



FOTOGRAFÍA: JOSÉ ALBERTO PERALTA

FRANKLIN HUAITA

Profesor de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile

LA CRISIS INTERNACIONAL RUPTURAS EN LA VISIÓN DE CONSENSO EN LA ECONOMÍA COMO PROFESIÓN

La misma crisis que nos tiene tan preocupados estos días podría traer efectos positivos sobre la Economía como profesión al engendrar renovados y, en algunos casos, nuevos debates sobre la teoría económica detrás de las políticas recientemente implementadas. Resulta que después de las crisis financieras en Latinoamérica, Asia y parte de la Europa emergente, cuando resultó fácil culpar a estos mismos países de no haber hecho bien la tarea e ignorar a los intelectuales que reclamaban por los riesgos de la liberalización financiera, esta vez, cuando se trata del mercado más grande, del sistema financiero más desarrollado, del corazón de las escuelas *top* en Economía y Negocios, es un buen momento para pensar que hay algunas cosas por cambiar.

EL ESTADO ACTUAL DE LA ECONOMÍA COMO PROFESIÓN

Hay un relativo consenso entre los macroeconomistas que dicta ser riguroso en el análisis y buscar la simplicidad en las representaciones de la realidad o modelos macroeconómicos. Esta rigurosidad conduce, en el plano teórico, a construir modelos donde asumimos individuos que toman decisiones racionalmente, por lo cual en forma continua están resolviendo complejos problemas matemáticos de optimización. Parte

importante en la resolución de estos problemas es el papel que juegan las expectativas de los individuos sobre eventos futuros inciertos. En el modelo todos poseen lo que los economistas llamamos expectativas racionales (ER). Cuando no hay problemas relevantes de acceso a información, estas ER dotan al individuo de una casi perfecta capacidad de predicción de los eventos futuros. Estos individuos aprenden rápidamente y en promedio no se equivocan.¹ Esto explica por qué la recomendación de política preferida, desde hace un tiempo, es no intervenir. Como los individuos tienen ER lo recomendable es que facilitemos o abaratemos la información. Si bien en los últimos años se han incorporado algunos matices al modelo de consenso como la presencia de competencia imperfecta, restricciones de acceso al crédito, costos en las empresas al momento de ajustar sus *stocks* de capital, entre otros, la esencia de los individuos y empresas tomadores de decisiones sigue siendo la misma.

De este modo, las principales escuelas de Economía (muchas sino todas en Estados Unidos) gradúan

¹ Inicialmente, esta conclusión tuvo un fuerte apoyo político en Margaret Thatcher y Ronald Reagan, quienes entre 1979-1990 y 1981-1989, respectivamente, promovieron en el mundo el libre mercado y la no efectividad de la intervención del gobierno en la economía.

expertos² en la formulación de modelos matemáticos de individuos con ER o habilísimos usuarios de *softwares* econométricos³ con los que resuelven y estiman la última moda de la ciencia: modelos DEEG (dinámicos y estocásticos de equilibrio general)⁴, intensamente usados para evaluar y cuantificar efectos de políticas monetaria, fiscal, *shocks* de términos de intercambio, mejoras tecnológicas, etcétera. Aquel que no respete alguno de estos consensos es marginado por «poco serio», «falto de rigurosidad», «desactualizado».

EL ESTADO ACTUAL DE LA VISIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: CONSECUENCIAS

El modelo teórico redundante en que la irrestricta movilidad de los capitales permitiría la asignación más eficiente de los recursos, pues al ser los capitales manejados por individuos racionales, el desplazamiento de un mercado a otro es el reflejo de la búsqueda inteligente por mejores perspectivas. Este desplazamiento tiene un efecto sobre los precios y de esta manera informa a todos los individuos de las perspectivas o de la relativa escasez de un bien. Por ejemplo, una mayor demanda por cobre para hacer frente a crecientes actividades productivas elevará el precio de este mineral y; por otro lado, elevará las perspectivas sobre los resultados de las empresas mineras que explotan cobre y que verán aumentar el precio de sus acciones cuando los inversionistas decidan aumentar su participación en estas empresas esperando obtener mayores ganancias.⁵ El consenso desacredita la influencia de la actividad meramente especulativa, pues en el caso de que existiera no podría desalinearse los precios de lo que dictan las expectativas sobre los fundamentos, y más bien sucumbirían ante aquellos que invierten basándose en los fundamentos y que apuestan por eliminar el exceso o escasez de demanda generados artificialmente por la especulación.⁶

2 Por supuesto que no son la totalidad de los graduados los que siguen este consenso metodológico, pero sí son los que tienen mayor presencia.

