financiera es una resaca de deuda. Y esta crisis no es diferente. Su implicación más inmediata es menor crecimiento y la otra implicación son problemas en la deuda pública.

Las perspectivas actuales son:

- Crecimiento global por encima de lo esperado.
- El desempleo irá cayendo gradualmente.
- Exceso de deuda que habrá que digerir.
- En particular, grandes dificultades para la deuda soberana (de los países)

La deuda privada está en su máximo histórico y la deuda pública está tan alta como lo era al final de la Segunda Guerra Mundial. Todavía recuerdo cuando nos enseñaban en las clases de economía que la deuda pública se disparó por la Segunda Guerra Mundial y que fue un episodio puntual. Pues ya no es puntual. El total de la deuda de mercado coincide en tamaño con la crisis de 1929. Como verán, disponemos de datos desde el siglo XIX (nota del autor del resumen – está muy orgulloso de ello y lo pone continuamente en valor, como buen académico).

La peor noticia es que Estados Unidos sigue los pasos de la profunda crisis de pos-guerra. Tiene una deuda del 120% del PIB. La de Japón es un poco superior. Dicen que eso no es relevante. El FMI calculó que podría ir hasta el 170% sin problemas. Y ese nivel de deuda pública lo comparte con otros muchos países.

Les muestro a continuación la experiencia histórica coincidente en pasadas crisis bancarias:

1. El precio de los pisos cae una media del 36%, durante 5 años.
2. La Bolsa cae una media de 56%, durante 3,4 años.
3. El desempleo crece una media de 7% durante 4,8 años.
4. Caída de la producción de un 9% de media

Atención porque las desviaciones típicas sobre la media no son tan altas como parece. No redactamos esto como un modelo predictivo, pero parece que también se está cumpliendo en la actualidad con la Bolsa. Esperemos equivocarnos con el desempleo.

El legado clave de una crisis financiera es una acumulación brutal de deuda pública (una media de crecimiento del 86%).

Una de las cosas que más nos ha sorprendido a Carmen y a mí es el profundo desconocimiento de los estudiantes de la historia económica de su país de origen. Me ocurrió en Colombia: los estudiantes creían que su país NUNCA había suspendido pagos.

Pero la sorpresa fue todavía mayor cuando incluso los funcionarios o representantes de los gobiernos negaban la mayor. El número 3 del ministerio economía en Japón nos contestó airoso exigiendo una rectificación a nuestros artículos en los que mencionábamos la suspensión de pagos de Japón. Cuando le enviamos la información de las agencias de *rating* Moody's y Standard & Poors (desde 1940), lo siguió negando. Finalmente, le hice llegar titulares de periódicos de 1942 que lo decían claramente. Aceptó resignado, no sin antes decir que sólo habían suspendido pagos ¡con los enemigos!

En esta ocasión casi nadie parece haber suspendido pagos. ¿Es esta vez diferente?

Veamos la historia:

- Grecia ha estado en suspensión de pagos la mitad de sus últimos 200 años. ¡Y pensar que todavía oigo a altos cargos europeos decir que un país de la Unión Europea no puede suspender pagos...!
- De hecho, muchas economías desarrolladas tienen una larga historia de suspensiones de pagos. Francia lo hizo en 9 ocasiones, Inglaterra en 1594, hasta Alemania. Los franceses, en esos casos, trataban de matar a los acreedores. Nosotros lo consideramos una forma original de reestructuración de deuda. Portugal también. Vosotros los españoles os lleváis el premio... diez en total.

Es verdad que hace años que los países desarrollados no han suspendido pagos (con la excepción de Singapur). Deshacerse de la deuda es un proyecto de largo plazo y que no puede ser resuelto pronto y quizás sea irresoluble en el caso de los PIGS (Portugal, Irlanda, Grecia, España).

Uno podría pensar que los rescates solucionan el problema. Como economista jefe del FMI fui testigo de cómo les dábamos préstamos de rescate a países y al año siguiente volvían a pedirnos dinero. No habían hecho nada. Nosotros les decíamos: *“eres muy malo, pero toma, más dinero”*.

Europa se enfrenta a la siguiente cuestión: ¿cómo mantener un crecimiento sólido ante la perspectiva de poblaciones envejecidas y peligrosos programas sociales? Una deuda elevada impacta negativamente sobre el crecimiento a través de mayores impuestos y menos gasto público.

