

Fallas en la disciplina

Gillian Tett

Fool's Gold

Free Press, Nueva York, 2009, 304 págs.
US\$26,00 (tela).

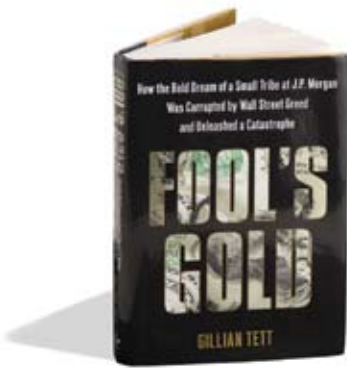
Estas alturas, los lectores de *Finanzas & Desarrollo* ya conocen los aspectos generales de la crisis financiera que provocó la recesión mundial más grave desde la Gran Depresión, y de la cual aún estamos saliendo. Además, no faltan opiniones, desde libros de difusión general a tratados académicos, sobre las causas exactas de la crisis y lo que debería hacerse para evitar crisis similares en el futuro.

No obstante, en *Fool's Gold* [El oro de los tontos] Gillian Tett presenta una perspectiva interesante sobre la crisis, proponiendo temas de reflexión para aquellas personas interesadas en el actual debate económico. Tett dirige la sección de mercados financieros del *Financial Times* y fue nombrada Periodista Financiera Británica del Año en 2008. Describe la raíz de la crisis de una forma que pueden apreciar los expertos y los novatos financieros por igual. De hecho, esta obra ayudará a todos aquellos que se sientan abrumados por la jerga de los CDS, CDO y ABS a desmitificar, por lo menos en cierta medida, estos instrumentos. Sin embargo, impulsada por su formación de antropóloga social, Tett se concentra en mostrar cómo “el ambicioso sueño de una pequeña tribu en JPMorgan fue corrompido por la codicia de Wall Street y desencadenó una catástrofe”.

Si bien las políticas expansivas, junto con una regulación y supervisión ineficaces, contribuyeron en gran medida —como Tett indica claramente— a la crisis financiera, nos encontramos mayormente con un caso en que falló la disciplina de mercado. Los instrumentos desarrollados por JPMorgan y otros pueden ayudar a controlar los riesgos o a ampliarlos, según cómo se utilicen. De hecho, aquellas personas de JPMorgan y de otras entidades que contribuyeron de manera esencial

al desarrollo de estos instrumentos estaban convencidas de que habían descubierto una ruta para una gestión más eficaz del riesgo. No obstante, como se observa ahora claramente, la innovación financiera fue malinterpretada y mal utilizada en varios aspectos importantes.

Las bajas tasas de interés y el descenso de la volatilidad a partir de 2001 aceleraron la innovación financiera, aumentando el apalancamiento y la complejidad. Por lo tanto, el riesgo se multiplicó más rápidamente de lo que



creía la mayor parte de los participantes en el mercado. La titulización, que había funcionado razonablemente bien en el caso de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) —en los que la regla básica de “conozca a su cliente” aún tenía sentido— experimentó nuevos problemas cuando las obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés) se empaquetaron con activos distintos y de una calidad cada vez más deficiente, especialmente las hipotecas de alto riesgo no reguladas. Con el tiempo, los precios de los activos hipotecarios parecían reflejar cada vez más el supuesto de que los precios de la vivienda seguirían subiendo, lo que limitaría el riesgo de las hipotecas de alto riesgo. Por otra parte, el grado de dependencia de los modelos de riesgo se incrementó a un nivel que probablemente jamás hubieran previsto sus propios creadores. (Esta dependencia fue particularmente cuestionable en el caso de los nuevos instrumentos financieros complejos sobre los cuales, por definición, había pocos antecedentes). De un modo similar, las calificaciones crediticias sustituyeron

a la debida diligencia con la que los inversionistas deberían haber actuado. Además, las regulaciones dejaron de ser eficaces por varias razones, como el rápido desarrollo del “sector bancario no regulado”, con vínculos complejos y opacos con el sistema financiero regulado. Debido a todos estos factores el sector financiero se encontraba en una situación vulnerable. Por lo tanto, cuando la crisis estalló, lo hizo con una rapidez y una velocidad asombrosas, poniendo de relieve algunas relaciones entre los mercados y las instituciones que pocos entendían plenamente.

