

Perplejidades y controversias

Aun cuando la previsión de las crisis financieras no sea una función específica de los economistas, la cuestión que planteaba informalmente la Reina de Inglaterra en su visita a la London School of Economics, acerca de la incapacidad de aquellos economistas para anticiparla, ha terminado convirtiéndose en la síntesis de la perplejidad y el escepticismo que ha rodeado a la profesión. La sensación de fragilidad analítica que ha dejado en algunas áreas del conocimiento económico (en las finanzas, el análisis macroeconómico y, desde luego, en la política económica) es difícil de obviar. Desde las mismas entrañas de la academia, o de las instituciones económicas con mayor tradición, se ha convenido en asumir una suerte de revisionismo de proposiciones hasta ahora consideradas esenciales, que han resultado seriamente cuestionadas por el desarrollo de esta crisis. El actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, que en 2007 había declarado ante el Congreso de su país que la entonces crisis hipotecaria quedaría *probablemente contenida*, admitió en septiembre de 2010 su incapacidad para reconocer los fallos tan significativos que habían tenido lugar en el sistema financiero, amplificadores del declive del sector inmobiliario y de la subsiguiente recesión en la economía.

Fue precisamente el académico Bernanke, en su etapa de profesor en la Universidad de Princeton, el que contribuyó a popularizar la expresión *la Gran Moderación* para describir esa nueva era de ausencia de volatilidad en la tasa de variación del PIB y de control sobre las fluctuaciones cíclicas. Era el triunfo de las políticas económicas que confiaban en las orientaciones de bancos centrales independientes, y en unos mercados crecientemente desregulados, una responsabilidad cada vez mayor en la conducción de las economías, en la amortiguación y dispersión de las fluctuaciones del valor de la producción. La crisis actual ha forzado la revisión de esa ingenua esperanza y ha convertido al propio término *Gran Moderación* en sinónimo del excesivo voluntarismo de los macroeconomistas. No estábamos, en efecto, en una era tan nueva.

Sí es posible afirmar, sin embargo, que estamos ante una preciosa ocasión para que no solo la profesión académica discuta abiertamente acerca de la validez de ciertas hipótesis y proposiciones, hasta ahora centrales en algunas de las áreas del conocimiento económico y que han guiado las políticas económicas en los últimos años. La racionalidad en la que se ampara el comportamiento de los agentes o la de eficiencia de los mercados financieros, son hipótesis centrales que, en cierta medi-

da, han sido contestadas en la actual crisis financiera. Algunas de esas ideas formarían parte de ese conjunto de *la economía zombie* que ha caracterizado John Quiggin (2010), que a pesar de haberlas desautorizado la propia realidad, aparentemente matado, siguen vagando por el paisaje académico, e incluso político, con aparentes pretensiones de resurrección en no pocos casos.

1. Eficiencia y racionalidad en entredicho

Sin necesidad de remontarse a las aportaciones del matemático francés Louis Bachelier (avanzadas en su tesis doctoral de 1900, *La teoría de la especulación*), el concepto de eficiencia de los mercados financieros está estrechamente asociado a la formulación de las correspondientes hipótesis por el profesor de la Universidad de Chicago Eugene Fama (1970) y estas a la modernización de la propia teoría de las finanzas: en la articulación de una muy sofisticada estructura analítica de la formación de precios de los activos financieros y de la evaluación del riesgo. El desarrollo de la gestión financiera en estos últimos sesenta años, hasta la conformación de la moderna gestión de carteras, descansa igualmente en esas hipótesis de comportamiento racional y eficiencia de los mercados.

La proposición central de esas hipótesis de eficiencia es simple: toda la información considerada relevante en el proceso de formación de precios está incorporada en las cotizaciones de un activo financiero. Si creemos que esas hipótesis se cumplen en su forma más fuerte, los mercados fijarán correctamente los precios y cualquier desviación de las referencias de equilibrio será algo circunstancial. La conclusión no puede ser más relevante tomada al pie de la letra: no merece la pena la gestión, o al menos solo si se asume como objetivo batir al promedio del mercado.

