La crisis financiera: una película y un libro

Posted on 1 de noviembre de 2011 by Carlos Pérez de Eulate

Ninguna ciencia podría progresar si no existiesen disidentes entre sus adictos.

Joseph Schumpeter

El Oscar al mejor documental ha recaído en 2011 en la película *Inside Job*, que ha llegado a nuestras pantallas en versión original y, por tanto, en un circuito de distribución minoritario, lo que no ha sido obstáculo para su éxito de crítica y público. La ficha técnica nos dice que su director y guionista es Charles Ferguson, nacido en 1955, prácticamente desconocido en la industria cinematográfica y que, como todo crédito, realizó en 2007 otro documental titulado *No End in Sight: The American Occupation of Irak* (traducido como *La guerra sin fin*), que llegó a estar nominada para el Oscar también en la categoría de documental. Ferguson proviene del mundo de las nuevas tecnologías y no es, en consecuencia, un advenedizo. En 1996 vendió su empresa Vermeer Technologies, creada en 1994, a Microsoft por 133 millones de dólares. Su nueva carrera cinematográfica no ha podido, por ello, empezar mejor. Pero no pretendemos aquí realizar crítica cinematográfica. Como muchos lectores ya habrán visto la película, basta recordar que se trata de una brillante y habilidosa puesta en escena del argumentario, para entendernos, de izquierdas sobre las causas y el desarrollo de la actual crisis financiera, centrado fundamentalmente en la crisis del mercado hipotecario estadounidense o, para ser más precisos, en el estallido de la burbuja de los créditos *subprime*. Quizá quede para una segunda edición el caso de la crisis europea, centrada más en las paradojas del euro y en los desequilibrios fiscales de ciertos países, pero esto es ya harina de otro costal.

Lo que resulta sorprendente es que en los créditos de *Inside Job* no figure ninguna referencia al libro de reciente aparición (en noviembre de 2009 en su versión inglesa, con traducción española de septiembre de 2010) de John Cassidy aquí reseñado. Quien haya leído el libro –que, por otra parte, recomendamos sin reservas (no así la película)– habrá notado las estrechas similitudes entre esta última y la tercera parte del libro, la titulada «La gran crisis». Ya no solo en la valoración, sino en el desarrollo lineal de las ideas, parece que el guión (y el guionista que, repetimos, es también el director) se hubiera inspirado, por no emplear un término menos elegante, directamente en el libro citado. Pero tampoco se trata aquí de

evaluar el copyright.

De lo que se trata es de dar noticia del libro, de su contenido, y de aventurar una opinión general que sirva de guía al potencial lectorEl libro de Paul Cassidy era uno de los reseñados por Stephen Fay en su recensión colectiva «A sus anchas», *Revista de Libros*, núm. 165 (septiembre de 2010), pp. 11-13.. En primer lugar, dos palabras sobre el autor. John Cassidy no es un desconocido, al menos en el mundillo financiero-periodístico de la Gran Manzana. Desde 1995 escribe en *The New Yorker* en la sección de economía y finanzas, y anteriormente fue corresponsal en Washington y responsable de la sección de finanzas de *The Sunday Times* (Londres). Tampoco es su primer libro sobre crisis, ya que en 2002 publicó Dot.com: *The Greatest Story Ever Sold*, sobre el estallido de la burbuja de las tecnológicas. Podría decirse que es un especialista en periodismo sobre crisis financieras y que no ha desaprovechado su oportunidad.

Pero el libro, y por ello es interesante, no se limita a la crónica de la génesis y el desarrollo de la actual crisis financiera internacional. *Inside Job*, sí, y de ahí que, valoraciones cinematográficas aparte, recomendemos la lectura del libro, que no solo presenta una visión más matizada, y no por ello menos crítica, sino que abarca dos áreas del máximo interés expuestas en un lenguaje llano y, al tiempo, riguroso, con una vivacidad y talento que atrapa al lector en temas que, por su propia naturaleza, no son propicios a lograrlo.