Cabe subrayar —como se señala en *Fool's Gold*— que no todas las instituciones actuaron de la misma forma. Algunas, como los protagonistas del libro, mantuvieron un sólido enfoque de gestión del riesgo ante la innovación financiera participando activamente al mismo tiempo en los mercados de titulización. Otras comprendieron los crecientes riesgos y tomaron posiciones que preveían una desaceleración del mercado inmobiliario.

Sin embargo, en el libro se indica claramente que las presiones a corto plazo para mostrar beneficios alentaron una asunción excesiva de riesgos en muchos casos; y se analiza cómo JPMorgan, a pesar de liderar el mercado de CDS, no fue uno de los principales participantes en el mercado de CDO. Tett describe cómo algunos pensaron que la empresa estaba desaprovechando oportunidades en ese mercado, mientras sus competidores acumulaban grandes riesgos no transparentes. También describe claramente la manera en que los principales responsables de JPMorgan intentaban “cuadrar” los números para comprender cómo otras instituciones financieras registraban beneficios por CDO, para enterarse, luego del colapso, de que sus competidores lo lograron apalancándose hasta niveles sin precedentes y acumulando enormes riesgos ocultos en sus libros en algunos casos. Pero “en el nuevo mundo de las finanzas del siglo XXI, muy pocos analistas prestaron atención al apalancamiento y a la exposición al riesgo. Estaban obsesionados con los datos sobre ingresos y beneficios declarados”.

Los argumentos del libro son convincentes, pero las repercusiones para las autoridades están mucho menos claras. De hecho, las enseñanzas más interesantes están en lo que la autora no analiza con profundidad; el elemento más importante que falta en este libro está relacionado con los accionistas y los consejos directivos de las principales instituciones financieras. ¿Qué estaban haciendo cuando sus instituciones acumulaban grandes riesgos, y por qué el control directivo en muchas de estas instituciones fue tan ineficaz? Además, si este tipo de falla en el gobierno corporativo fue la causa principal de la crisis, ¿será suficiente una respuesta regulatoria de las autoridades económicas?

Como se señala en el libro, el riesgo moral no parece haber desempeñado un papel muy importante en la asombrosa falta de una gestión adecuada del riesgo. Los principales responsables financieros no asumieron riesgos insostenibles porque esperaban ser rescatados por los gobiernos: lo que ocurrió a partir de septiembre de 2008 era impensable para ellos unos pocos meses, o incluso semanas, antes del estallido de la crisis.

Además, aunque el potencial de obtención de beneficios individuales fue uno de los incentivos fundamen-

tales de la explosión de la innovación financiera, el impacto potencial de la reforma de las remuneraciones que se encuentra en estudio es poco claro. Además, casi todos aquellos que desde el principio estaban más profundamente involucrados no consideraron que estuvieran acumulando beneficios a corto plazo a expensas de asumir riesgos a más largo plazo. Muchos creyeron que habían descubierto las herramientas para gestionar el riesgo y revolucionar las finanzas en el futuro.

Por último, aunque algunos estiman que la culpa del auge y la caída de la titulación es del modelo de negocios basado en “originar para distribuir”, lo verdaderamente asombroso de esta crisis es que las mayores pérdidas que sufrieron las principales instituciones financieras se debieron al enorme volumen de riesgos que estas originaron y mantuvieron en sus libros.

Todo esto parece indicar que, si bien es importantísimo mejorar nuestros sistemas de regulación y supervisión, no cabe esperar que estos esfuerzos eliminen totalmente la posibilidad de que ocurran crisis financieras. En el mejor de los casos, podemos esperar que contribuyan a que estas sean menos frecuentes y menos costosas.

Al final, Tett respalda algunas recomendaciones sensatas y relativamente

claras en materia de política económica, como solicitar a los bancos centrales que presten más atención a los asuntos financieros, aumentar el capital en el sistema financiero y ofrecer productos financieros más sencillos y transparentes. Pero también hace hincapié en la necesidad de reconsiderar la “cultura financiera” volviendo a “las virtudes poco vistosas de la prudencia, la moderación, el equilibrio y el sentido común”. Según Tett, la ideología, en un sentido amplio, contribuyó a generar la crisis financiera, en gran parte a través de “silencios sociales” o de no decir verdades incómodas.

Al mismo tiempo, la crisis ha inspirado el desarrollo de enfoques innovadores y generales de reforma que ayudarán a complementar las duras enseñanzas extraídas por los participantes en el mercado en los últimos dos años. La meta principal es que el sistema financiero, algunas instituciones y las personas que los integran comprendan, calculen y gestionen los riesgos, que son una parte integral de los mercados, de manera más eficaz.

