

ANTONIO TORRERO MAÑAS

LOS ECONOMISTAS Y LA CRISIS
FINANCIERA (2007-2008)

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO
2018

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
AGRADECIMIENTOS.....	13
PRESENTACIÓN.....	15
1. EL PAPEL DE LOS ECONOMISTAS.....	19
1. La visión del economista.....	21
2. Conocimiento imperfecto. Incertidumbre.....	24
3. El realismo de los supuestos.....	27
4. Ideas prevalecientes antes de la crisis.....	29
2. DOS CONCEPTOS OLVIDADOS: EL TIEMPO Y LA INCERTIDUMBRE.....	35
1. El tiempo.....	35
2. Minsky, el tiempo y la Gran Moderación.....	40
3. Más sobre la incertidumbre.....	46
3. LOS CONFLICTOS DE INTERÉS DE LOS ECONOMISTAS.....	51
1. Los economistas y la crisis financiera (2007-2008).....	54
2. El prestigio de la profesión.....	62
4. LA CAPACIDAD DE PREDICCIÓN.....	65
1. Tendencia y predicción. El pasado como referencia.....	66
2. El fracaso en la predicción de la crisis financiera.....	74
3. Economistas que advirtieron de la inestabilidad potencial de las finanzas antes de la crisis.....	85
4. La imposibilidad de predicción de la crisis por su extrema dificultad.....	93
4.1. Las opiniones de grandes economistas antes de la crisis.....	97
4.2. Las opiniones de los economistas a partir de la crisis.....	102
4.3. Extrema dificultad del acierto en la predicción.....	106
5. NOTA FINAL. SEIS PUNTOS.....	121
BIBLIOGRAFÍA.....	125
ÍNDICE DE AUTORES.....	135
ÍNDICE DE MATERIAS.....	139

PRESENTACIÓN

En los últimos veinte años he centrado la atención en el fenómeno de las crisis financieras. En 2003 publiqué *La burbuja especulativa y la crisis económica de Japón*; en 2006 *Crisis financieras. Enseñanzas de cinco episodios*. En los años siguientes seis libros más que seguían la estela de la crisis financiera que estalló en el otoño de 2007. Se trata, pues, de una reflexión continuada sobre las crisis financieras, en especial de esta última. Pido disculpas por la reiteración de algún pasaje y por las auto-citas, que me he permitido cuando no he encontrado ninguna forma mejor de expresarme.

Estaba trabajando, antes del verano, sobre un tema para mí muy atractivo; el título provisional del libro en proyecto es *La renovada atención por la obra de Keynes con motivo de la crisis financiera*. Pensé dedicar los dos primeros capítulos a revisar el papel que los economistas habíamos tenido en la crisis; en qué medida se había anticipado, vislumbrado o predicho; cuáles habían sido las reacciones y las consecuencias de la perturbación sobre la profesión.

Coincidió con una invitación para participar en el curso de doctorado de la Universidad de Alcalá; como me gusta llevar el texto escrito con mi intervención, dediqué este verano (2018) a terminar esos capítulos que finalmente decidí publicar por separado. Ese es el origen de este libro.

Como podrá apreciar el lector, mi posición es bastante crítica, en términos generales, del papel que hemos desempeñado los economistas en la crisis. Celebro las intuiciones y aportaciones de grandes maestros del pasado como Keynes y Hayek, y de otros más recientes como Minsky, pero el núcleo central de la profesión asistió al estallido de la crisis con asombro y estupor. Hubo, sin embargo, muy honrosas excepciones.

He de aclarar que no estoy desencantado con mi profesión. Fuera de ella, sobre todo, se ha extremado la crítica y se ha extendido el escepticismo sobre la aportación de los economistas, ya que no hemos logrado anticipar la catástrofe. Desde dentro de la disciplina, se tiene más comprensión de las limitaciones. La economía es una ciencia social, y entrever la dinámica de algo tan complejo como el comportamiento

del colectivo es una labor difícilísima en la cual la pretensión excesiva es, casi siempre, el preludio del fracaso y la decepción.