Por qué quiebran los mercados se estructura en tres partes bien diferenciadas: economía utópica; economía basada en la realidad; la gran crisis. Las dos primeras son la antesala de la última, el verdadero objetivo del libro. La primera parte, la economía utópica, es un excurso polémico, pero muy ameno, sobre el pensamiento económico desde Adam Smith hasta las expectativas racionales de Robert Lucas, pasando por la teoría de los mercados eficientes, la economía del bienestar y la macroeconomía, de Keynes a Friedman. Hablar o escribir de teoría económica es como respirar a gran altura, donde el oxígeno se enrarece. Como el montañismo extremo, no se encuentra al alcance de todos los mortales, ni interesa a la mayoría de ellos. Pero no tema el lector: aquí el autor proporciona su propia botella de oxígeno en forma de cierto humor y distanciamiento, con un lenguaje muy desenfadado.

Cassidy presta especial atención a dos temas. Por un lado, al análisis de los mercados competitivos y su formalización a partir de la teoría de la utilidad marginal, lo que se conoce como marginalismo, un paso teórico sustancial sobre el anterior enfoque cuasicontable del valor trabajo, del precio en función de los costes (base del marxismo más ortodoxo). Autores como Carl Menger, William Stanley Jevons, Francis Y. Edgeworth, Alfred Marshall y, sobre todo, Léon Walras construyeron el edificio teórico que validaba el mercado como asignador

óptimo de recursos. La cumbre del mismo es la teoría del equilibrio general de Walras. Este edificio teórico resulta altamente sugestivo, al incorporar a la nueva ciencia económica un aparato matemático propio de las ciencias experimentales. Enfoque muy caro a personalidades como Joseph Schumpeter, para quien Walras era precisamente su economista preferido. Nace así el análisis económico fundado en la teoría del valor, el corazón de la microeconomía, con desarrollos cada vez más complejos y, al tiempo, más alejados de la realidad económica.

Por otro lado, el tema del comportamiento del sistema financiero desde el punto de vista de su lugar en el equilibrio macroeconómico general. Las finanzas han sido hasta fechas más bien recientes (quizás hasta Keynes) las grandes ausentes del análisis económico. Era un campo de especuladores, de arribistas, una actividad menospreciada por el estudioso, por el teórico, que no influía en los equilibrios de las variables reales. Es el conocido postulado de la economía clásica del «velo monetario»: el régimen monetario no influye en las variables reales. Para apuntalar estas ideas en la segunda mitad del siglo XX se desarrolla la teoría de la hipótesis de los mercados eficientes que popularizó Eugene Fama, según la cual los precios de los activos financieros reflejan toda la información disponible y, por tanto, son precios de equilibrio. En consecuencia, no hay lugar para ganancias extraordinarias, no puede haber ni burbujas ni activos depreciados. Una vez más, el mercado de activos financieros resulta irrelevante desde el punto de vista macro.

En definitiva, un mundo de equilibrios que goza del máximo predicamento en el ámbito económico con pocas voces discrepantes. La más notable quizá sea la de Keynes, con su trampa de la liquidez, las deficiencias de la demanda agregada, el activismo fiscal del Estado y otras recomendaciones al borde de la ortodoxia liberal que posibilitaron, es cierto, la estabilidad del sistema hasta el último cuarto del siglo xx, pero también facilitaron intelectualmente múltiples abusos cuando la teoría se transformó en ideología al servicio de dudosas prácticas populistas. Solamente por la lectura de estos capítulos de contenido analítico, para no profesionales, el trabajo de Cassidy ya merece una acogida favorable.

La segunda parte trata del reverso de la primera: los fallos del mercado, es decir, las grietas en ese edificio científico, especialmente en el de la teoría del valor y la racionalidad del consumidor. Los economistas neoclásicos que levantaron ese extraordinario armazón del equilibrio general y la teoría marginalista del valor no eran tan ingenuos como para no observar que la realidad escapaba a los postulados simplificadores de la teoría. Marshall ya acuñó la expresión de economías externas y Arthur Cecil Pigou, su sucesor en la cátedra de Cambridge, desarrolló la teoría con el concepto de la disparidad entre costes privados y costes sociales. Pero sí es cierto, y John Cassidy se encarga de subrayarlo, que es en la

segunda mitad del siglo xx cuando se elabora con más profundidad el análisis de los fallos del mercado. La realidad económica se aleja definitivamente de la teoría económica, y este es quizás el postulado fundamental del libro: una cosa son los modelos económicos y otra muy distinta cómo funcionan los mercados. La literatura sobre los fallos del mercado se ha enriquecido enormemente desde el artículo seminal de Francis Bator de 1958, titulado precisamente *La anatomía del fracaso del mercado.*