Si observamos los gráficos, la deuda soberana de los países ricos está cerca de la máxima histórica. Hay una correlación entre el número de países en suspensión de pagos y aquellas épocas en las que la deuda era muy alta (ponderada por el PIB). Nuestra conclusión es que tener mucha deuda genera problemas. Krugman está en desacuerdo.

Lo que sí es una historia diferente es China, que crecerá probablemente un 11%. Y Goldman predice que será más grande que Estados Unidos en 2025. Lo que ocurre es que su actual modelo de crecimiento es insostenible. Tienen que girar de un modelo basado en la exportación a un modelo de crecimiento doméstico. La apreciación del yuan es sólo una pieza de una solución más compleja.

## **Sobre la inflación**

Una solución al problema de la deuda es la inflación, pero es una solución muy dolorosa. Necesitan mucha inflación y rápida. De lo contrario, los bancos subirán los tipos de interés. Por el camino de la inflación irá el Reino Unido.

La solución en Estados Unidos es una combinación de inflación, impuestos, represión financiera y quizás un poco de quita.

## **Predecir una crisis**

No entendemos los tiempos de una crisis financiera. Cuando nos preguntaron hace unos años a Stiglitz y a mí en Davos, sólo estábamos de acuerdo en que Estados Unidos sufriría una crisis, pero no sabíamos en aquel momento cuándo y cómo se desarrollaría. La confianza juega un rol crítico.

## **Japón**

La deuda japonesa es extraordinaria. Se podría pensar que no es tan grave porque la mayor parte es deuda nacional. Sí, pero su población se está jubilando rápidamente. Su fuerza de trabajo lleva tiempo reduciéndose progresivamente. Japón está en una situación muy problemática. Estamos, en mi opinión, ante una crisis en *“slow motion”*. En último término les digo que Japón tendrá una suspensión de pagos parcial.

## **El tipo de cambio**

El tipo de cambio es imposible de predecir. Miren que me considero uno de los mayores expertos. Fui economista jefe del FMI y he hecho mucha investigación. Sólo les puedo decir esto: *“estoy más seguro que la mayor parte de la gente de que no tengo ni idea de cómo se van a comportar los tipos de cambio”*.

## China

Quién sabe la deuda que tiene China. No es que el gobierno lo esconda. La habilidad que tiene China de producir datos fiables es débil. Sospecho que tienen más deuda de lo que los números oficiales muestran.

## Un aprendizaje: cómo evitar crisis financieras

Al final, no se trata sólo de regulación, supervisión financiera... es sobre el comportamiento de toda nuestra sociedad. Evitar una crisis depende directamente en haber vivido y recordar pasadas crisis financieras. La gente se olvida, pero no tan rápido. Canadá y Suecia evitaron esta crisis. ¿Por qué? Porque tienen sus pasadas crisis relativamente frescas: Canadá en 1994 y Suecia en 1992. Les garantizo que la regulación de Canadá no tiene nada especial. Es un tema social. La situación en España es difícil pero sería todavía más difícil de no haber tenido una crisis en los setenta. Y el Banco de España era consciente de ello.

Lo que más nos emocionó a Carmen y a mí fue la similitud de las secuelas de todas las crisis a pesar de ser tan diferentes los sistemas políticos, económicos y legales, hasta la cultura. Hay cosas muy profundas en la naturaleza humana. La gente me saca la *Dodd-Frank Wall Bill* (cambio en la regulación financiera de Obama del año 2010), con sus 2.000 páginas y me dice: ¿funcionará? Es mejor mantener las cosas simples: hay esquemas regulatorios sencillos que funcionan muy bien. Cosas tan sencillas como hizo el Banco de España: si coges una hipoteca no puede ser el 100% del valor de tasación<sup>2</sup>. Eso sí se podía en Estados Unidos.

## España

Es muy difícil para el euro dejar que España suspenda pagos, no así otros países mucho más pequeños. Es posible que alguna de ellas: Grecia, Irlanda o Portugal hagan una restructuración fantasma, pero creo que es un final de partida (terminología de ajedrez) inevitable. Y en cuanto caiga Letonia, lo mismo ocurrirá con Estonia.

