

## DESAFIOS TEORICOS EN LA CRISIS FINANCIERA

La presente crisis financiera ha adquirido dimensiones muy significativas que alcanzan a la economía real de los países desarrollados, y que comienza a expandirse en los menos desarrollados. Muchas cifras y descripciones se han efectuado ya de la misma por especialistas, por tanto, evitaré repetir lo tratado en ellas. Nuestra preocupación se va a situar en las responsabilidades de los Ministerios de Economía y los Bancos Centrales que son quienes tienen que implementar sus políticas para minimizar las repercusiones de la misma. A la hora de adoptar decisiones, se advierte que la teoría económica se enfrenta a desafíos significativos, que hacen más difícil la adopción de decisiones en la presente crisis, así como desarrollar nuevos mecanismos de diagnóstico precoz de futuras situaciones similares.

### Orígenes

En general, hay una amplia coincidencia que la crisis se origina en una burbuja de precios de activos (en particular inmobiliarios) incentivada por la utilización de niveles riesgósísimos de *leverage*, pero debemos -y nos parece de la mayor importancia- agregar que ha existido una marcada subestimación de la endoginización de la elevación del riesgo sistémico. Muy rara vez o muy tímidamente fue remarcado este peligro. La seriedad potencial de este devastador fenómeno no fue advertido o simplemente no fue entendida -salvo algunas excepciones- tanto sea por las autoridades competentes en el tema, como por los participantes en el mercado ni por los comentaristas.

### “Nada más práctico que una buena teoría”

A la hora de diseñar las políticas para combatir un mal económico, es preciso contar con un respaldo teórico. Y, aquí, es donde la teoría económica tiene aproximaciones diferentes a ofrecer.

Es bastante claro que la economía de la certidumbre no es sostenible. No hace mucho (aparece en los años 50) que la teoría económica empieza a hacer un desarrollo sistemático de la economía de la incertidumbre.

Hay tres principales desarrollos en la teoría económica vinculados a este respecto: Una primera, cuyo cuerpo teórico, enfatiza en la *diversificación de riesgos* mejorando no solo resultados de portafolios sino también el funcionamiento de la economía. Esta aproximación, ha contribuido a hacer más eficiente a la industria de los seguros, como a la administración de las empresas, ha mostrado como los activos tienen un precio de equilibrio o como valorar un instrumento derivado, como los individuos e instituciones pueden conformar portafolios que para un nivel tolerable de riesgo maximizan su rendimiento. Esto último se hace más patente cuanto más incorrelacionados están los rendimientos de los activos.

Al crecer el riesgo sistémico en el sistema financiero (en buena medida por la mencionada endoginización), muchos activos cuyos rendimientos que tenían baja correlación y en muchos casos negativa, comienzan a estar altamente correlacionados

positivamente. De frente a este fenómeno, los modelos de seguros y de diversificación fallan.

A nivel más agregado el aporte del tratamiento de la incertidumbre fue también reconocido. El concepto de *equilibrio económico general*, un elemento central en el análisis económico standard desde las últimas décadas del siglo XIX, en el cual bajo condiciones competitivas, orienta la asignación óptima de recursos, recibe hacia 1950 aportes seminales de incorporación de la incertidumbre al modelo. Su incorporación reportaría mejoramientos al andamio de la economía.

Una segunda aproximación teórica reconoce que existen *imperfecciones* en el funcionamiento de los mercados y otorga importancia a la *información* en cuanto tiene relación con las reacciones que presiden las decisiones en contextos inciertos. Si todos los que actúan en el mercado no cuentan con la misma información, los menos informados tienen que entender que los más informados toman ventajas a la hora de fijar contratos.

Aparecen problemas de *daño moral* (algo que ha sido prometido no se cumple), o de *selección adversa* (un asegurador no puede distinguir entre los asegurados de distintos riesgos no claros, y puede terminar teniendo en su cartera mayoría de peores riesgos) o de *información asimétrica* (el recordado artículo de los “limones”, el menor valor de un auto usado)

Es claro que esta aproximación en gran medida es antagónica a la anterior que parte de bases diferentes, aquella con un hombre optimizador y omnisciente. En este hay, por el contrario, un hombre que difiere de la información que el otro posee al momento de cerrar una transacción.

