



**Departamento de Economía**  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de La Plata

---

Serie Documentos de Trabajo

---

**Las Crisis y los Modelos Económicos:  
Diagnósticos, Predicciones y las Políticas  
Económicas**

**Horacio L. P. Piffano**

Documento de Trabajo Nro. 93

Octubre 2012

ISSN 1853-3930

Departamento de Economía  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de La Plata

## Las crisis y los modelos económicos: diagnósticos, predicciones y las políticas económicas

Dr. Horacio L. P. Piffano  
(UNLP-UBA-AAEP)

### Resumen

El trabajo intenta una explicación de la denunciada “ausencia de modelos económicos adecuados” que permitan pronosticar, y eventualmente evitar - por medio de determinadas recomendaciones de política económica - las recurrentes crisis financieras-fiscales y, finalmente, económicas, registradas en el mundo. A criterio del autor, en la controversia sobre la “*rational expectation*” approach y sobre la nueva modalidad de diseño de los modelos dinámicos y estocásticos, se han descuidado temas subyacentes a cualquier desempeño económico, entre los cuales de manera muy determinante son los diseños institucionales en base a los cuales operan las actividades de los agentes económicos, incluyendo como tales particularmente a los gobiernos. La corriente del *Public Choice* y la moderna Economía Institucional pueden ayudar a comprender las limitaciones y las posibilidades que enfrenta la teoría económica en cuanto a mejorar o no su condición de “ciencia”.

**Palabras Clave:** Modelos económicos, las crisis, las instituciones, políticas públicas, regulaciones.

**Código JEL:** D7 - Analysis of Collective Decision-Making; D8 - Information, Knowledge, and Uncertainty; E - Macroeconomics and Monetary Economics; G2 - Financial Institutions and Services - G38 - Government Policy and Regulation; K2 - Law and Economics - Regulation and Business Law.

### Abstract

The paper attempts an explanation of the alleged "lack of adequate economic models" to predict and eventually avoid - using certain policy recommendations - the recurrent financial and fiscal crises, and finally, economic crisis, recurrently registered in the world. From author opinion, in the controversy over the "rational expectation" approach and the new design method of dynamic and stochastic models, have been neglected some important underlying issues in economic performance, as the very crucial institutional basis on which activities of economic agents operate, including as such particularly to governments. The Public Choice school and modern Institutional Economics can help to understand the limitations and possibilities facing economic theory in improving its status as "science."

**Keywords:** Economic models, crises, institutions, public policies, regulations.

**JEL Code:** D7 - Analysis of Collective Decision-Making; D8 - Information, Knowledge, and Uncertainty; E - Macroeconomics and Monetary Economics; G2 - Financial Institutions and Services - G38 - Government Policy and Regulation; K2 - Law and Economics - Regulation and Business Law.

**Departamento de Economía  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad Nacional de La Plata**

## **Las crisis y los modelos económicos: diagnósticos, predicciones y las políticas económicas**

**Dr. Horacio L. P. Piffano  
(UNLP-UBA-AAEP)<sup>1</sup>**

### **1. Introducción**

El Profesor Edmund Phelps – Premio Nobel de Economía 2006 – en una de sus más recientes conferencias, titulada “*Roadblocks to Recovery and Rehabilitation*”, es decir, “Obstáculos para la Recuperación y la Rehabilitación”, expuesta en el panel sobre *Global Economy: Crisis Without End (New York Review of Books & The Metropolitan Museum of Art (2012))* – luego de formular una acusación formal a la academia por su fracaso para explicar las grandes crisis y hacer también una mención crítica de las usuales recetas de política económica que han estado en la agenda de las discusiones a nivel político – insinúa creo un “pequeño *homework*”.