3 Los problemas de optimización llegan a ser tan complejos que solo pueden resolverse con el uso del computador.

4 Se les llama de equilibrio general, pues se modela simultáneamente el comportamiento de todos los actores de la economía.

5 Dicho aquí en términos sencillos, esto es lo que se conoce como la hipótesis de los mercados eficientes que sostiene que los precios de activos son el valor presente de los beneficios futuros esperados.

6 Este argumento fue esbozado por Milton Friedman en 1953 cuando promovía los tipos de cambio flexible diciendo que las operaciones de arbitraje llevarían siempre el tipo de cambio a su valor fundamental. No es de extrañar que el actual consenso conserve la posición de Friedman respecto a los flujos financieros y la actividad especulativa, pues Robert Lucas, quien popularizó las ER, fue un discípulo suyo en la Universidad de Chicago.

Como consecuencia de lo anterior, a fines de los ochenta se inició una fuerte promoción de la liberalización de las cuentas financieras en economías emergentes. El argumento de asignación eficiente de recursos debería llevar a que los capitales fluyeran de los países ricos hacia los países pobres, donde encontrarían mayores retornos y promoverían el crecimiento económico a través del financiamiento de actividades productivas que antes no podían llevarse a cabo por falta de recursos.

¿QUÉ NOS DICE ESTE CONSENSO RESPECTO A LAS ANTERIORES CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES Y RESPECTO A LA ACTUAL?

Cuando las crisis financieras se dieron en países emergentes se atribuyó su causa, principalmente, a malas políticas implementadas por los gobiernos que deterioraron los fundamentos y las perspectivas de las economías. Con el consenso teórico, la política fiscal y la política monetaria únicamente debían garantizar que no haya déficit fiscal que comprometa la solvencia de las finanzas públicas y una tasa de inflación moderada, respectivamente. Con el único objetivo de controlar la inflación, las autoridades monetarias debían dejar flotar libremente el tipo de cambio dentro de un mundo de libre movilidad de capitales. Cuando emergieron las crisis se responsabilizó al mantenimiento de tipos de cambio sobrevalorados, fijos o semifijos, como medidas antiinflacionarias pero que conducían a grandes déficits en cuenta corriente, al excesivo endeudamiento externo para cubrir los déficits fiscales, en algún caso al excesivo endeudamiento privado de corto plazo, pero transversalmente a todos los países se aplicó el término de *crony capitalism* para atribuir responsabilidades en la corrupción y manejos poco transparentes.⁷ En el Perú, fuimos víctimas de un nuevo fenómeno: el contagio financiero, que trasladó la crisis asiática y la crisis rusa hacia nuestra región provocando una crisis de crédito que terminó con el período de crecimiento y desnudando prácticas poco transparentes en la gerencia de algunos bancos nacionales.

En el caso de la crisis actual, el modelo nos dice muy poco sobre las causas. ¿No era acaso que los elevados precios de las hipotecas reflejaban las buenas perspectivas que sobre el futuro se tenían de los fundamentos?, ¿cómo es que de pronto se revertieron las

7 Como ha hecho evidente el caso de Bernard Madoff y quizá también la operatividad de algunas clasificadoras de riesgo actualmente bajo inspección, el delito también está presente en esta crisis del Primer Mundo.

perspectivas positivas para generar un *crash* de grandísimas proporciones? ¿Cómo es que se pudo construir una cadena de endeudamiento sin respaldo, financiado con capitales provenientes de todo el mundo y avalado por las empresas calificadoras de riesgo si es que las instituciones financieras toman decisiones basándose en los fundamentos y sus gerentes son formados en las mejores escuelas?

Hoy se dice que la única experiencia previa similar a la actual crisis es la Gran Depresión de 1929. Esa afirmación sugiere que, en casi ochenta años, las causas de la más profunda recesión que sufriera la economía norteamericana han golpeado de nuevo y no hemos podido preverlas.⁸ Tampoco parecen haber sido útiles las crisis de economías emergentes de décadas pasadas y los fenómenos de contagio que ahí se acentuaron. Esto último no es de extrañar, pues hay gran dificultad para que los modelos macroeconómicos de consenso (los DEEG) puedan reflejar algunos hechos estilizados vistos en estas crisis. Los flujos internacionales de capitales solo se consideran como la contraparte del déficit en cuenta corriente, el cual es resultado de las decisiones óptimas de ahorro e inversión de los agentes racionales. La evidencia que antes de las crisis hay un gran déficit en cuenta corriente que termina por ajustarse abruptamente es algo difícil de replicar por los DEEG. En estos modelos, el origen de las crisis queda muchas veces en *shocks* (a las tasas de interés externas o a la productividad total de factores) muy grandes y no explicados.