Una tercera corriente, pone énfasis en la vinculación entre la *psicología y la economía* y se encuentra en pleno desarrollo, bajo la denominación de *Behavioural Economics*. La propia naturaleza humana es reivindicada, poniendo el acento en la vena cognitiva y en las emociones de los agentes económicos, por ej., la confianza, la ira, la vergüenza, la codicia, el miedo. La toma de decisiones se hace -en esta corriente- por sujetos que no son irracionales, pero sí que poseen una racionalidad acotada. Se basan en heurísticos (atajos), en sesgos (propensión al error) y en enmarcamientos para tomar decisiones. El heurístico de disponibilidad (no se miran todas las opciones de decisión sino aquellas que se les presentan), es bien representativo de cómo frecuentemente actúan los inversores.

En condiciones de crisis, algunas de estas emociones se exacerban, como es el caso del miedo y la vergüenza, llegando, la primera de ellas a grados extremos que constituyen el pánico. La pérdida de confianza en el sistema se hace también patente en la actual crisis. Muchas familias perdieron sus casas, otras su empleo, otras ven como su jubilación se deteriora por la pérdida de valores de los activos, por los titubeos de las autoridades para actuar diligentemente. Una vez instaladas estas emociones en grado alto, es bien difícil dominarlas.

Para esta avenida teórica los reguladores no han comprendido ni la naturaleza humana ni los cambios ocurridos en los últimos treinta años con la irrupción masiva de las tecnologías de la información y las comunicaciones. Los seres humanos no son tontos para la teoría, solo que es inherente a su propia naturaleza que ante problemas de alta complejidad muestran una racionalidad acotada. La aproximación deja en claro que no busca borrar el enorme bagaje neoclásico, sino complementarlo para una más adecuada explicación de la realidad y dotar a los modelos de mayor poder predictor.

Para esta teoría la presente crisis económica tiene su explicación en dos puntos básicos, que son: la mencionada racionalidad acotada y los límites de autocontrol de los seres humanos. La codicia y la corrupción han contribuido a generar la crisis, y en ellas la psicología juega un rol decisivo. Esta emoción y esta conducta están incorporados en las ya señaladas causas explicativas de la crisis.

Esta corriente, tampoco es compatible en muchos aspectos, con los dos anteriores cuerpos teóricos.

La actual crisis financiera es altamente compleja, y son casos que suelen tener también soluciones complejas. Los diversos caminos teóricos son un indicio de algunas dificultades.

A nuestro juicio, es claro que faltan muchos puntos por entender en la actual crisis financiera, pero las raíces de la misma en buena medida descansan en la importancia por diversificar riesgos, y el no entendimiento de lo que ello lleva implícito frente a las crecientes complejidades de los instrumentos financieros no siempre comprendidas correctamente por seres humanos que, toman frecuentemente decisiones económicas basadas en limitaciones cognitivas, acompañadas, en algunos casos, por emociones exacerbadas.

En esta crisis, cuyo principal error es no haberse anticipado al estallido de la misma, las autoridades buscan adoptar medidas tendiendo a solucionarla y es de esperar que lo hagan sobre las siguientes bases:

En primer lugar recuperar la confianza de los consumidores estadounidenses tratando de solucionar los problemas del sistema financiero e incentivando la economía real. En este sentido, las demoras en la implementación de las medidas y su ejecución cuotificada hace perder eficiencia al efecto de las mismas. Sería de la mayor importancia actuar en forma contundente dejando de lado cabildeos por momentos inapropiados en tiempos de una crisis de esta magnitud.

En segundo lugar es probable que los tres cuerpos teóricos expuestos se apliquen parcialmente en la implementación de las soluciones buscando tomar aquellos aspectos que más pueden aportar a la situación actual.

En tercer lugar debe tenerse presente que continuará la dinámica de los mercados apreciada en los últimos meses, lo cual merecerá particular atención de las autoridades, de las instituciones, de los inversores, así como de los asesores.

En cuarto lugar, las autoridades implantarán nuevas regulaciones en el funcionamiento del sistema financiero. En este caso, deberán tener presente estas lecciones, pero también que en la base del crecimiento económico está la innovación y no sería económicamente saludable obstaculizarla.