

Crisis y desconcierto. Algunas ideas para comprender la situación actual

ADRIÁN ZICARI

Revista Cultura Económica
Año XXVI / XXVII • N° 73 / 74
Diciembre 2008 / Mayo 2009: 56-61

*No sabemos lo que nos pasa y eso es precisamente lo que nos pasa:
el hombre de hoy empieza a estar desorientado respecto a sí mismo
[...] arrojado a la circunstancia nueva que es como una tierra incógnita.
Ortega y Gasset (1933)*

Quizás esta frase de Ortega sea la que mejor represente nuestro desconcierto frente a la actual crisis financiera mundial.¹ No sólo por la enorme magnitud de las cifras involucradas, por la caída de las instituciones financieras emblemáticas, o por las consecuencias aún desconocidas, sino, fundamentalmente, porque las causas de esta crisis (y en consecuencia su posible desarrollo) son absolutamente atípicas. Dicho de otro modo, el origen y contagio de esta crisis se vincula a negocios financieros (por ejemplo, las hipotecas *subprime* y productos derivados “exóticos”) que no habían sido antes testeados en estas condiciones de mercado. No podemos, en consecuencia, comparar esta situación con alguna otra análoga en la historia económica. Nos encontramos, así, en un terreno desconocido, donde las certezas son pocas y las dudas son numerosas.

El propósito de este artículo es entonces bastante modesto. Es imposible hacer hoy pronósticos de mercado, dado que lo que sucede en este momento no está comprendido en ninguno de los modelos de proyección habituales. Posiblemente, tampoco haya en este momento información suficiente: en más de un caso, hubo sorpresas respecto de entidades financieras que eran reputadas solventes. Lejos, entonces, de hacer proyecciones, sólo intentaré hacer algunas puntualizaciones orientativas, con el objeto de dar algunos elementos de juicio

para comprender los sucesos que se están desarrollando en estos meses.

1. La naturaleza de esta crisis

Los argentinos ya tenemos bastante experiencia en las crisis financieras que recurrentemente hemos vivido. Esto nos podría llevar a pensar (erróneamente) que esta crisis internacional es sólo una versión, a gran escala, de las tantas crisis locales. Nada más lejos de la realidad.

En primer lugar, por el origen de la crisis. A diferencia de una corrida bancaria tradicional (esto es, un retiro masivo de depósitos que no puede ser satisfecho por el sistema bancario), aquí se trata de un problema que surge en la banca de inversión, no en la banca comercial o convencional. Es decir, en bancos especializados en negocios financieros específicos, más que en la actividad bancaria tradicional (depósitos del público y préstamos comerciales).

Estos negocios, por su complejidad y reciente desarrollo, suelen agruparse bajo el rótulo genérico de “innovación financiera”. Aquí podríamos reunir, entre otros, a los diversos productos derivados (por ejemplo, *puts*, *calls*, *forwards*, opciones “exóticas”) y claro está, las hoy famosas hipotecas *subprime*. Nótese entonces que hasta ahora en la mayoría de los casos, los problemas han sur-

gido en este tipo de bancos (de inversión) más que en los bancos comerciales tradicionales. Vale aclarar que este tipo de negocios en Argentina es proporcionalmente pequeño y no alcanza –ni remotamente– el volumen relativo que tiene en los Estados Unidos. Nuestra banca es hoy mayoritariamente una banca comercial, más que de inversión.

En segundo lugar, a diferencia de la Argentina de 2001, la crisis no fue causada por el Estado. En aquel entonces, el Estado argentino, como principal actor de nuestra economía, entró en *default* y arrastró, en consecuencia, a todo el sistema financiero. Hoy día, en Estados Unidos, la situación es diferente: el problema está en el mercado y es el Estado norteamericano el que sale a resolver el problema. En la Argentina de 2001 el problema estaba en el Estado, en los Estados Unidos de 2008 la solución está (quizás) en el Estado. No debemos confundirnos: en aquel entonces los inversores trataban de huir del alcance del Estado, que no podía (y posiblemente no quería) cumplir. Ahora, los inversores reciben con alivio la intervención del Estado, con la esperanza de poner un freno a la caída de los precios de mercado.