Una tipología elemental incluiría los siguientes «fallos»: economías de escala (o el problema del oligopolio y el monopolio); economías externas (o disparidades entre costes sociales y costes privados); bienes públicos (o el problema de los bienes libres); información asimétrica (o el problema de la discriminación de información entre los agentes que operan en el mercado); y, por último, la incertidumbre (o *shocks* imprevistos y no incorporados en el modelo). Cassidy pasa revista a todos ellos, no solamente en el plano de las ideas, sino también con ejemplos concretos como el mercado del seguro, el automovilístico, la asistencia sanitaria o el sistema financiero.

La consecuencia práctica de todo ello es, por un lado, la incorporación creciente de estudios de comportamiento del consumidor/productor, la llamada economía «conductual», de la conducta, con raíces en la psicología y en la sociología, que socava el paradigma de la racionalidad. Y, por otro, la disolución de la teoría económica en un delta de múltiples brazos con escasa capacidad predictiva y, en consecuencia, con escasa utilidad política, de política económica.

Si la prédica de la teoría, tanto micro como macro, es más que dudosa a la vista de que la realidad es muy diferente del mundo ideal del análisis económico, si los fallos del mercado son tan amplios que los mercados competitivos son la excepción, la política a secas suplantará a la «mano invisible» de Adam Smith. Se abre así la vía a la racionalización de la intervención pública sin apenas limitaciones. No solo en un plano macro el mercado no garantiza el pleno empleo y es proclive a crisis y burbujas especulativas, sino que en un plano micro los mercados son tan imperfectos que la regulación debe ser omnipresente: de aquí al socialismo, en su variante posmoderna, es decir, sin propiedad pública, hay solo un paso. Paso que no creemos que John Cassidy quiera dar. El libro, como decimos, es más rico en ideas, más matizado y complejo que la película.

La tercera parte, dedicada a la gran crisis, muestra cómo, por una conjunción de factores, el mercado falla estrepitosamente. Si no la mejor, indudablemente es de las mejores crónicas disponibles sobre la crisis financiera global, con orígenes en el estallido de la burbuja hipotecaria estadounidense. Aquí el villano es Alan Greenspan y los sucesivos hechos se

narran en el mejor estilo periodístico, con una cercanía y vivacidad insuperables. La secuencia es bien conocida: sostenida reducción de los tipos de interés estadounidenses durante un período excesivamente prolongado (culpable, Alan Greenspan); desarrollo sin precedentes de mecanismos de ingeniería financiera, especialmente derivados y titulizaciones, ambos escasamente regulados; y, finalmente, el componente de psicología de masas y especulación (a lo Hyman Minsky), provocando la euforia, la burbuja y la consecuente explosión, caída, recesión y paro.

Lo que ha fallado es la percepción sobre la economía real, sobre cómo funcionan en realidad los mercados y sus agentes y cómo dice la teoría que funcionan o deberían funcionar. Dicho de otra forma, ha habido un déficit de supervisión del sistema financiero en su conjunto. La descripción es brillante y algunos datos son realmente preocupantes. Por ejemplo, y refiriéndose al mercado estadounidense, las tres cuartas partes de los créditos *subprime* entre 2000 y 2006 fueron titulizados (p. 276); entre 2001 y 2006 las hipotecas *subprime* crecieron en un 450% (ibídem). Estos créditos eran, en más de un 80%, de interés variable y el valor medio de una hipoteca pasó de 150.000 dólares en 2001 a 259.000 dólares en 2005 (p. 279); el primer emisor de títulos respaldados por créditos hipotecarios no fue otro que Lehman Brothers (p. 280).