En mi opinión, a la ciencia económica no se le puede pedir lo que no puede dar. Cae fuera de las posibilidades del economista anticipar con precisión cuándo y cómo puede producirse una perturbación financiera de la magnitud que estamos viviendo. Eso no anula la capacidad de análisis, ni tampoco la posibilidad de formular hipótesis y recomendaciones sobre las políticas a seguir en el futuro, partiendo, eso sí, de objetivos tanto modestos como inmediatamente revisables a tenor de las circunstancias.

Lo que sí creo que debe exigirse a la profesión es que los análisis entronquen con la realidad, que es compleja, diversa y cambiante. Nuestros maestros no nos han dado recetas, nos han enseñado a establecer prioridades y nos han ayudado a enfocar los análisis; en síntesis, su obra nos estimula y ayuda a nuestra propia inspiración.

En el texto advierto que los economistas no tenemos capacidad para predecir el futuro, pero tampoco somos completamente ignorantes. Algo sabemos y ese algo puede ser de utilidad si se emplea con modestia y realismo. Particular importancia le doy a la capacidad de detectar tendencias insostenibles que, de mantenerse un tiempo prolongado, provocan desequilibrios susceptibles de ajustes violentos.

Lo anterior no se refiere solo al pasado. Considero la situación actual más alarmante que la previa a la crisis de 2007. Se ha evitado otra Gran Depresión, pero se ha sembrado un campo de minas a través de la creación de una liquidez gigantesca que ha tenido como objetivo impulsar la valoración de activos provocando una desigualdad de renta y riqueza que está afectando a delicados equilibrios sociales.

Además de la desigualdad, la política monetaria agresiva crea sus propios riesgos. Como nos ha recordado WOLF (2014: 389), puede mantener compañías zombis durante demasiado tiempo induciendo a inversiones antieconómicas y, sobre todo, animar, como ya lo está haciendo, a nuevos préstamos cuando apenas hemos salido de una crisis provocada, entre otras razones, por un endeudamiento excesivo.

Por ambos motivos: creciente desigualdad de renta y riqueza, y aumento del endeudamiento e ineficiencia en la asignación de los recursos, la vía de abundante liquidez y bajísimos tipos de interés tendrá un final que me temo sea violento. No estamos, pues, en un sendero estable y mantenible sino sumamente vulnerable. Las finanzas globa-

les, cada vez más concentradas, pueden provocar una hecatombe en cualquier momento, aunque no sepamos ni cuándo, ni dónde, ni el detonante que desencadene la inestabilidad.

Esa es mi convicción que de manera implícita ha inspirado la redacción de estas páginas.

Miraflores de la Sierra, septiembre 2018

1

EL PAPEL DE LOS ECONOMISTAS

La crisis financiera que se inicia en 2007–2008 es la mayor perturbación desde la Gran Depresión de los años treinta. Cómo se gestó la crisis, la responsabilidad de personas e instituciones, las medidas que se adoptaron, la duración y, por último, las consecuencias para el futuro de las decisiones que se han tomado, constituyen el gran tema económico de nuestro tiempo, si se me permite recordar la expresión de Ortega.

Para los economistas el asunto es medular. Nos sitúa ante un escenario del que hay precedentes parciales: la propia Gran Depresión de la década de los años treinta del pasado siglo o la burbuja japonesa a partir de 1990, pero también hay zonas oscuras, muchos interrogantes nuevos a los que no tenemos respuesta, o al menos una ampliamente aceptada. Además, el prestigio de nuestra profesión, de nuestros conocimientos, se ha puesto en cuestión y hay razones fundadas para ello. Estamos en un momento clave. Como se ha destacado, el estudio de la Gran Depresión alumbró una nueva generación de macroeconomistas, liderada por Milton Friedman; la crisis de 2007–2008 puede ser otro momento esencial para una nueva generación de macroeconomistas que tengan como misión esclarecer lo sucedido y, al tiempo, apuntalar las debilidades de la ciencia económica que la crisis actual ha puesto de relieve (MANKIW y REIS, 2017: 9).