España es sencillamente demasiado grande para suspender pagos. Si cae España habrán perdido la confianza en cualquiera. Nadie estará seguro. ¿Cómo se puede tener confianza en Italia o en Bélgica? No sé si los alemanes son conscientes de ello. La Unión debería dibujar una línea en España. Pero no es tan simple. Sospecho que hay mucha más deuda municipal que hay que reestructurar en España, por no hablar de las cajas. España tiene que volver a los fundamentales: mejorar la productividad y fijarse en el largo plazo. El problema en España es manejable y debe ser manejado. España debe reducir su deuda sin hacerlo público.

## Ajedrez

El ajedrez me ha ayudado a mantener la calma y pensar con claridad. Pensé que como académico mi vida sería menos estresante, pero colegas como Larry Summers o los propios estudiantes me hacen la vida muy difícil.

El ajedrez también me ayudó a pensar cómo piensa el oponente. Era muy útil en negociaciones con el FMI. Muchos jugadores de ajedrez me escriben preguntándome cómo lo dejé. Es muy adictivo. *"Lo duro es que cuando eres muy bueno en una cosa es muy difícil dejar de serlo durante mucho tiempo"*.

## Notas Como Speaker

- Dio la charla de pie, junto al atril.
- Las preguntas y respuestas las respondió sentado, en la mesa presidencial, junto a María del Pino y Amadeo Petibó.
- Para ser un economista, es aceptablemente entretenido y didáctico.
- Logra incluso generar risas, pero sobre todo a través del sarcasmo.
- Emplea diapositivas, y a través de las cuales sigue el hilo de charla.
- Las diapositivas, al contrario que muchos economistas, son menos farragosas de lo habitual (para un economista) y gusta de mostrar gráficos, muchos gráficos. Algunos tienen un diseño espantoso (no se ha leído el libro *"Say it with Charts"*, resumido por cierto en Know Square). Es una conferencia muy analítica, basada en multitud de datos y muy visual gracias al apoyo de tablas y gráficos.
- Viste formalmente, con chaqueta y corbata.
- La adaptación a la audiencia fue mínima, ya que no habló de España sino de su libro. Tan sólo en la parte de preguntas y respuestas sí respondió a las preocupaciones de los asistentes.
- Se mostró muy cálido con las preguntas relativas al ajedrez.

## Sobre el ponente

El profesor Rogoff es Catedrático de Economía de la Universidad de Harvard desde el año 1999 e investigador asociado del National Bureau of Economic Research (NBER) de los EEUU desde el año 1985. Comenzó su carrera profesional en 1979, cuando se incorporó, en calidad de economista, al Departamento de finanzas internacionales de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

En el año 1992 se incorporó a la Universidad de Princeton como Catedrático de Economía y Relaciones Internacionales.

En 1975 Kenneth Rogoff se licenció *cum laude* en Economía en la Universidad de Yale; obtuvo el Doctorado en la materia en el Massachusetts Institute of Technology cinco años después.

Su obra más reciente, en colaboración con Carmen Reinhart, es *"This time is different. Eight Centuries of Financial Folly"*, publicado en 2009.

Gran aficionado al ajedrez en su juventud, Kenneth Rogoff alcanzó el grado de Maestro nacional en los EEUU a los 14 años de edad. En 1974 se convirtió en Maestro Internacional y cuatro años más tarde, en Gran Maestro. En el año 1975 alcanzó el subcampeonato nacional norteamericano de ajedrez. Ha logrado tablas en partidas con varios campeones del mundo de ajedrez como Mijail Tal y Tigran Petrossian.

Ha sido economista jefe del FMI.

## Transparency Vow

- El autor de este resumen sólo ha tenido un par de conversaciones puntuales con el ponente.
- El autor de este resumen tiene una relación muy cordial con la Fundación Rafael del Pino.

## Notas

<sup>1</sup>Nota del Consejo Editorial: si bien el autor —expresamente— citó el acrónimo, los lectores de Know Square ya conocen que para el resto del documento, sustituiremos esta expresión por la de los países a los que se hace referencia.

<sup>2</sup>Nota del Consejo Editorial: evidentemente, el desconocimiento de nuestro ponente en esta materia es relevante, por cuanto en España esta práctica no está prohibida. Lo que dice la Ley es que si quieres emitir Cédulas Hipotecarias o FTH, el ratio préstamo/valor no puede superar el 80%, pero si puedes emitir FTA que incorpora el resto de los préstamos “non conforming” y que ha permitido a entidades financieras emitir títulos, y por tanto financiarse, por encima del 100%

© Know Square SL.