Cassidy es, por tanto, partidario de una profunda reforma de la regulación financiera, con algunas ideas concretas y no meramente declaraciones programáticas. La intervención gubernamental, por supuesto, es decisiva en el sector financiero y posiblemente no ha estado a la altura de las circunstancias. El financiero es un sector crucial, con efectos en toda la economía. La intermediación financiera sufre el problema concreto de opacidad en la información, de información oculta y asimétrica. El inversor generalmente no dispone de información suficiente, o esta se presenta de modo incomprensible. El prestatario asume riesgos que, si conociera, declinaría en la mayoría de los casos. No todas las instituciones financieras están igualmente reguladas, no todas presentan los mismos riesgos, y los criterios de transparencia e información son también muy diversos. En efecto, la intervención del regulador es imprescindible. Pero, en el dilema de regulación versus mercado, los equilibrios son siempre inestables. Dos son las reflexiones con que queremos terminar.

Primera: el hecho cierto de que el conocimiento desde el sector público de la actividad del sector privado es siempre imperfecto, aun a pesar de la multiplicidad de agencias y de datos estadísticos que estas elaboran. La paradoja es que resulta necesaria una regulación de la actividad privada, en este caso la financiera, pero la dinámica del mercado elude constantemente esta regulación. El regulador no es un ente omnisciente y debe ser por ello modesto y prudente, lo cual no quiere decir ingenuo e incauto. La regulación financiera

nunca impedirá las crisis, que son consecuencia de la actividad cíclica de los negocios. La solución no es suprimir las crisis, pues ello exigiría la intervención paralizante de la actividad privada. El objetivo debe ser el establecimiento de normas lo más generales y simples posibles que encuadren la actividad privada, sin eliminar ni el riesgo ni los incentivos. Se trata de erradicar el «riesgo sistémico», de caída del sistema, de crisis profunda, sin impedir crisis parciales. La solución adecuada de estas es tan importante como la preocupación ante la amenaza de que el sistema no asuma riesgos excesivos.

Segunda: la regulación puede ser prudencial o intrusiva. No es lo mismo establecer un coeficiente mínimo de recursos propios (o su inversa, un apalancamiento o proporción máxima de pasivos a recursos propios) que determinar el riesgo de *cada tipo* de operación financiera y, en función de esta, el nivel de capital. Esto último es un ejemplo de regulación intrusiva que, como se ha demostrado (Basilea II), no ha servido de mucho. Así, no parece que el supervisor financiero deba reemplazar o sustituir al banquero o al gestor de fondos privado.

Los mercados privados, en efecto, tienen múltiples fallos, pero la actividad pública está sujeta también a numerosas limitaciones. Por este motivo es preferible una regulación prudencial, general, lo cual no quiere decir laxa ni uniforme, a otra en que la casuística pretenda sustituir las decisiones de los agentes del mercado. Pero para ello es necesario que este pueda disciplinar a aquellos. Las crisis son situaciones extremas, las autoridades deben limitar sus efectos por medio de una regulación preventiva, una supervisión *ad hoc* y una actividad anticíclica, pero no pueden ni deben tratar de sofocar la iniciativa privada. El enunciado es, naturalmente, más fácil que su puesta en práctica. Podemos, por consiguiente, estar de acuerdo con Cassidy: «Un gobierno eficaz se basa en conseguir el equilibrio adecuado entre autonomía y coordinación. Si la supervisión es excesiva, la innovación razonable se verá ahogada. Si la supervisión es insuficiente, la economía puede encaminarse hacia el boom y la depresión» (p. 365).

Terminamos recomendando la lectura de *Por qué quiebran los mercados*, sobre todo a quienes hayan visto la película *Inside Job*. De esta última se obtiene una visión antiliberal basada en la mezcla interesada de mercados insuficientemente regulados, crisis financieras y comportamientos en el ámbito privado moralmente rechazables. Los vicios privados, y más los delitos, se encuadran dentro de la regulación cívica, en el ámbito del derecho, incluido el penal. Los problemas económicos y, entre ellos, los financieros en particular, merecen y exigen un análisis más neutral. El lector del libro sacará, sin duda, sus propias conclusiones.

Autor: John Cassidy
Edicion: RBA, Barcelona
Paginas: 416 pp.
Precio: 35 €
Titulo: POR QUÉ QUIEBRAN LOS MERCADOS. LA LÓGICA DE LOS DESASTRES FINANCIEROS