Esa nueva generación asociada con Friedman y el estudio específico de la Gran Depresión, no fue, sin embargo, la primera. Corresponde a Keynes el desbroce del nuevo campo: la macroeconomía. Su obra fundamental, la *Teoría General* (1936), está inspirada y motivada por la Gran Depresión que comienza en 1929, prolongándose los efectos negativos hasta los albores de la Segunda Guerra Mundial.

De manera que la crisis actual ha supuesto una gran revolución en nuestra disciplina. He aludido a la macroeconomía, pero también ha afectado a la microeconomía, aunque en menor medida, seguramente porque en el campo microeconómico el nivel de acuerdo entre los economistas es mayor. Como señaló OLSON (1982: 182):

«La gran mayoría de los economistas serios y bien formados, sean de derechas o de izquierdas, de esta escuela o aquella, aceptan básicamente la misma teoría microeconómica. Tienen puntos de vista similares sobre muchas políticas microeconómicas prácticas, como los aranceles y las restricciones al comercio [...]. Desafortunadamente, muchos de los economistas que comparten la misma teoría microeconómica están en profundo desacuerdo respecto de la macroeconomía: el estudio de la inflación, el desempleo, y las fluctuaciones de la economía, como un todo».

No es extraño, por tanto, que se haya intentado conseguir el mismo nivel de acuerdo en macroeconomía que en microeconomía, y que el objetivo haya sido fundamentar la teoría macroeconómica en lo que se consideraba mayor rigor microeconómico. Sin embargo, la crisis ha puesto en evidencia la llamada «falacia de composición», que se produce cuando comportamientos racionales de familias o empresas, conformes con planteamientos razonables a largo plazo, dan lugar a perjuicios en el conjunto de la economía. Keynes nos llamó la atención sobre los efectos del ahorro excesivo que se traduce en reducciones de la demanda efectiva global, y por tanto de la producción y el empleo. La misma idea es utilizada por KOO en el campo financiero:

«El problema de la falacia de composición surge porque una economía nacional se ralentiza si la gente cesa de pedir prestado y gastar los recursos que son ingresados en el sistema financiero mientras que otros ahorran o pagan sus deudas. Si todos se comportan como el último grupo y nadie se endeuda y gasta, la demanda agregada se contraerá por el importe de los ahorros no demandados como préstamo» (2015: 15).

En definitiva, conductas individuales responsables pueden derivar en resultados colectivos negativos. Esto implica que resulte dudoso que la suma de comportamientos microeconómicos se refleje adecuadamente en el agregado macroeconómico; de ahí que hayan perdido fuste los intentos de dotar de rigor a las magnitudes macroeconómicas aplicando los procedimientos empleados a nivel microeconómico. Ahora, los investigadores dirigen sus esfuerzos hacia el análisis macroeconómico específico.

La falacia de composición es un punto fundamental que justifica, según los críticos a la ortodoxia dominante, la diferenciación de la macro y de la microeconomía. En un sistema económico y social complejo la conducta del agregado no puede deducirse del análisis del individuo en soledad, puesto que el comportamiento del agente representativo no recoge las interacciones entre los individuos (COLANDER *et al.*, 2008: 1-2).

El fenómeno es claramente perceptible en situaciones de emergencia que afectan a multitud de individuos en acontecimientos sociales; piénsese en los pánicos de estampida en las reuniones religiosas de La Meca, o en los propios mercados financieros. La reacción comprensible y loable a nivel individual para salvar su integridad, o su patrimonio, puede implicar desastres colectivos (BOOKSTABER, 2017: 36).

KIRMAN (2011) ha tratado el tema con detenimiento. Una cuestión esencial es la interacción de los agentes en los mercados, lo cual acepta el modelo estándar, pero considerando exclusivamente los efectos sobre los precios. Una característica esencial de la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH), que ha hecho que tenga tanta influencia en la literatura financiera, es que toda la información, pública y privada, se integra en los precios, de manera que ningún agente tiene interés en acudir a otra información fuera de los precios (p. 18). Eso deja al margen, como precisa Kirman tomando como referencia a Schumpeter, a las instituciones sociales como la propiedad, la herencia o la familia (*ibid.*: 30).