En el párrafo final de su documento – al tiempo de reconocer que hay opiniones encontradas sobre cómo lograr la prosperidad de un país y respecto a diversos puntos de vista de cómo el Estado puede servir en las concepciones sobre la “buena vida” y la “justicia económica” (incorporando para su caracterización una noción “Aristotélica con condimentos a lo Hayek y a lo Rawls”) – señala la necesidad de la academia de “esclarecer cómo despejar los obstáculos para recuperar la economía brillante de nuestro pasado”. Ese párrafo del Prof. Phelps por cierto va dirigido específicamente a “los americanos” (de los EE.UU.), pero sus enseñanzas y planteos pueden naturalmente ser de guía para cualquier país o región, dado que las patologías de las crisis no parecen ser exclusivas ni estar constreñidas a ninguno de ellos en especial. Ese “debemos” que surge de “la necesidad de esclarecer”, por lo tanto, debe interpretarse como un *homework* a ensayar por cualquier economista no necesariamente americano.

Habrán de coincidir que cualquiera sea el enfoque académico-ideológico de las propuestas de política económica que se han sugerido, aún el de las más conservadoras que aspiran a un “Estado recortado o pequeño”, reconoce la necesidad que el Estado debe intentar algo frente a las crisis. Y esto implicará algún tipo de regulación y de consecuente diseño institucional para llevar a cabo esa intervención. Y aquí aflora la pregunta del millón: **¿qué regulación y con qué instituciones?**

Voy ahora a dejar de lado el definir la especificación de qué regulación y qué tipo de intervención estamos esperando del Estado. Sobre ello no hemos ocupado con mayor detalle antes,<sup>2</sup> y algo habremos de referirnos al final de este documento. Ahora exploremos la sugerencia del Prof. Phelps con su sintética mención de la ruta principal a seguir: “*alentar el desarrollo de la iniciativa empresarial, tendientes a la innovación como motor del crecimiento y el empleo y necesaria formación de los recursos humanos, tendiente particularmente a la inclusión activa de los trabajadores, pensando en aquellos de más bajos ingresos*”. Con esta síntesis, el Prof. Phelps entiende lograr un *trade off* entre el aliento a la innovación y a la iniciativa privada de Hayek (o sea “el mercado”) y a “una genuina justicia social” de Rawls. Aún cuando se podría argumentar sobre cierta

---

<sup>1</sup> El autor agradece comentarios y críticas recibidas de Juan Vicente Sola, Aldo Alonso, Daniel Heymann, Alberto Benegas Lynch (h), Ricardo Bara, Martín Krause y Adolfo Sturzenegger. Las opiniones aquí vertidas, no obstante, son de su exclusiva responsabilidad y no comprometen asimismo a ninguna de las Instituciones a las cuales pertenece.

<sup>2</sup> Ver Piffano (1996; 2005; y, 2012).

contradicción entre la visión hayeksiana y la rawlsiana,<sup>3</sup> se habrá de coincidir no obstante que esa ruta o lineamiento de conducta no alcanza para resolver qué hacer frente a una crisis no necesariamente presagiada por los modelos.

En esta oportunidad, permítaseme ahora hablar de las instituciones y de aquí en más hablar entonces del “Gobierno” no del “Estado”, pues el “gran consorcio Estado” tiene un administrador que es precisamente el Gobierno, de manera que el diseño que se imagine para su gestión va dirigido a los funcionarios que habrán de gestionar en ese Gobierno, o sea a aquellos que hablan y gestionan en nombre del Estado.<sup>4</sup>

## 2. Las instituciones de la democracia y los mercados

Cuando nos referirnos al Gobierno podemos recurrir a los dos estereotipos polares de gobiernos que ha registrado la humanidad: el gobierno leviatánico a lo Hobbes (1651) o el democrático de la Atenas Griega del siglo de Pericles (495 a. C.- 429 a. C.) y su posterior desarrollo según fuera evolucionando en los países de occidente. La preocupación específica es, sin dudas, analizar el caso de las democracias representativas de occidente.