La fe ciega en un principio tal puede conducir, efectivamente, a errores importantes, derivados del exceso de simplificación, de la generación de confianza hasta el punto de que no se perciban amenazas como las sufridas en esta crisis. Los recientes artículos de Auters (2009) y Vayanos y Wooley (2009) sintetizan bien las líneas de contraste a esas hipótesis. El artículo de *The Economist* (2009b) procura ser más equilibrado y es una muy buena descripción de la trascendencia práctica de aquellas. La contestación en su forma más fuerte, en modo alguno inválida, sin embargo, el potencial analítico de las hipótesis de eficiencia, las de expectativas racionales o el uso de herramientas analíticas sofis-

ticadas como la modelización matemática. En realidad, cabe esperar una suerte de convergencia entre el refinamiento analítico que las ha amparado en las últimas décadas y enfoques mucho más próximos a la realidad, más reivindicadores del escepticismo, como son los basados en la *behavioural finance*, que trata de aprovechar aportaciones de la psicología a las finanzas.

Han sido Akerlof y Shiller (2009) los que desde posiciones académicas muy respetables han contribuido en mayor medida a interpretar ese distanciamiento de la realidad reivindicando el papel de otras disciplinas, como la psicología. Estos autores han renovado, efectivamente, lo que J. M. Keynes denominó *animal spirits* como impulsos relevantes de la actividad económica: motivaciones no estrictamente económicas, no siempre racionales en la inspiración de los intereses económicos. La importancia de las emociones, de los estados de ánimo, también ha sido explícita en esta crisis y ha contribuido a relativizar esa suerte de asepsia en la que su creciente grado de formalización matemática había conducido a la teoría financiera. Es verdad que la fe, la confianza, pueden jugar un papel no menos relevante que los modelos matemáticos. El ascenso de explicaciones próximas a la *behavioural economics* ha sido, efectivamente, una de las consecuencias más explícitas de esa primera línea de revisión de hipótesis básicas.

La reivindicación del orden establecido, de los paradigmas de siempre, ha tenido una muy sugerente aportación del Nobel Robert Lucas (2009) en la que trataba de salvar algunos de los fundamentos de la moderna macroeconomía y, quizás con más interés, de las modernas finanzas, como la antes referida hipótesis de eficiencia de los mercados financieros que formulara su compañero de universidad, Eugene Fama, hace cuarenta años. Una reacción a la revisión muy crítica que llevó a cabo el también Nobel Paul Krugman (2009a) en un ciclo de conferencias en la London School of Economics y en la posterior publicación (Krugman, 2009b) de un artículo en el dominical del *New York Times*. Fueron esos trabajos los que, en gran medida, pueden considerarse los principales desencadenantes de una muy sugerente controversia.

2. Revisionismo macroeconómico: el papel de las instituciones financieras y la complejidad de los sistemas financieros

La crisis también ha propiciado que cobren más peso específico las aproximaciones más institu-

cionalistas, como las defendidas por Franklin Allen de la Wharton School, quien advierte con razón del escaso protagonismo que desempeñan las instituciones financieras en la moderna teoría financiera. Y en la propia macroeconomía, con una trascendencia inmediata en la formulación de las políticas macroeconómicas.

Claro que los manuales de macroeconomía se tendrán que adaptar, como sugieren no pocos profesores de la disciplina. Está en lo cierto también Alan Blinder, profesor de macroeconomía en la Universidad Harvard durante los últimos treinta años, cuando admite que en algo deberían mover los programas de sus asignaturas si no se quiere decepcionar a los estudiantes que, en sus propias palabras, nunca habían mostrado tanto interés en la asignatura. Se adaptarán programas y manuales, incluidos los *best sellers* de Mankiw, Krugman o del propio Blinder, que ya anunció la revisión en profundidad del suyo. Admite que los actuales currículos no dan respuesta suficiente a las cuestiones que la actual crisis suscita. Además de introducir la complejidad en el funcionamiento de los sistemas financieros (la significación del apalancamiento, por ejemplo, será uno de los elementos que el propio Blinder anticipa introducirá con detalle suficiente), más allá de las funciones de oferta y demanda de dinero.

Las controversias con una relevancia más inmediata están referidas a las orientaciones de las políticas macroeconómicas para atajar las consecuencias de esta crisis. Han constituido una de las más activas discusiones entre los macroeconomistas de las últimas décadas (1). Las divergencias entre los principales bloques económicos —EEUU y Europa, fundamentalmente— han suscitado un muy sugerente debate, una ampliación de esa suerte de revisionismo macroeconómico (2) en el que el propio FMI ha participado de forma muy significativa.