John Lipsky

*Primer Subdirector Gerente del FMI
(Entre 1997 y 2006, Lipsky fue
Vicepresidente de JPMorgan Investment
Bank y, previamente, se desempeñó
como Economista Jefe en esta institución)*

Keynes está vivo en el largo plazo

Robert Skidelsky

Keynes

The Return of the Master

Public Affairs, Nueva York, 2009, 250 págs., US\$25,95 (tela).

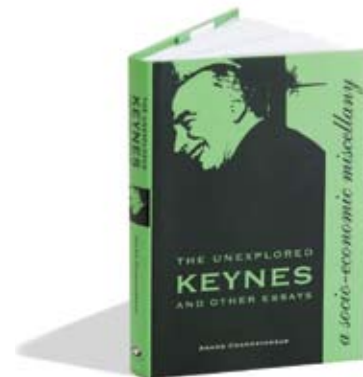
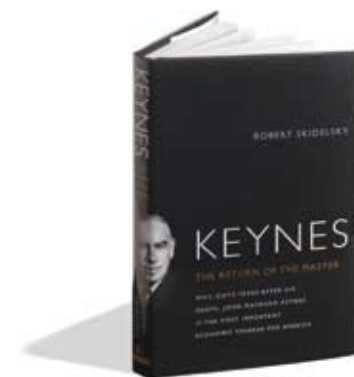
Anand Chandavarkar

The Unexplored Keynes and Other Essays

A Socio-Economic Miscellany

Academic Foundation, Nueva Delhi, 2009, 346 págs., Rs 995 (tela).

En 1984, el premio Nobel de Economía George Stigler predijo que la economía se convertiría en la reina de las ciencias sociales y la calificó de “ciencia im-



perial”, que enseña a otras disciplinas sociales a través de la labor realizada por “economistas-misioneros . . . luchando a menudo contra indígenas aprehensivos y hostiles”. Curiosamente

25 años después del artículo de Stigler, la sensación es que la economía tiene tanto que aprender de las otras disciplinas como lo que puede enseñarles. Un ejemplo notable es el campo de

las finanzas del comportamiento, que se basa en la psicología y la sociología para comprender los mercados financieros. El gran número de escándalos empresariales en la última década y la sucesión de crisis financieras impulsadas por la codicia han provocado llamamientos a favor de que la economía esté más interrelacionada con la ética. Además, este año el premio Nobel de Economía recayó en un politólogo.

A pesar de su preocupación por la estabilidad, Keynes no quería enterrar el capitalismo.

Esta situación no habría sorprendido ni preocupado al economista británico John Maynard Keynes, el protagonista de estos dos libros. Las raíces de la economía se remontan a la filosofía; los primeros economistas fueron denominados “los filósofos mundanos”. Skidelsky, historiador, y Chandavarkar, economista, señalan que Keynes consideraba la economía como una ciencia moral, que se utilizaba para enseñar a la gente a cómo llevar una “buena vida”, pero para Keynes, afirma Skidelsky, “una buena vida no era lo que enriquecía a la gente: sino lo que la hacía buena”. Según Chandavarkar, Keynes buscó soluciones políticas que comprendían “eficiencia económica, justicia social y libertad individual”. Esta combinación solo era posible si los economistas tenían amplios conocimientos sobre muchos campos: Keynes escribió que un economista debería ser “en cierta medida, matemático, historiador, estadista y filósofo”.

Papel de la confianza

Keynes también asignó mucha importancia a la psicología. Argumentó, por ejemplo, que la inversión empresarial dependía en gran medida del estado de la confianza. Según Keynes, explica Skidelsky, las expectativas de ganancias de los empresarios no están “solidamente ancladas en las fuerzas fundamentales de la productividad y

el ahorro”, sino que están impulsadas por expectativas inciertas y variables sobre el futuro. Keynes señaló que “esta sensación de incertidumbre crece y mengua: en algunas ocasiones la gente tiene más confianza que en otras. Cuando la confianza aumenta, la economía crece; cuando disminuye, se enferma”.

Por lo tanto, el colapso de las expectativas optimistas puede provocar el desplome de la economía. Además, cuando la economía está en retroceso, las expectativas pesimistas y, por consiguiente, el desempleo, pueden persistir. La función del gobierno es estabilizar la economía realizando inversiones públicas cuando el nivel de la confianza privada es bajo. Según el famoso argumento de Keynes, cuando el sector privado está estancado, conviene que el gobierno se dedique incluso a cavar zanjas para luego tapparlas. “El estado de la confianza”, escribió Keynes, “es una cuestión a la que los hombres prácticos siempre prestan la mayor atención. Pero los economistas no la han analizado detenidamente”.