Los EE.UU. dieron el ejemplo universal al instaurar una Constitución con su sistema democrático de formato republicano, luego de declarar su independencia del Reino Unido. El impacto político que esto tuvo en el mundo es conocido. Incluso ciertamente en Argentina en cabeza de Juan Bautista Alberdi. Pero permítaseme rescatar la influencia que tuvo en las ideas que circulaban en Europa, en particular luego de la revolución francesa de 1789.<sup>5</sup>

El personaje inicial de este relato es el Marqués de Condorcet, quien con sus conocimientos de las matemáticas encontrara el hoy famoso dilema de la circularidad de los resultados de un proceso de votación por mayoría simple; mecanismo usual en toda democracia representativa.<sup>6</sup> El dilema que fuera luego retomado por Duncan Black (1948) y Kenneth Arrow (1951), conduce a reconocer la imposibilidad de imaginar una función de bienestar social única y perdurable que reúna la característica de “racionalidad” equivalente a la “racionalidad individual” de los votantes (en ello no cuenta por cierto la discusión sobre si la conducta de las personas individualmente consideradas pueda que resulte “irracional”, o no del todo racional, pues la discusión que se planteó fue sobre la base de funciones de bienestar a lo Bergson-Samuelson, donde la  $W$  depende de las funciones de utilidad de los votantes, las cuales son funciones de diseño típicamente neoclásicas con las “apropiadas” características matemáticas de concavidad y “racionalidad implícitas”).

Lo importante ahora no es analizar lo que en esa oportunidad se discutió, sino sobre las implicancias que el dilema plantea, a saber: la posibilidad que el sistema de mayoría simple abre al manejo de agenda de los gobiernos y grupos de influencia de turno.

El tema es que si algún jugador del colectivo de referencia lograra actuar como jugador dominante a lo Stackelberg-Nash, en presencia del dilema, podrá tener el privilegio de inducir al resultado por él

<sup>3</sup> Agradecemos un comentario de Benegas Lynch (h) con respecto a esta afirmación sobre la que sostiene “contradecir la noción clásica de Ulpiano en cuanto a ‘dar a cada uno lo suyo’ para sustituirla por el sustraer las pertenencias de unos para entregarlas a otros”. En esta línea argumental es que Hayek sostuviera originalmente que el adjetivo “social” junto a cualquier sustantivo lo convierte en su antónimo (Hayek, 1988).

<sup>4</sup> Solicito una dispensa especial de los colegas del derecho por olvidarme por ahora la calidad de “persona jurídica” del Estado, “independiente” o separada de quienes lo gestionan. De no ser así, no lograríamos explicar razonablemente la realidad de los hechos, que estimo es lo fundamental al momento de tener que fijar no solamente jurisprudencia, sino asimismo adelantar pronósticos y medidas de política económica.

<sup>5</sup> Ricardo Bara en su comentario a esta nota me recuerda no olvidar la (“gloriosa”) revolución inglesa de 1688 y su correlato en Holanda en la misma época que para autores como Douglass North fuera la base institucional que permitiera el fenómeno del crecimiento sostenido por medio del capitalismo en sus distintas formas, aunque ciertamente no todas hayan tenido la misma eficacia para lograr la prosperidad de las naciones.

<sup>6</sup> Para extensiones ver Piffano (2010).

deseado. Pero déjenme recordar que el escenario observado es muy complejo, dada la existencia de múltiples relaciones de agencia que operan en una economía. Contratos de agencia en base a los cuales actúan no solo los Gobiernos, sino una enorme cantidad de instituciones privadas representativas de una correlativa multiplicidad de organizaciones empresarias, sindicales, profesionales, deportivas, religiosas, de beneficencia, etc.).

La característica de estas relaciones de agencia como resulta conocido, plantea el problema de las asimetrías de información. Estamos hablando por lo tanto de mercados imperfectos de las más variadas características, pero con un común denominador. En ellos aparece la teoría sobre la “Acción Colectiva” adelantada por Mancur Olson (1965) de la cual se deduce que “la racionalidad individual (de existir)<sup>7</sup> no es suficiente para alcanzar la racionalidad colectiva”, dado que los individuos, a pesar de ser partícipes de una misma organización y tener intereses comunes, carecen de incentivos “individuales” para trabajar a favor del grupo. El pequeño beneficio que habrían de recibir no compensa el sacrificio de cuyo éxito se apropiarán otros. La presencia de actitudes “*free-rider*” haría fracasar el intento de libre decisión individual dentro del grupo. Aún para el altruista, si en su interés está el simplemente “verificar” un resultado que se note a nivel colectivo. Este es el resultado no obstante la intencionalidad y posibilidad de la introducción de los “incentivos selectivos” en los acuerdos – negativos, como la obligación de suscripción y de pago de una contribución al gremio; o positivos, como la recompensa por participar en demostraciones públicas –, que de alguna manera obliguen y/o induzcan a algún tipo de dedicación al colectivo e intenten minimizar este problema. Olson rescata finalmente la idea de la “ignorancia racional” de los individuos en los temas colectivos originalmente adelantada por Downs (1957).