2. Regulación y mercados

Se está abriendo una fuerte polémica con respecto a si había poca regulación o si la regulación se aplicó inadecuadamente. Más allá de los detalles técnicos, convendría aclarar algunos puntos.

El desarrollo de los productos de “innovación financiera” (los antes mencionados productos derivados) es un proceso relativamente nuevo en la historia de las finanzas. Tal hecho implica que esta “innovación financiera” no está todavía adecuadamente comprendida y que las normativas van por detrás del avance de estos mercados. En otras palabras, en los últimos años han surgido en los mercados internacionales nuevos productos derivados *antes* de que hubiera regulaciones específicas para los mismos. Con el tiempo, las regulaciones “alcanzan” a los mercados. Pero, claramente, hasta ahora son los mercados los que han tomado la

iniciativa en tanto que las regulaciones han ido a la zaga.

Como suele suceder cada vez que se crean nuevos mercados (como ha sido en este caso la “innovación financiera”), los propios actores (fundamentalmente los bancos de inversión) han procurado desarrollar reglas de conducta consensuadas, antes de que los poderes públicos tomen cartas en el asunto. De modo análogo, los códigos de comercio modernos tienen su origen en las propias normas de conducta que se imponían los comerciantes entre sí (*lex mercatoria*), uno de los primeros antecedentes de la autorregulación en el mercado (Zamagni, 2005).

Esta autorregulación (hoy tan cuestionada) tiene algo de lógico: es de suponer que los propios participantes del negocio, quienes lo conocen a fondo, estarán en mejores condiciones de definir las reglas del juego. En esa línea argumental, se supone que el poder público, neófito en los vericuetos de la “innovación financiera” regulará de un modo inadecuado.

Cabe hoy preguntarnos: ¿es la autorregulación la responsable de esta situación? En este punto es bueno prevenirnos acerca de reduccionismos simplistas. Hay buenas y malas regulaciones, sea que hayan sido autoimpuestas o fijadas por los gobiernos. No necesariamente, entonces, una autorregulación será mala, ni tampoco habrá que suponer que una regulación estatal será garantía de bondad. Claro está que si los Estados (no sólo el norteamericano, sino también los europeos) hicieran un salvataje de los mercados, dicha operación será, lógicamente, a cambio de una mayor regulación estatal. Haremos bien, sin embargo, en no dar por supuesto que esa mayor regulación será necesariamente mejor que la actual.

Hay un punto particular del mecanismo de autorregulación hoy vigente que está siendo cada vez más cuestionado. Se trata del rol de las *agencias calificadoras*, las que se supone que no pudieron desempeñar un rol eficaz en la identificación de los riesgos que corrían algunas inversiones. Este es un aspecto importante: la calificación de riesgos de los distintos papeles financieros suele estar hoy a cargo de entidades privadas, con fines de lucro, que compiten entre sí. Una de las consecuencias posibles de esta

crisis será una mayor regulación de estas firmas, además de un escepticismo más grande acerca de su valor real a la hora de medir riesgos.

3. Regulación y cultura

Un aspecto crucial de la regulación tiene que ver con el modo en el cual esa regulación se aplica, en particular en sus aspectos culturales. En general, en los Estados Unidos a la hora de regular, se suele adoptar un criterio denominado *bright line* (línea brillante). Este criterio apunta a la definición de pautas muy objetivas, no ambiguas, que pueden ser aplicadas sin subjetividad. La norma, igual para todos, se aplica linealmente, sin interpretaciones o adaptaciones. Nadie se pregunta cuál es el “espíritu de la ley”, la “voluntad del legislador” o los “principios generales” a la luz de los cuales esa norma debe ser interpretada. Tal es la ley y punto.

Compárese este criterio con uno más “europeo”, donde se da mayor importancia al criterio de aplicación de la norma, más que a la letra de la misma. En estos casos, la norma forma parte de un conjunto de principios generales, que le dan orientación y sustento. Normalmente, se deja espacio para la aplicación del criterio humano ante los casos concretos.