En los mercados financieros, la interacción entre los individuos conlleva la revisión de sus pronósticos, opiniones y elecciones, lo cual genera comportamientos gregarios y burbujas financieras que no entran en consideración si limitamos el análisis a la conducta individual (*ibid.*: 29). Los mercados financieros son un mundo en el cual el tiempo, la incertidumbre y las predicciones sobre el comportamiento futuro tienen un papel esencial:

«Lo que dirige estos mercados son las expectativas de los participantes respecto al futuro de los activos y la mayoría de ellos no tiene fecha de caducidad. La predicción del futuro y cómo se haga es clave para entender el funcionamiento de los mercados financieros» (*ibid.*: 126).

La conclusión, pues, es que los agregados no se comportan como los individuos. Los individuos actúan en la economía con una visión muy limitada de su entorno. Su racionalidad no se corresponde con los axiomas que la economía estándar impone. El sistema tiene su propia dinámica, pero su evolución es difícil de predecir. Pueden producirse grandes cambios sin intervención de ningún *shock* externo (*ibid.*: 32, 33).

1. LA VISIÓN DEL ECONOMISTA

En su *Historia del Análisis Económico* (1954) Schumpeter define la «visión» como el acto cognoscitivo preanalítico: «El trabajo analítico

va necesariamente precedido por un acto preanalítico de conocimiento que suministra el material en bruto del esfuerzo analítico» (p. 78). Merece la pena resaltar, que Schumpeter apunta como el ejemplo más destacado de esta idea el de Keynes: «Se puede decir que todo el período discurrido entre 1919 y 1936 se consumió en intentos (fracasados primero, luego cada vez más logrados) de perfeccionar la visión del proceso económico de nuestra época que Keynes tenía ya en la cabeza en 1919 como muy tarde» (p. 79).

La visión del economista se conforma a partir del país y la época en la que vive, de su experiencia vital y laboral, de su campo de especialización, de la influencia de sus maestros y de sus propios intereses. Todos estos factores influyen en la selección de sus lecturas y orientan la elección de los temas de reflexión y la cristalización de sus ideas. Más adelante abordaré el tema del interés propio del economista como profesional; apuntaré ahora, simplemente, que el hecho de dedicar una parte importante de nuestra vida a un trabajo determinado presupone que le damos al campo en el cual desarrollamos la actividad una importancia desmesurada. SIMON (1983: 96) ha señalado:

«Los humanos no ven el mundo en su totalidad, ven una pequeña parte en la cual viven, y son capaces de racionalizar esa parte del mundo, normalmente en la dirección de exagerar su importancia».

La economía como ciencia también ha conocido un alto nivel de especialización con la teoría de las expectativas racionales y la Hipótesis de los Mercados Eficientes (EMH) como elementos básicos. Fama, el principal expositor de la EMH, ha señalado que ambas teorías son equivalentes (CLEMENT, 2007: 8) y aunque han sido calificadas como altamente ideológicas han llegado a ser dominantes en las instituciones académicas, en especial en las escuelas de negocios, y también en el ámbito gubernamental, incluso por los profesionales moderados. Una característica esencial de la orientación ha sido la progresiva formalización que ha llegado a ser el signo más apreciado en la valoración de las aportaciones de los economistas. KALETSKY (2009: 1) ha señalado al respecto:

«¿Fue Adam Smith un economista? ¿Lo fueron Keynes, Ricardo o Schumpeter? [...]. Su trabajo carecía del “rigor” analítico y de la precisión lógica deductiva demandada por la economía moderna [...]. Si alguno de esos gigantes de la economía aspirara a un puesto en la universidad hoy serían rechazados. En lo que se refiere a su obra escrita, no tendría ninguna posibilidad de ser aceptada en el *Economic Journal* o en la *American Economic Review*. Los editores, si se sintieran caritativos,

podrían aconsejar a Smith y Keynes que probaran en una revista de historia o sociología».

Los economistas académicos han colaborado con el mundo financiero elaborando teorías, aportando innovaciones y trabajando activamente en el asesoramiento de los inversores institucionales y con las empresas de consultoría. Esa implicación hubiera resultado extemporánea hace cincuenta años. En la medida que los economistas académicos colaboraban con el mundo práctico de las inversiones, seguían la tendencia de su disciplina y exaltaban la importancia de los mercados sobre los aspectos negativos, desequilibradores y no cuantificables de la actividad empresarial y de las decisiones humanas.