Los jugadores dominantes de todas estas organizaciones no solamente ejercen el control de agenda, sino también la posibilidad de su “manipulación” (William Riker, 1984 y 1986) que consiste en la estrategia del jugador dominante actuando “no sinceramente” o incluso “no honestamente”, y esto es muy importante para las decisiones públicas si lo conectamos con la idea de un mundo con información imperfecta (una de las limitaciones a la racionalidad para North, como se explica seguidamente). Esto está directamente vinculado con la eficacia del “relato” (subjetivo) sobre los hechos.

Como nos recuerda Bara en su comentario, la asimetría de incentivos para actuar colectivamente produce a su vez una asimetría del poder político de distintos grupos (Stigler: “los productores tienen más poder que los consumidores”)<sup>8</sup> y esto influye sobre la riqueza de las naciones según Olson (1986) (“Auge y Decadencia de las Naciones”).

Douglass North (1990) fue quien contribuyera con su aporte basado en el enfoque de los “costos de transacción”. Su visión del tema de la toma de decisiones colectivas complementa a la de Olson precisamente en el problema de imperfección de los mercados que restringen la toma de decisiones de los agentes o actores sobre una base “objetivamente racional”. En ese aspecto, North subraya que los modelos de elección racional parten de dos presupuestos básicos de la teoría neoclásica, a saber:

- a) la “racionalidad instrumental”, que significa que los actores tienen modelos correctos para interpretar la realidad; y,
- b) los “mercados eficientes”, usualmente implícita en tales modelos.

En contradicción con ese escenario neoclásico, irrumpe North con la noción de “costos de transacción”, que implica que:

- a) la información es “costosa”;

---

<sup>7</sup> Esta aclaración remarcada es nuestra, no de Olson.

<sup>8</sup> Stigler (1966; 1972).

- b) los actores usan modelos “subjetivos” – es decir, no necesariamente entienden la realidad “objetiva” – para explicar su entorno.

Bajo esos supuestos, los errores de cálculo serán inevitables y, para los individuos, los resultados - diferentes a las expectativas originales - habrán de incidir en un deficiente cumplimiento de los contratos, vale decir, los acuerdos muy probablemente se cumplirán solo imperfectamente (“*enforcement* imperfecto”), o sea, en cuanto a medir y hacer cumplir el intercambio de derechos según lo esperado y pactado originariamente.

Finalmente, de esta literatura surge como conclusión, por un lado, sobre la “ignorancia racional” de la mayoría de los votantes y, por el otro, “las ventajas que algunas minorías de personas puedan lograr enormes beneficios con su especialización en determinados asuntos públicos”, asuntos que la gran mayoría desconoce y por tanto no puede monitorear.<sup>9</sup>

Aún cuando la literatura más reciente se ha ocupado de analizar estas propuestas de Olson y North, específicamente referidas al enfoque Olson sobre “la compra de políticas públicas” de los *lobbies*, sustituyendo esta aproximación por la de “venta de conocimientos” de los *lobbistas* a representantes plagados de “velos de ignorancia” sobre los temas que deben legislar,<sup>10</sup> lo cierto es que salvo una actitud altamente ingenua, no se podría desconocer que el *lobby* siempre habrá de optimizar su propia función objetivo y no la función “a lo Bergson-Samuelson” representativa del “interés general”.

### **3. La paradoja de la votación, el conocimiento limitado de los agentes económicos y de los propios representantes del colectivo, y la suerte de las democracias**

James Buchanan (2001) en su peregrinación intelectual, reconoce haberse sentido infeliz por la discusión que surgiera sobre el problema de la votación, en especial luego que Arrow presentara su tesis. Sugiere al respecto olvidar ese intento de obtener una *W* consistente y con vigencia de largo plazo, que sería de todas maneras nociva para una democracia dado que implicaría el riesgo de establecer una dictadura de una mayoría que dominaría a una minoría permanente. El tema deriva finalmente en cómo adaptar la circularidad de las preferencias, a un sistema que resulte no obstante políticamente estable. Buchanan y Tullock (1962), creen que ello se logra siguiendo el criterio sugerido en “The calculus of consent”.