Podemos explicar esta diferencia de criterios utilizando una metáfora deportiva. En el *basketball* (juego creado en los Estados Unidos), la “pelota fuera de juego” sucede cuando el jugador que lleva la pelota pisa la línea extrema de la cancha, aunque la pelota esté físicamente “dentro” de la cancha. Lo que el reglamento de este deporte prioriza es el hecho objetivo, fácil de observar, de que se ha pisado la línea demarcatoria, más allá de que la pelota (que está en el aire) se halle “dentro” o “fuera” de la cancha. En cambio, en el *fútbol* (juego creado en Inglaterra), la condición de “pelota fuera de juego” depende de la observación del juez de línea, quien indica si la pelota ha salido o no de la cancha. Nótese que en este caso se confía en un criterio potencialmente más subjetivo, pero posiblemente más justo, como es el de una persona experta.

Otro ejemplo: el sistema educativo norteamericano es usuario entusiasta del *multiple choice*, un sistema de evaluación objetivo, de sencilla aplicación, aunque, como bien sabemos, no necesariamente justo. Normalmente, en cambio, las escuelas y universidades europeas (incluso las inglesas), rara vez hacen uso del *multiple choice* y prefieren más bien apoyarse en el juicio de evaluadores expertos. Nuevamente aquí se enfrentan el criterio *bright line*, con su pretendida objetividad frente a un enfoque más subjetivo.

¿Cuál sistema es mejor: el americano (*bright line*) o el europeo? Naturalmente, tanto un criterio como el otro tienen sus aspectos positivos y negativos. Posiblemente, el criterio *bright line* sea el que mejor se adapte a la realidad americana: un país muy diverso de dimensiones continentales. Claramente, es un esquema objetivo, que no deja espacio para la duda y el debate. Es posible que para una actividad tradicional, el criterio *bright line* sea el más práctico, el más sencillo de aplicar. Sin embargo, el problema del criterio *bright line* se da precisamente en los nuevos negocios (por ejemplo, la ya mencionada “innovación financiera”). Aquí el incentivo consiste en estructurar negocios cuestionables, al borde de la normativa, procurando que los mismos se atengan a la letra de la regulación. Como familiarmente se dice: hecha la ley, hecha la trampa. Por ejemplo, en el caso Enron, los negocios objetados (los que finalmente causaron la debacle de esa empresa) aparentemente no habían sido informados a los accionistas, escudándose en un vericuetto de la normativa de exposición contable entonces vigente. Hay quien supone, entonces, que el caso Enron no podría haber tenido lugar en un entorno de normas más “europeas”, que forzosamente obligan a la aplicación de principios generales.

¿A qué nos lleva todo este razonamiento? Simplemente a plantear que si el mercado financiero norteamericano va a estar más regulado (como, de hecho, se supone que será), sería deseable que esa mayor regulación no sea meramente la creación de nuevas *bright lines* para adicionar a las que ya existen y que podrán *a posteriori* ser burladas esquivando la letra de la norma. Quizá sea necesario a partir de ahora, al menos

cuando nos referimos a los nuevos negocios financieros (y a los que surjan en el futuro), manejar un criterio más “europeo” que dé un mayor margen de maniobra a los reguladores y que les permita controlar una realidad de negocios necesariamente cambiante, que difícilmente pueda “encorsetarse” en una regulación del tipo *bright line*. Posiblemente sea menester entonces no tanto agregar nuevas normas como cambiar el modo de aplicarlas.

4. Modelos cuantitativos y *behavioural finance*

Winston Churchill decía que la primera baja en una guerra era la verdad. En esta crisis, podríamos decir que la primera baja han sido los modelos cuantitativos para la predicción de los mercados financieros. A lo largo de las últimas dos décadas, ha crecido la confianza en la aplicabilidad de métodos estadísticos sofisticados para la gestión de carteras de inversión. Por otro lado, los portentosos avances en la informática han permitido utilizar estos complejos modelos de predicción, cada vez con mayor rapidez y menor costo. Los expertos usuarios de estos modelos, los analistas cuantitativos (llamados *quants* en la jerga de los mercados) han sido claramente las estrellas en los últimos años (Fabozzi et al, 2005). El entusiasmo por lo cuantitativo contagió también a los claustros universitarios: en el mundo desarrollado son raros los programas doctorales en finanzas donde no haya un énfasis supremo en este tipo de herramientas. Incluso en muchos casos, doctores en física o matemática dejaban sus tradicionales ocupaciones para abocarse al desarrollo de estos modelos cuantitativos tan apreciados en su momento.

