

Los economistas y la crisis

La crisis financiera y económica que se desarrolló a partir de los problemas con las hipotecas *subprime* en EE.UU. en el año 2007 ha dejado un legado pesado de paro y desigualdad. También ha puesto en cuestión los mecanismos de autorregulación de las economías de mercado, así como ha restado credibilidad a los mercados financieros y a sus instituciones. Además, el análisis económico parece no haber estado a la altura. ¿Cómo puede ser que los economistas no anticiparan una crisis de tal magnitud que sólo se puede comparar con la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado?

Si bien es cierto que el paradigma dominante en el análisis de los mercados financieros ha sido el de un mercado competitivo sin fricciones, también lo es que una parte no negligible del análisis económico ha estudiado los fallos del mercado que se dan en banca y finanzas. Mayormente, asimetrías en la información disponible entre inversores y entidades, y entre ellas mismas, efectos externos de una quiebra bancaria, tanto en otros bancos como en la economía en general, posibilidad de crisis sistémicas, y capacidad de grandes entidades de abusar de su poder de mercado. Recientemente, además, se han añadido como ámbito de estudio los posibles fallos de mercado derivados de sesgos de comportamiento de los inversores y de los consumidores.

Sin embargo, desde la perspectiva macroeconómica y de la política monetaria, se ignoró la posibilidad y efectos de las crisis financieras en el contexto de lo que se denominó la "gran moderación". Así, se pensaba que el ciclo económico era básicamente una cosa del pasado dados los instrumentos de los bancos centrales para controlar la volatilidad de la producción y de los precios. Incluso un premio Nobel dio por muerto el ciclo económico. Todo eso resultó ser un espejismo. La ausencia de volatilidad no quiere decir que no haya riesgo, dado que hay riesgos muy grandes que se manifiestan sólo de vez en cuando, y en consecuencia pueden tardar mucho a

ocurrir. Así pasó con el riesgo en productos financieros hipotecarios *subprime* y todo el edificio de derivados financieros que se había construido encima. La respuesta a los choques del crac bursátil de octubre de 1987, la crisis rusa de 1998, y el estallido de la burbuja tecnológica el 2000-2001 no provocaron crisis sistémicas porque eran crisis en los mercados de acciones y no involucraban el crédito y el sistema bancario. En una econo-

Aunque los economistas mejoremos los modelos, la capacidad de predicción del futuro no será elevada

tastrófica. Estos son algunos de sus argumentos premonitorios. Un mecanismo generador de inestabilidad era el incentivo de los agentes del sistema a tomar riesgo que era invisible desde el punto de vista de los inversores, otro era el comportamiento de rebaño de los gestores financieros en que se imitan unos y otros. Nouriel Roubini anticipó que el estallido de la burbuja en el sector inmobiliario en EE.UU. llevaría a una crisis bancaria sistémica en contra del consenso de los modelos que utilizaban los macroeconomistas. La razón es que estos modelos no preveían posibles problemas en el sector bancario al ignorar la propia existencia de los bancos. Además, la relajación de la regulación financiera, promovida por la banca de inversión en EE.UU., permitió el crecimiento del riesgo sin control. El premio Nobel Paul Krugman

dejó claro, ya hace mucho tiempo, que la larga crisis en Japón, después del estallido de su burbuja inmobiliaria, no era necesariamente una excepción, sino la manifestación de la famosa trampa de la liquidez de Keynes, y que la capacidad de los bancos centrales de evitar depresiones económicas podía ser limitada. La Gran Depresión de los años treinta no fue una anomalía de la economía de mercado.

Los instrumentos para entender las crisis han sido desarrollados por muchos economistas que han dedicado su actividad académica a

entender los fallos del mercado. Ahora bien, una parte de la profesión se ha alineado con Milton Friedman entendiendo que un buen modelo económico no necesita hacer supuestos realistas, sólo hace falta que su resultado no quede contradicho por los datos. Paul Samuelson pensaba, en contraposición, que los supuestos de los modelos tienen que ser realistas. El problema es que muchos de los modelos con supuestos difíciles de tragar, a partir del conocimiento empírico y el sentido común, han funcionado mal cuando el entorno no ha sido estable. Pero aunque los economistas mejoremos los modelos no se tiene que pensar que la capacidad de predicción del futuro será elevada. De hecho, aún tenemos dificultades para entender bien acontecimientos pasados.●



SANTI BURGOS / BLOOMBERG

mía moderna monetaria los bancos ejercen un papel central en los sistemas de pagos y de oferta de crédito, y cuando tienen problemas, la economía tiene problemas.

En resumen, los mecanismos que generan crisis sistémicas se conocían y se habían estudiado, pero sorprendieron el alcance y la profundidad de la crisis y la magnitud del riesgo sistémico oculto.

¿Por qué no se anticipó la crisis? Hay que decir, de entrada, que hubo varios economistas que alertaron de que el sistema financiero no era tan estable como se pensaba. Raghu Rajan, economista jefe del FMI y después gobernador del banco central de India, advirtió en el 2005 de la acumulación de riesgo bajo la alfombra en el sistema financiero internacional que podía llevar a una crisis sistémica ca-