Analizando el principio de unanimidad de Wicksell en el intento de lograr un consenso general, dicen Buchanan y Tullock: “...sería más fácil obtener un acuerdo o consenso, moviéndonos hacia la unanimidad, al nivel de fijar las reglas bajo las cuales se desarrolla nuestra actividad política”. “Mientras se tenga una constitución con la cual las personas están en consenso básico, se puede procurar ciertos resultados en términos de las reglas operativas que la constitución permite desarrollar”. De acuerdo a ello dice Buchanan (2001): “Desplazamos la norma wickselliana hacia el nivel constitucional y argumentamos que, de hecho, es más probable alcanzar un acuerdo a ese nivel por la sencilla razón de que las personas no conocen el impacto que una regla particular tendrá sobre su interés personal identificable”.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Se recuerda que la existencia de “costos de agencia” de tipo informativo para los ciudadanos y la posibilidad de los representantes de adoptar decisiones que se apartan de los deseos de los ciudadanos, ha sido explicada en base a diferentes argumentos “institucionales” de los problemas fiscales, a saber: el control de la burocracia maximizadora de presupuesto (Niskanen, 1971), el manejo de agenda (Romer y Rosenthal, 1980 y Rosenthal, 1990), el poder real de los grupos de influencia (Barro, 1973 y 1979, Abrams y Dougan, 1986, Dougan, 1988), el ciclo económico de origen político (Nordhaus, 1975, Rogoff y Sibert, 1988), el uso estratégico de la política fiscal con fines políticos (Alesina-Tabellini, 1990, Tabellini-Alesina, 1990, Persson y Svensson, 1989; la competencia electoral con votantes informados y no informados de Baron, D. (1994); y los ajustes demorados a los *shocks* macroeconómicos (Alesina y Adrasen, 1991). Todas estas contribuciones constituyen explicaciones alternativas del problema de “ilusión fiscal” que afecta al votante mediano

<sup>10</sup> Hillman (1991); Mayer y Mujumdar (2012).

<sup>11</sup> Alcanzar el consenso en las decisiones colectivas enfrenta el dilema de los costes de transacción. A mayor número de involucrados, mayores serán los costes de transacción para acercarse a la unanimidad. De manera que

Siguiendo caminos diferentes, John Rawls (1972) llega a un razonamiento equiparable operando detrás del “velo de la ignorancia”. Rawls decía: “podemos determinar lo que es un principio de justicia para la sociedad si nos imaginamos a nosotros mismos detrás de un velo de ignorancia tal que no sabemos qué persona seremos en la sociedad, por lo cual escogeremos algo que será justo para quien sea que podamos ser”. Por su parte, Buchanan y Tullock argumentan que en su enfoque: “...estamos analizando una regla particular que limitará los patrones de los resultados políticos. Mientras no sepamos cómo nos impacta esa regla, mientras exista esa incertidumbre, es más probable que logremos un acuerdo al nivel constitucional. Es más probable alcanzar un consenso cuanto más elevada sea la regla”.

De lo adelantado por esta literatura surge entonces que las democracias para operar relativamente bien simplemente deben asegurar la permanencia de las reglas constitucionales y evitar que ellas queden sujetas a cambios continuos.

Pero las agendas políticas deben no solo sujetarse a esas normas constitucionales, sino también a otras de menor jerarquía o cuasi-constitucionales (como las leyes electorales y el régimen de los partidos políticos, instituciones que contempla la Constitución) estables y permanentes, es decir, lo permanente deben ser esas reglas de procedimiento (*governance*), no así los posibles resultados que emerjan de su aplicación. Por ello Buchanan también señalaba la importancia del diseño institucional a través del cual los principios constitucionales habrían de ser respetados y asegurados.<sup>12</sup>

Queda claro que la incertidumbre creada por un accionar gubernamental cambiante e impredecible, que no se sujete a reglas estables, lesionará fuertemente la posibilidad de un desempeño empresario con razonables costos de transacción, generando al mismo tiempo daño sobre los derechos de propiedad, razón esencial de la *performance* económica. Pero al bajar el nivel de las reglas surgen restricciones que no siempre habrán de ser posible no levantar. Es el caso de las situaciones de crisis no previstas o razonablemente imposibles de prever.<sup>13</sup> Y aquí es donde se plantea el dilema de identificar problemas predecibles o no, y consecuentemente, la necesidad de fijar un *trade off* entre reglas versus discrecionalidad, como explicamos luego.