Lamentablemente estos supuestamente poderosos modelos predictivos fallaron clamorosamente en predecir esta crisis. Más aún, las fallidas bancas de inversión contaban con los *quants* más brillantes y con las mejores herramientas informáticas. Ante esta crisis, los modelos cuantitativos han probado ser gigantes con los pies de barro. En opinión de muchos, los analistas cuantitativos están hoy tan desacreditados como

aquellos “sovietólogos” que en 1989 no acertaron a predecir la caída del Muro de Berlín.

¿Qué es lo que ha sucedido? Si bien un análisis a fondo de esta cuestión excedería los límites de este artículo (se trataría de un debate metodológico acerca de los fundamentos de esos modelos cuantitativos), sí es posible presentar aquí algunos comentarios al respecto. En primer lugar, estos modelos se basan habitualmente en la suposición de que los comportamientos de mercado tienen cierta regularidad, esto es que se puede encontrar una distribución de probabilidades que razonablemente explique el funcionamiento de cada variable financiera. Por ejemplo, podríamos suponer que el rendimiento de cierta acción tiene una distribución normal con un cierto desvío estándar. A partir de supuestos como éste, se pueden construir complejos modelos que predigan, por ejemplo, el comportamiento de una gran cartera de inversión.

El problema, sin embargo, radica en que no podemos saber *a priori* cuál es la distribución de probabilidades que realmente corresponde para cada activo. Más aún, es posible que sucedan eventos llamados “catastróficos”, de alto impacto y cuya posibilidad de ocurrencia sea mayor que la prevista por las distribuciones de probabilidades habitualmente utilizadas. Esto es lo que se ha dado en llamar los *Black Swans* (literalmente traducido, “cisnes negros”).² ¿A qué se refiere esta expresión? En la antigua Roma se suponía que los cisnes podían tener distintos colores, pero nunca ser de color negro. Tanto es así, que se solía usar la expresión “cisne negro” para indicar algo imposible. En realidad, no se trataba de algo lógicamente imposible, sino de algo que se suponía que no existía. Cuando en el siglo XIX se descubre Australia, los primeros europeos se sorprendieron al ver cisnes negros, los que se creía inexistentes. De aquí, entonces, que en finanzas hablamos de *Black Swans* para referirnos a sucesos de mercado que deberían ser raros (esto es, estar en los extremos de una distribución probabilística), que tienen impacto extremo y predictibilidad retrospectiva (esto es, luego de haber sucedido, nos parecen haber sido predecibles) (Bogle, 2008).

En otras palabras, se trata de una vuelta a la conocida distinción entre el concepto de riesgo (que es medible), y el de incertidumbre (que no podemos medir). El riesgo corresponde a la volatilidad cotidiana de los mercados, la que, dentro de ciertos márgenes de razonabilidad, es posible modelar e incorporar en nuestros cálculos prospectivos. La incertidumbre, en cambio, tiene que ver entonces con estos posibles “cisnes negros” que pueden, ocasionalmente, aparecer y desbaratar nuestras mejores predicciones.

Finalmente, la aparición de estos “cisnes negros” implica reconocer que los mercados están motorizados en última instancia por inversores, quienes son personas de carne y hueso que se entusiasman (y generan “burbujas”) y que se asustan (y generan comportamientos de pánico “en manada”). En definitiva, hoy se está comenzando a apreciar el rol que desempeña la psicología del inversor en la toma de decisiones financieras. Se trata de la *behavioural finance* o finanzas del comportamiento, iniciadas con el trabajo pionero de Tversky y Kahneman.³ Este es un campo fértil y novedoso de desarrollo en finanzas, tanto en sus aspectos académicos como de aplicación concreta.

¿Significa todo lo antes dicho que los modelos cuantitativos son inútiles? Nada más lejos de la realidad. Más allá de lo que nos pueda parecer en este momento, los modelos cuantitativos parecen haber hecho un buen trabajo predictivo en momentos normales. Lo que no debemos hacer es pensar que esos modelos funcionan siempre y en todas las circunstancias. La *behavioural finance* tiene algo que decirnos, en particular en estos momentos de comportamiento extremo de los mercados. Dicho sea de otro modo, los modelos cuantitativos pueden ser una ayuda invaluable para el analista pero no pueden de ningún modo sustituir al sentido común.