A pesar de su preocupación por la estabilidad, Keynes no quería enterrar el capitalismo. Ni quería que el Estado desempeñara permanentemente un gran papel. Chandavarkar explica que “tanto para el joven como para el viejo Keynes, el principal motor del progreso económico es fundamentalmente la iniciativa y la empresa individual en un entorno democrático”. El papel del Estado, escribió Keynes, “no es hacer cosas que los individuos ya hacen, ni hacerlas un poco mejor o un poco peor, sino hacer las que nadie hace en ese momento”. Dio la espalda al comunismo porque entendió claramente que un sistema que permite —que el Estado se encargue de todo no lograría objetivos materiales ni morales. Skidelsky explica que los viajes de Keynes a la Unión Soviética en los años veinte lo convencieron de que “el estado de ánimo de una persona no puede ser bueno si nada funciona”.

Keynes esperaba que la gente utilizara las fuerzas del mercado y el capitalismo para hacerse rica rápidamente, pero que cuando contara

con abundante riqueza, se dedicara a la buena vida: la apreciación de la belleza y las artes y otras actividades civilizadas. Eso, después de todo, fue lo que hizo Keynes. Como escribe Chandavarkar, Keynes “se movió con suma facilidad en los distintos mundos de las ideas y de los asuntos públicos: Cambridge, la City, Whitehall y Bloomsbury”.

Punto ciego

Durante la vida de Keynes el principal problema económico fue la depresión y el desempleo en las naciones más ricas, y no el desarrollo económico de las más pobres, como India. Skidelsky señala que, a pesar de hacer hincapié en la ética, Keynes nunca consideró las “repercusiones humanas y morales del imperialismo, ni si los británicos estaban explotando a los indios”. Chandavarkar observa que la postura de Keynes “contrastaba marcadamente” con la de otros miembros del Grupo de Bloomsbury, como E.M. Forster y Leonard Woolf.

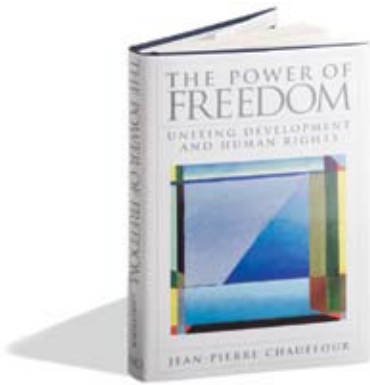
La contradicción curiosa es que Keynes estableció su reputación inicial como economista por su obra, *Indian Currency and Finance*, publicada en 1913, sobre las economías en desarrollo. Pero Chandavarkar —que se jubiló del FMI— observa con ironía que el libro “no se benefició de los comentarios de una misión a India ni de las deliberaciones con el Ministerio de Hacienda”. De hecho, Keynes nunca visitó ningún país en desarrollo, salvo Marruecos y Egipto durante sus vacaciones. Chandavarkar señala que uno tiene que vivir, según las palabras del economista Paul Samuelson, con la “paradoja de que Keynes, el cosmopolita, fue al mismo tiempo el más provinciano de los patriotas británicos”.

Un seguidor de Keynes dijo una vez que si al reevaluar la figura de Keynes las generaciones futuras no lo consideraran “un hombre y economista verdaderamente grande, habrá ocurrido algo realmente malo con la definición de grandeza”. Estos dos libros contribuirán a que a Keynes siempre se lo considere un gran hombre y un gran economista.

Prakash Loungani

Asesor, Departamento de Estudios del FMI

Hable conmigo



Jean-Pierre Chauffour

The Power of Freedom **Uniting Development** **and Human Rights**

Cato Institute, Washington, 2009, 212 págs.,
US\$22,95 (tela).

Hace unos años, cuando dirigía misiones del FMI a África, me encontré debatiendo con una representante de la sociedad civil el presupuesto de su país. Ella argumentaba que este necesitaba más dinero para combatir el VIH/SIDA e invocaba el “derecho” de los ciudadanos a recibir tratamientos que pudieran salvar sus vidas por encima de las demás prioridades del gasto. Me pareció que había un montón de derechos de este tipo, muchos de los cuales salvarían vidas, y que el ministro de Hacienda seguía teniendo que tomar decisiones difíciles para asignar el gasto. No nos poníamos de acuerdo. Pero convinimos en una medida paliativa —más ayuda— y, por lo tanto, aplazamos las cuestiones fundamentales para otro día.