La agresividad de las políticas monetarias, su carácter manifiestamente heterodoxo, se ha manifestado en decisiones sin muchos precedentes, como las pronunciadas reducciones de los tipos de interés de referencia o la inyección de cantidades extraordinarias de liquidez o la intervención directa en los mercados secundarios de bonos y papel comercial, mediante los programas de *quantitative easing*. Estos no muy distintos a esa sarcástica ilustración que hiciera Milton Friedmann del recurso al *helicopter drop*: al lanzamiento de dólares desde el aire para neutralizar los peligros asociados a una hipotética dinámica deflacionista. El más completo repertorio

de esas medidas excepcionales ha sido adoptado por la Reserva Federal presidida por Ben Bernanke. Se trata, en efecto, de actuaciones sin apenas precedentes desde la creación del banco central estadounidense en 1913.

La excepcionalidad de las políticas económicas tiene también su reflejo en las presupuestarias. El apoyo a los sistemas financieros, a la evitación del colapso de algunas entidades, la caída de los ingresos tributarios, la actuación de los estabilizadores automáticos, o el deliberado aumento del gasto y la inversión públicos para compensar el desplome de la demanda agregada, son los responsables de las ampliaciones, también sin muchos precedentes de los déficit y de la deuda pública en la generalidad de las economías de la OCDE. El debate, sin embargo, vuelve a tener a EEUU y Europa como referencias extremas.

Una de las primeras paradojas también quedó reflejada en el hecho de que fuera bajo una administración republicana, la de George W. Bush, cuando se llevaron a cabo los mayores salvamentos bancarios, distantes de lo que aconseja la fe ciega en el funcionamiento del libre mercado. A finales de 2010 se estimaba en algo más del 30% de los PIB respectivos los recursos suministrados para ayudas públicas o directamente al salvamento de los sistemas bancarios de EEUU y la UE.

El papel del FMI ha sido igualmente relevante en el enriquecimiento de la discusión. Distante de sus recomendaciones tradicionales, advirtió de las consecuencias adversas de la prematura aplicación de las estrategias de salida: del definitivo abandono de las decisiones excepcionales de estímulo que en la mayoría de las economías avanzadas se adoptaron tras la propagación de la crisis y, en particular, una vez que los rápidos incrementos en el desempleo alcanzaron niveles también con muy pocos precedentes. La iniciativa tendente a revisar *lo que sabemos acerca de cómo conducir la política macroeconómica*, se concretó en el trabajo de Olivier Blanchard, Dell'Ariccia y Mauro (2010).

El otro ámbito donde el FMI se distanció notablemente de su tradición terapéutica es el de las respuestas a perturbaciones inducidas por los flujos internacionales de capital, y en concreto a la conveniencia de introducción de los hasta ahora estigmatizados *controles de capital*: restricciones a la libre movilidad de los flujos de entrada y salida de capitales en una economía. El trabajo de Ostry y cols. (2010) materializado en un *IMF Staff Position Note* es suficientemente

relevante a este respecto. Todavía se recuerda la desautorización de la introducción por el Gobierno de Malasia, tras la crisis financiera asiática en el verano de 1997, de controles de capital (3). El recetario del Fondo estaba entonces integrado por sus componentes tradicionales sintetizados en una intensa austeridad fiscal, como fundamento en la que asentar la recuperación de la confianza por los mercados financieros. Con independencia de otras actitudes y decisiones del presidente de aquel país asiático, aquella decisión resultó acertada; constituyó una suerte de cortafuegos circunstancial desde el que poder trabajar más eficazmente para conseguir la recuperación que, efectivamente, resultó intensa. El recordatorio de aquellas decisiones estuvo reforzado por las actuaciones de las autoridades de Islandia, tras su crisis de 2008, saludadas por el propio FMI como esenciales para la estructura de política monetaria adaptada ante la intensidad y cuantías excepcionales de las salidas de capital. Esa suerte de legitimación ha suavizado las presiones para que se abandonen los existentes controles en India y China desde antes de la crisis actual.

En el contexto de las respuestas de algunas economías emergentes a los movimientos especulativos y, más concretamente, de las inundaciones de dólares derivadas de las agresivas decisiones de relajación monetaria instrumentadas por la Reserva Federal estadounidense, la reintroducción de controles ha vuelto a la escena, complicando ciertamente la eliminación de los riesgos de proteccionistas que las *guerras cambiarias* ya habían puesto de manifiesto. Las autoridades de Brasil, Indonesia, Taiwán, Singapur y Corea del Sur han tratado de evitar con esos controles la apreciación del tipo de cambio de su moneda y la perturbación de la instrumentación de las decisiones de política monetaria.