#### 4. El Gobierno representativo y la “trilogía” democracia, república y federalismo

En el armado institucional en el que opera el Gobierno en un sistema democrático de muchos países, entre ellos EE.UU. y Argentina, surgen el sistema republicano y el sistema federal.

La democracia implica el reconocimiento del poder de decisión original en cabeza de los ciudadanos; la república alude a una modalidad del diseño institucional que define cómo ese poder es ejercido por los representantes – inherentes a una democracia indirecta – y, el federalismo, alude a la distribución de esa representatividad en ámbitos geográficos diferentes pero constitutivos de un mismo país o región de convivencia común.

En efecto, la democracia es la forma de organización cuya característica predominante es que la titularidad original del poder reside en la totalidad de sus miembros, haciendo que la toma de decisiones responda a la voluntad colectiva de los miembros del grupo. Se trata de la manera por la cual se alcanza el poder (mediante la competencia electoral) y cómo se toman las decisiones (regla de la mayoría).

---

el **diseño constitucional** debe lograr un adecuado *trade off* entre la **maximización del beneficio social neto**, expresada por la votación mayoritaria de los que estarían a favor de la “regla general”, y la **minimización de los costos de transacción**, los que resultarían exageradamente altos si ese cómputo se intentara aplicar a cada decisión o “regla en particular”.

<sup>12</sup> Similar preocupación a la de Alberdi respecto al riesgo que las leyes del derecho administrativo tergiversaran e incluso violaran a las normas o principios constitucionales.

<sup>13</sup> Por ejemplo, la de los tsunamis al estilo Indonesio o Japonés.

Una democracia representativa, por otra parte, es la organización por la cual las decisiones colectivas son adoptadas por los ciudadanos (el soberano) mediante mecanismos de “participación indirecta” a través de su voto que confiere legitimidad a los representantes que actuarán en su nombre. En sentido amplio, democracia representativa es una forma de convivencia social en la que “los miembros son libres e iguales y las relaciones sociales se establecen de acuerdo a “mecanismos contractuales”. En la jerga técnico-académica, nos estamos refiriendo a los “contratos de agencia” ya citamos, y que en el caso de países como EE.UU. o la Argentina adoptan la forma republicana y federal.

Una advertencia que surge – usualmente de quienes tiñen o sustituyen al término “democracia” por el de “democracia del pueblo” o “democracia popular” – es el de no confundir a la institución “República” con “Democracia”, pues ambas aluden a principios distintos, al tiempo que se afirma que “la república es el gobierno de la ley mientras que democracia significa el gobierno de la mayoría”.<sup>14</sup>

Esa afirmación puede arrojar la duda respecto a si la noción de un “Estado democrático” significaría por lo tanto una organización no legal, lo que implicaría necesariamente un gobierno dictatorial ausente de control más allá de las elecciones generales. Por cierto que es legal, pues así está estipulado en la Constitución Nacional (la ley de leyes). En realidad, una democracia requiere de los aludidos “mecanismos contractuales” cuyas bases de diseño para operar en la práctica también están estipuladas en la Constitución Nacional, y en ese sentido parece ingenuo imaginar un contrato simple por el cual los ciudadanos por determinados períodos de tiempo concedan poder absoluto a quien gobierne para que tome decisiones en su nombre a la manera de “líder benevolente”. Bajo esta interpretación, en una democracia la concesión del poder absoluto de decisión duraría por varios años hasta que la voluntad de la mayoría se volviera a expresar en el siguiente sufragio general, con alto riesgo de que tal opción se impida finalmente.