Finalmente, a pesar de las violentas caídas en la tasa de crecimiento del producto que significaron las crisis financieras en economías emergentes, se asumió que este era un riesgo de la globalización financiera pero que era más que compensado por los beneficios que traía. Así también lo parece entender el presidente Alan García, quien en a propósito de la crisis actual señaló recientemente:

[...] lo justo y correcto sería aceptar que la expansión exagerada de los créditos inmobiliarios [...] también benefició a la mayoría de los países y a sus familias. Veamos: millones de hipotecas facilitaron la construcción de millones de viviendas, y por eso, las empresas y millones de obreros y técnicos compraron minerales, espárragos, textiles chinos y latinoamericanos. Por ello, también subieron los precios

del petróleo, del cobre, de los productos agrarios y, por eso, Latinoamérica cumplió un ciclo de siete años de crecimiento continuo y, como lo repiten sus gobernantes, redujo su pobreza.⁹

UNA GUÍA PARA SEGUIR LA CRISIS ACTUAL: DEL FINANCIERISMO DE KEYNES HASTA EL ACTUAL BEHAVIORAL FINANCE

A propósito del amplio respaldo que tienen últimamente las activas políticas fiscales de los gobiernos implicados por esta crisis, se ha oído recurrentemente la frase: «todos somos keynesianos». Pero el aporte de J. M. Keynes no se limita al período posterior a la debacle financiera. Keynes describió que los mercados financieros funcionaban muchas veces como un casino y que las expectativas humanas estaban muy lejos de basarse en una expectativa matemática racional porque simplemente no están dadas las condiciones para ello (la gente no está asignando probabilidades y ponderando posibles resultados antes de tomar una decisión), y que la elección individual encontraba muchas veces su motivo en «el capricho, el sentimentalismo o el azar».¹⁰

Basado en las ideas de Keynes, Hyman Minsky construyó la hipótesis de inestabilidad financiera (HIF). La HIF sostiene que el sistema capitalista es inestable por naturaleza, pues se basa principalmente en el sistema financiero. Siendo el sistema financiero un intercambio entre dinero presente y dinero futuro validado por las expectativas positivas de devolución está expuesto a una gran subjetividad, pues las expectativas son cambiantes y recurrentemente pasan de períodos conservadores a otros más arriesgados. Brillantemente, Minsky describió la actividad empresarial financiera como una actividad capitalista más, que buscaba generar rentas y que encontraba la forma de hacerlo en la innovación financiera; es decir, en la creación de nuevos instrumentos financieros. Para Minsky,¹¹ el *shock* causante de las crisis no es exógeno, el *shock* es el propio funcionamiento del sistema financiero.

8 Si bien una caída del producto de dos dígitos como ocurrió en la Gran Depresión no parece ser posible hoy justamente porque aprendimos que las autoridades debían tomar partido en la recuperación, la situación previa al *crash* de octubre de 1929 nos sorprende de nuevo en su versión moderna con la actual crisis.

9 García, Alan. «Editorial». En *El Comercio*. www.elcomercio.com.pe/edicionimpresa/Html/2008-11-09/una-reflexion-sobre-crisis-y-futuro.html. Consulta hecha el 09/11/2008. En la versión impresa del diario, este texto apareció en la página A4 en la misma fecha en que se hizo la consulta.

10 Keynes, John. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Royal Economic Society, 1936, p. 163.

11 También para Kindleberger, Charles. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York: John Wiley and Sons, 2005.