A final de julio de 2010 el diario *Financial Times* (<http://www.ft.com/austeritydebate>) abrió un muy sugerente debate sobre la oportunidad de la austeridad como enunciado central de las políticas económicas en EEUU y Europa. Desde Martin Feldstein a Bradford de Long, pasando por Larry Summers y Jean Claude Trichet, contribuyeron a una discusión, en cierta medida evocaban los mantenidos en los años treinta, de la que sin duda saldrá beneficiada el conjunto de la profesión.

Los resultados a medio plazo, la evolución de indicadores directamente expresivos del bienestar de los ciudadanos, como el empleo o, en última instancia, el PIB por habitante, determi-

narán quién actuó de forma más responsable. También nos servirá a los aficionados a la economía para conocer qué errores no deben cometerse cuando la próxima crisis financiera contamine las posibilidades de crecimiento de las economías. □

NOTAS

- (1) La serie de artículos que poco después publicó en *The Economist* (2009 a y b) constituyen una excelente síntesis de esas controversias abiertas en torno a la macroeconomía y a la teoría de las finanzas.
- (2) Una síntesis del mismo se recoge en *Ontiveros* (2010).
- (3) En *Ontiveros* (2009) se recoge una descripción de los aspectos más destacados de la crisis asiática. Sus consecuencias sobre la reforma financiera internacional aparecen en Fernández de Lis y Ontiveros (2009).

BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, George A. y Shiller, Robert J. (2009): *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Auters, John (2009): «Wanted: new model for markets», *Financial Times*, 29 de septiembre.
- Blanchard, Olivier; Dell'Ariccia, Mauro Paolo (2010): «Rethinking Macroeconomic Policy», *IMF Staff Position Note*, SPN/ 10/03, 12 de febrero.
- Fama, Eugene F. (1970): «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *The Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association*.
- Krugman, Paul (2009a): «The Return of Depression Economics», LSE, junio, http://www2.lse.ac.uk/PublicEvents/pdf/20090608_KrugmanPart1.pdf
- (2009b): «How Did Economists Get It So Wrong?», *The New York Times*, 6 de septiembre.
- Lucas, Robert E. (2009): «In defence of the dismal science», *The Economist*, 6 de agosto, http://www.economist.com/businessfinance/displayStory.cfm?story_id=14165405&source=login_payBarrier
- Mankiw, N. Gregory (2009): «That Freshman Course Won't Be Quite the Same», *The New York Times*, 23 de mayo.
- Ontiveros, Emilio (2009): «La más singular de las crisis», *Banco Caminos*, julio.
- Ontiveros, Emilio y Fernández de Lis, Santiago (2009): «La reforma financiera internacional: de la crisis asiática a la crisis global», en el libro colectivo *La reforma de la arquitectura financiera*, Ediciones Empresa Global, Madrid.
- Ontiveros, Emilio (2010): «Revisionismo macroeconómico», *El País Negocios*, Laboratorio de ideas, 28 de febrero.

Ostry, Jonathan D.; Ghosh, Atish R.; Habermeier, Karl y Chamon, Marcos (2010): «Capital Inflows: The Role of Controls», Qureshi, Mahvash S. y Reinhardt, Dennis B. S., IMF Staff Position Note, 19 de febrero.

Quiggin, John (2010): *Zombie Economics. How dead ideas still walk among us*, Princeton University Press, Princeton.

The Economist (2009a): «The state of economics. Efficiency and beyond», 16 de julio.

— (2009b): «The state of economics. The other-worldly philosophers», 16 de julio.

Vayanos, Dimitri y Woolley, Paul (2009): «Capital market theory after the efficient market hypothesis», VOXEU, 5 October 2009. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4052>

RESUMEN

Estamos ante una preciosa ocasión para que no solo la profesión académica discuta abiertamente acerca de la validez de ciertas hipótesis y proposiciones, hasta ahora centrales en algunas de las áreas del conocimiento económico y que han guiado las políticas económicas en los últimos años. La racionalidad en la que se ampara el comportamiento de los agentes o la de eficiencia de los mercados financieros son hipótesis centrales que, en cierta medida, han sido contestadas en la actual crisis financiera. La revisión de las polémicas en el seno de la profesión forma parte de los comentarios que sugiere este artículo.

Palabras claves: Fallos de mercado, Eficiencia de los mercados, Racionalidad, Revisionismo macroeconómico.