Esta glorificación de la mecánica de los mercados sobre los juicios personales ha sido más importante, para explicar la crisis financiera, que cualquier explicación de la moderna Teoría de Carteras o la creencia estricta en la EMH (REDLEAF y VIGILANTE, 2010: 79). Las aportaciones a las finanzas de los académicos han sido reconocidas y recompensadas, incluyendo los premios Nobel con los que han sido distinguidos las principales figuras. No debe extrañar, por tanto, que uno de los principales críticos del andamiaje construido por los teóricos de las finanzas señale: «Así, mi problema es que los premios Nobel no son solo un insulto a la ciencia; es que han expuesto al sistema financiero al riesgo de explosión» (TALEB, 2007, *Financial Times*).

Los principales protagonistas de la crisis financiera, los que adoptaron las decisiones, estaban formados, o muy influidos por esa cultura dominante de reverencia hacia las bondades de los mercados financieros si se les permite funcionar con libertad. En la Reserva Federal (Fed), los partidarios de la liberalización de los mercados financieros eran los que prosperaban en el largo mandato de Greenspan (MCLEAN y NOCERA, 2010: 84).

Criterios parecidos imperaban con su sucesor Bernanke, que había forjado su prestigio académico en el estudio de la Gran Depresión. La revisión reciente de KEEN (2017) de la principal aportación de BERNANKE (2000) sobre el tema destaca la escasísima atención que presta a Minsky y a Kindleberger, los cuales habían argumentado la inherente inestabilidad del sistema financiero, pero, al hacerlo, se apartaban de supuestos de la conducta racional de los agentes. Bernanke es explícito al respecto: «No niego la posible importancia de la irracionalidad en la vida económica; sin embargo, me parece que la mejor estrategia de

investigación es extender el postulado de racionalidad tanto como se pueda» (BERNANKE, 2000: 43; KEEN, 2017: 21, 22).

En esta atmósfera de respeto reverencial a la disciplina que imponen los financieros actuando en libertad, hay que situar la iniciativa de Cochrane, un destacado economista de Chicago (yerno de Fama), que en plena eclosión de la crisis financiera ayudó a organizar una protesta contra la propuesta del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de aplicar setecientos billones¹ de dólares para el *Troubled Asset Relief Program*. Más de cuarenta economistas de Chicago la firmaron (CASSIDY, 2010: 2).

2. CONOCIMIENTO IMPERFECTO. INCERTIDUMBRE

Cualesquiera que fueran sus diferencias, Keynes, Knight y Hayek pusieron énfasis en el conocimiento imperfecto de los individuos para adoptar decisiones; esta idea, que hicieron extensiva a los economistas y a la propia economía, la situaron en el centro de sus respectivos análisis (FRYDMAN y GOLDBERG, 2011: 11, 249, 250). Aunque desarrollaré el tema más adelante, apuntaré ahora algunos rasgos de interés.

En el caso de KNIGHT (1921), su análisis de las consecuencias de la «incertidumbre radical» le indujo a cuestionar la relevancia de la teoría estándar de la probabilidad para comprender las decisiones de los empresarios en la obtención de beneficios. Knight argumentaba que es precisamente la disposición a tomar decisiones en situaciones de incertidumbre lo que permitía a los empresarios obtener beneficios, incluso en condiciones de competencia perfecta (KLEINDORFER, 2010: 165).

La obra cumbre de Knight ve la luz el mismo año (1921) en el que Keynes publica su *Treatise on Probability*. Ambos distinguen riesgo e incertidumbre y coinciden en la inadecuación de la probabilidad standard para abordar situaciones de incertidumbre radical. En la *Teoría General* (1936) y aún de forma más contundente un año después (1937) expone con toda claridad las limitaciones de la doctrina clásica, que supone un conocimiento del futuro que los agentes económicos no tienen en situaciones de incertidumbre².

¹ Miles de millones.

² En mi libro (TORRERO, 1998), trato con detalle estas cuestiones. El lector interesado puede seguir las referencias en p. 1204.