Cuando mis colegas macroeconomistas y yo nos aventuramos en este campo en nuestra calidad de uno de los muchos socios de los países en desarrollo, debatimos cuestiones interdisciplinarias similares que van a la esencia misma de las decisiones terriblemente difíciles sobre la asignación del gasto y de los esfuerzos de la comunidad internacional para ayudar en la toma de estas decisiones. No tenemos un marco común ni un lenguaje común. Los defensores de los derechos humanos, los economistas, los donantes, los especialistas en desarrollo y las autoridades económicas abordan estos problemas con

paradigmas distintos y no se comunican eficazmente entre ellos. La frustración es notable porque el problema humano es agudo y visible. La gente muere mientras hablamos.

En este estimulante libro, Jean-Pierre Chauffour trata de hallar un denominador común para crear un paradigma de desarrollo interdisciplinario. Sostiene que la libertad puede cerrar la brecha que separa los imperativos del desarrollo y los de los derechos humanos. A diferencia de la ayuda externa, apoyar la libertad no oculta los problemas ni aplaza las decisiones difíciles, sino que

Chauffour trata de hallar un denominador común para crear un paradigma de desarrollo interdisciplinario.

permite establecer un marco para la comunicación interdisciplinaria y puede estimular un desarrollo que beneficie a la gente y proteja los derechos humanos.

Chauffour examina el marco de los derechos humanos, establecido en la Declaración sobre el Derecho al Desarrollo de 1986, y el marco del desarrollo, plasmado quizá de manera excesivamente prolija en los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM). En los dos primeros capítulos de la Parte 1, el autor presenta con bastante detalle el contexto histórico. En el capítulo 3 desarrolla su argumento principal sobre los conceptos fundamentales del “derecho” humano al desarrollo, y señala que muchas veces un imperativo moral, el “sentido de la rectitud”, ha ido por delante de cualquier definición sensata de los derechos. En el capítulo siguiente, titulado “Práctica”, argumenta que esta situación ha puesto a las comunidades defensoras de los derechos humanos y del desarrollo en un atolladero, en el que compiten las prioridades de ambos grupos, del que no pueden salir. También analiza qué derechos se están protegiendo (¿dónde acaban sus derechos y dónde comienzan los del otro grupo?) y quién se supone que tiene que protegerlos (¿los individuos, los Estados o un “superestado” internacional?). Chauffour

considera los procesos de los derechos de las Naciones Unidas, los Documentos de Estrategia de Lucha contra la Pobreza inspirados en Bretton Woods y los ODM con escepticismo y pone en el punto de mira al gran número de personas que critican la ayuda de los donantes. Al final de la Parte 1, los lectores quizás estén dispuestos a desistir por completo de la noción de un desarrollo coherente.

No obstante, Chauffour explica las implicaciones de su argumento sobre el poder de la libertad como paradigma unificador. El título del capítulo 5 (Paradigma Económico) quizás enfurezca a algunos no economistas, pero sienta las bases para un enfoque interdisciplinario, basado en la libertad individual. Su visión del Estado tiende hacia el minimalismo: este debería quedarse al margen del desarrollo individual en lugar de alentarlos. Por lo tanto, proclama la creación de instituciones, reiterando el gran número de estudios sobre los derechos de propiedad y añadiendo algunas observaciones interesantes sobre el verdadero significado de la “participación” en el desarrollo (capítulo 6). En el capítulo sobre política macroeconómica muestra sus raíces de macroeconomista. Creo que encaja bien con su nuevo paradigma, pero no estoy seguro de que llegue a convencer a aquellos especialistas de otras disciplinas de la congruencia de la prudencia macroeconómica y los derechos humanos.

Pero Chauffour reconoce desde el principio que este libro probablemente no podrá satisfacer a todos los especialistas de las disciplinas interesadas. Es demasiado amplio para profundizar en la ortodoxia de una sola disciplina, pero confronta gran parte de esa misma ortodoxia. Sería fácil para nosotros replegarlos en nuestras propias disciplinas, sacar los estudios en los que se examinan los matices de los principios que defendemos y decir que Chauffour no nos entiende. Este libro es una mirada a lo que otros piensan y a las limitaciones de nuestras propias ideas. Así podremos conversar realmente sobre la libertad de las personas para desarrollarse y desarrollar sus sociedades como consideren adecuado.

Mark Plant

Director Adjunto del Departamento de África del FMI