5. Libertad de mercado

Dejamos para el final la discusión de un tema que tiene evidentes connotaciones ideológicas. Hay quienes hoy plantean que esta crisis es una demostración del fracaso

de la libertad de mercado; la caída de Wall Street en aparente analogía (por no decir revancha) con la caída del Muro de Berlín.⁴

En mi opinión esa supuesta analogía es absolutamente falsa. La libertad es un valor, porque hace en definitiva a la dignidad del hombre. Así como debemos defender la libertad de pensamiento (y otras libertades) también debemos defender la libertad de tomar decisiones en un mercado libre. Obviamente, la libertad implica riesgos de cometer errores o de generar abusos, por los que se debe ser responsable. Naturalmente habrá que mejorar la regulación (hemos hablado acerca de esto antes) y tener reguladores más celosos del cumplimiento de las normas. Pero esto no quita que en última instancia es bueno que los mercados sean libres, simplemente porque el mercado es una parte de la actividad del ser humano, el cual es (o debería ser) libre.

Es cierto que la ciencia económica ha demostrado la existencia de “fallos de mercado”, esto es, circunstancias puntuales y concretas en las que el mercado por sí solo no llega a una situación socialmente óptima.⁵ Pero también es verdad que esos fallos de mercado se resuelven normalmente con regulaciones específicas, las que permiten que el mercado retorne a su curso normal. En otras palabras, los mercados pueden “fallar” en algunos casos y es legítimo e incluso necesario “corregirlos”. Sin embargo, ello no implica el fracaso de los mercados como tales. Parafraseando nuevamente a Churchill, podríamos decir que los mercados son imperfectos, y que sin embargo no se ha creado todavía un sistema mejor.⁶ La alternativa a los mercados, los sistemas de economía planificada (sin mercado), han fracasado estrepitosamente en todo el mundo. Sería muy ingenuo por nuestra parte mirar hoy con nostalgia a aquellos sistemas.

6. Conclusión

A la hora de escribir estas líneas, la crisis continúa su camino y no sabemos cómo ni cuándo terminará. En consecuencia, no he intentado hacer pronósticos de ningún tipo. Sí, en cambio, he procurado señalar algunas ideas que pueden resultar útiles para

la comprensión de lo que está sucediendo ahora. En ese sentido se ha comparado brevemente esta crisis con las crisis a las que estamos acostumbrados en nuestro país, se ha hecho referencia al rol de las regulaciones financieras y al modo de aplicación de esas regulaciones. También se ha analizado el papel de los modelos cuantitativos y el surgimiento de los enfoques de *behavioural finance*. Finalmente, se ha hecho una mención al debate acerca del supuesto fracaso de la libertad de mercado.

Confío en que estas consideraciones, que muy probablemente deban ser revisadas en las próximas semanas, ayuden al lector a entender mejor los sucesos que se vienen desarrollando en este momento en los mercados mundiales.

Referencias bibliográficas

- AA.VV. (1983), *Enciclopedia Práctica de Economía*, Hyspamérica Ediciones, Madrid.
- Bogle, R. (2008), "Black Monday and Black Swans", *Financial Analysts Journal*, Marzo-Abril 2008, Virginia.

- Fabozzi et al, (2008) *Challenges in Quantitative Equity Management*, The Research Foudation of the CFA Institute, Virginia.
- Zamagni, S. (2005), Disertación en ACDE (Asociación Cristiana de Dirigentes de Empresa), Buenos Aires.

¹ Artículo escrito a principios de octubre de 2008.

² El difusor del concepto de *Black Swans* en finanzas ha sido Nassim Taleb, autor del conocido libro *The Black Swan: the impact of the highly improbable*.

³ Esta investigación mereció el Premio Nobel de Economía. Resulta interesante destacar que ambos académicos no son economistas, sino psicólogos.

⁴ Se ha intentado hacer un juego de palabras: Wall Street significa literalmente "La calle del Muro".

⁵ Por ejemplo, la existencia de "externalidades negativas". A una empresa industrial, en ausencia de normativas ambientales, puede resultarle económicamente conveniente contaminar.

⁶ Churchill decía que "la democracia es imperfecta, pero que no se ha inventado todavía un sistema mejor".