Más recientemente, basada en teorías planteadas por psicólogos, se ha desarrollado lo que hoy se conoce como la literatura de *behavioral finance* (BF). El BF reconoce los postulados de Keynes sobre la formación de expectativas al formalizar la presencia de sesgos cognitivos en la toma de decisiones bajo incertidumbre. Entre los sesgos que se documentan están aquellos de sobreconfianza, optimismo y perseverancia en las propias creencias. Todos ellos ayudarían a entender por qué la gente tiene la idea de que la bonanza económica no va a terminar nunca. Robert Shiller, profesor de la Universidad de Yale y una de las cabezas más visibles de la corriente de BF, ya había documentado mediante encuestas a compradores de casas en períodos de boom inmobiliario cuáles eran las motivaciones para la compra: la ilusión de que si no compraban en ese momento, el precio iba a subir después. El propio Shiller había denominado al período de la burbuja *puntocom*, un período de «exuberancia irracional». En forma muy general, podemos decir que el BF reconoce y documenta la existencia de inversionistas heterogéneos, muchos de ellos con información imperfecta, de instituciones con estrategias de inversión que buscan maximizar la rentabilidad de corto plazo, y de inversionistas que además de los sesgos mencionados están sometidos a la influencia social por su entorno profesional, familiar, etcétera, lo que desvía su racionalidad de aquella que se presenta bajo el concepto de ER.

RESPUESTAS, MÁS PREGUNTAS Y NUEVOS DESAFÍOS

Pero un enfoque como el anterior no se ha generalizado por estar alejado de la formalidad consensuada en la profesión y no usar un lenguaje «económico». Recientemente, George Akerlof, Premio Nobel en Economía 2001, y Robert Shiller, han hecho notar que la especialización de los macroeconomistas los lleva a no salirse de su nicho y centrarse en lo que puede ser explicado por sus reconocidos esquemas.¹² Con el riesgo de parecer «poco rigurosos», podemos responder a las preguntas anteriores con el enfoque Keynes-Minsky-BF: hubo una retroalimentación entre la actividad rentista de las instituciones financieras que validaban las creencias de aquellos que confiaban en haber encontrado la inversión con ganancias seguras. El aumento del precio de las casas ayudaba a fortalecer el perfil del deudor y el optimismo se expandió hacia el consumo y la inversión. La globalización financiera

promovió los excesos de la economía norteamericana cuando las instituciones financieras internacionales buscaron grandes rentabilidades. La práctica común de las clasificadoras de riesgo de premiar la liquidez de los instrumentos favoreció su mayor demanda.

Debería quedarnos claro que los mercados financieros tienden a la desestabilización. El reclamo por una mayor regulación se ha hecho sentir en todos los medios, pero no por ello vaya a pensarse que el mercado norteamericano era un mercado completamente desregulado; por el contrario, existen varias oficinas reguladoras. Lo que tiene que revisarse es la naturaleza de la regulación, se necesita una teoría regulatoria que incorpore los conceptos mencionados en el punto anterior.

Por el lado de la política monetaria, se ha criticado fuertemente el manejo de la FED de Alan Greenspan por mantener las tasas de interés bajas y promover el dinero fácil. Greenspan ya no es más el gurú de las finanzas norteamericanas con el que se logró una envidiable combinación de bajo desempleo y baja inflación. Buena parte del éxito de Greenspan se lo atribuían a la aplicación del régimen de metas de inflación (MI) implícitas que seguía Estados Unidos. Ahora todo ese mérito quedó atrás y muchos lo acusan de que debió subir las tasas para evitar el colapso posterior. Sin embargo, una pregunta que en su momento abordaron los proponentes de las MI fue si ¿debían los Bancos Centrales responder a movimientos en los precios de activos? El propio Ben Bernanke, actual presidente de la FED, cuando era profesor en Princeton esbozó una respuesta: «No».¹³ La burbuja inmobiliaria no daba muestras de tener alguna incidencia sobre la inflación por lo que bajo la teoría de MI no había razón para la intervención de la FED. ¿Será necesario revisar esta recomendación?

Por otro lado, los países que tienen MI en la periferia han enfrentado otros problemas en su implementación. Cuando a mediados de 2008 se agudizó la crisis, importantes flujos de capitales se refugiaron en *commodities*: trigo, maíz, arroz, petróleo, etcétera. En ese momento, el consenso pensaba que se trataba de un fenómeno completamente determinado por fundamentos, por la importante demanda de China e India, las restricciones tecnológicas de los países productores de petróleo que no les permitía aumentar la oferta, la fabricación de biocombustibles, entre otras causas. Pero cuando llegó el pánico financiero estos argumentos se desinflaron

12 Véase Akerlof, George y Robert Shiller. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Nueva Jersey: Princeton University Press, 2009.

13 Bernanke, Ben y Mark Gertler. «Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?». *American Economic Review*, vol. 91, n.o 2, 2001.

tanto como los precios y consecuentemente la inflación doméstica comenzó a descender. Las corridas de los inversionistas provocaron movimientos en las tasas de interés como las hechas por el Banco Central de Chile, que desde julio de 2008 realizó tres subidas consecutivas de 0,50% llevando la tasa de referencia de 6,75% a 8,25% en septiembre. Estos movimientos decididos del Banco fueron criticados duramente por los analistas locales por considerarse tardíos. Muchos pedían un alza mayor de la tasa de interés. Días después, caería Lehman Brothers y el pánico se apoderaría de los mercados financieros. Las subidas de tasas habían sido innecesarias. ¿Acaso eran esos precios reflejo de la óptima reasignación de los recursos? La respuesta es que más bien fueron los gigantescos flujos financieros que estaban elevando artificialmente los precios y encareciendo el costo de vida de muchos habitantes en el mundo. Aunque este episodio pueda camuflarse en el entorno de crisis y muchos puedan pensar que la crisis provocó este rápido movimiento de flujos de capitales, nadie puede garantizar que en un futuro las búsquedas de rentabilidad del capital financiero no generen episodios de distorsión de precios relativos con efectos sobre los indicadores de pobreza; ¿deben los bancos centrales aplicar políticas contractivas en este caso? El régimen de MI no está en crisis, pero sí debería estarlo el obcecado seguimiento de reglas.

Finalmente, debemos recordar que los flujos de capitales que se dirigen hacia las economías emergentes han mostrado ser siempre más volátiles con el agravante que representan un volumen muy grande relativo al tamaño de las economías receptoras. Esta última condición provoca que distorsionen precios relativos importantes como el tipo de cambio, que se expanda fuertemente el crédito doméstico, que aumente la inversión riesgosa y que se postergue el ahorro por un mayor consumo. Recientemente, Agosin y Huaita¹⁴ y Reinhart y Reinhart¹⁵ mostraron que la probabilidad de que se dé una crisis financiera aumenta cuando se produce un período de abundancia de flujo de capitales. Esto ocurrió en los noventa con la apertura financiera que significó el descubrimiento de nuevos mercados,

pero luego cuando ocurrió el pánico todos sufrimos la salida abrupta de los capitales y la caída del producto. En buena parte de los países, ninguna política doméstica causó esta salida. Si esto es parte del riesgo de la globalización financiera y, más bien deberíamos agradecer por el crecimiento previo, como sugiere la cita anterior del presidente García, no es algo que se sugiera aquí. Evidentemente, si vemos algunas variables como el producto bruto interno (PBI), encontraremos que el Perú durante los años de 1994-1997 —cuando la cuenta financiera como porcentaje del PBI promedió ingresos superiores al 8% anual— creció en promedio 8%; mientras que durante los años después de la crisis, 1998-2000, el PBI creció solamente al 1% anual. Una rápida comparación de los dos períodos podría llevarnos a favorecer la llegada de abundantes flujos de capitales; sin embargo, todos los indicadores de pobreza empeoraron. Según datos del Banco Mundial, en 1994, el 32% de peruanos vivían con apenas 2 dólares diarios; mientras que en el 2000 esta cifra aumentó a 38%. Por supuesto que mientras duró el período de crecimiento, la pobreza se redujo, pero las crisis golpean más a los que no tienen mecanismos de refugio. Si bien en el *boom* hay crecimiento, la heterogeneidad de nuestra estructura económica indica que quienes más ganan son unos pocos. Ellos aumentan grandemente su riqueza durante el *boom*, pero los que más pierden en las crisis son los que muchas veces pierden su única fuente de ingreso. Las caídas tan fuertes del producto se reflejan en un posterior deterioro social, por lo que hay que minimizar su probabilidad.

La globalización financiera produce una gran volatilidad de los flujos de capitales comprometiendo la implementación de la política monetaria y exponiendo al deterioro a los indicadores de pobreza. Políticas que limiten su libertad de movimiento deberían volver al debate global. ■

14 Véase Agosin, Manuel y Franklin Huaita. *Why Should Emerging Market Countries (Still) Concern Themselves with Capital Inflows?* Documento de trabajo n.o 268. Santiago de Chile: Departamento de Economía, Universidad de Chile, 2007. Este documento se encuentra alojado también en <http://www.econ.uchile.cl/public/Archivos/aca/Adjuntos/4e88d14c-d1f9-4550-898fe432a3bb83a1.pdf> [Versión abril de 2008].

15 Véase Reinhart, Carmen y Vincent Reinhart. *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*. Documento de trabajo n.o 14321. Massachusetts: National Bureau of Economic Research (NBER), 2008.



FOTOGRAFÍA: MAURICIO ZOLEZZI