Por lo expuesto, el esfuerzo de algunos académicos en remarcar el error de no separar la noción diferencial de “democracia” de la noción de “república” – que en rigor por cierto no se refieren a dos conceptos sustitutos sino complementarios – induce a cometer un error mucho mayor o más grave aún al no tener en cuenta de esa evidente vinculación o complementariedad respecto a los resultados esperados o esperables del régimen democrático de gobierno, formando así parte – junto con el “federalismo - de una verdadera “trilogía”, es decir, un compuesto de tres elementos ligados a la Gobernabilidad y que constituyen en realidad una unidad conceptual.<sup>15</sup>

La república es una organización social por la cuales los representantes habrán de actuar con un “poder discrecional limitado”, es decir, sujeto a “reglas” articuladas en una distribución “horizontal” del poder en tres instituciones – lo que la diferencia de una monarquía absolutista. En la institución “república” se enfatiza ciertamente el “gobierno del derecho” (*the rule of law*), pero se caracteriza asimismo por limitar el ejercicio del poder a través de ella. Ese diseño institucional apunta a intentar que los gobiernos que administran al Estado no se alejen de la denominada y aspirada “benevolencia”. Lo contrario sería una democracia “débil” o “seudo-democracia”, vulnerable al riesgo extremadamente alto que los representantes tergiversen o violen fácilmente el “compromiso contractual”. ¿Cómo entonces imaginar una democracia sin contar con el condimento institucional necesario de una república? u otro sistema diferente, diseñado para similares fines, como la monarquía parlamentaria.

El otro componente de la trilogía es el “federalismo”. Aún cuando existen en la práctica una mayoría superlativa de países unitarios en el mundo – los países federales claramente son minoría – éstos son coincidentes por lo general en haber sido adoptados por países de mayor extensión territorial y correlativa menor densidad de población. El diseño federal en esos países coadyuva a una mejor o más

<sup>14</sup> Consultar Wikipedia para encontrar esta aproximación. La aludida diferenciación suele asimismo complementarse con las citas históricas usuales del primitivo régimen republicano del Imperio Romano, con un Senado limitando de alguna manera la discrecionalidad del Emperador o el Cesar, y de democracia con la Democracia Griega - específicamente en la Atenas del siglo V a. C. (el ya citado siglo de Pericles).

<sup>15</sup> Para extensiones sobre esta “trilogía” ver Piffano (2012).

fidedigna representatividad de los gobernantes elegidos por los pueblos que, de no contar con autoridades regionales y/o locales, serían afectados por decisiones colectivas centralizadas – sin la debida correspondencia entre éstas y los deseos del soberano<sup>16</sup> – de manera que la descentralización y correlativa división “vertical” del poder de los gobernantes, mejora nuevamente la performance de la democracia.

A pesar de todo, habrá de reconocerse que estos diseños institucionales no han sido suficientes para garantizar la discrecionalidad ejercida no necesariamente de manera benevolente por los gobernantes. Sobre esta afirmación Hayek ha sostenido que *“hasta el presente, todos los esfuerzos realizados por el liberalismo clásico para limitar el poder ‘evidentemente han fracasado’, puesto que ‘no se ha logrado lo que se propuso lograr’.* Los gobiernos en todas partes han obtenido por medios constitucionales poderes que aquellos hombres [los Padres Fundadores y sus inspiradores intelectuales] pretendieron negarles”. Benegas Lynch (h) nos recuerda la literatura referida a este tema, citando a autores como Benjamín Constant (1817/1968) y contemporáneamente Giovanni Sartori (1966), explicando el fracaso del intento de asegurar el respeto de las mayorías por las minorías, señalando que los intereses creados y las alianzas han contrarrestado las propuestas del tipo Buchanan-Tullock respecto a las decisiones colectivas. La pregunta que se podría adelantar a esta postura ciertamente pesimista sería cuál hubiera sido el tamaño del atropello a las minorías, e incluso a la propia mayoría, si el diseño republicano no existiera o no hubiera existido.

Siguiendo asimismo a Benegas Lynch (h) en su comentario, el autor nos recuerda también la paradójica evolución del esquema federal, al afirmar que la descentralización del poder, merced a los incentivos preanunciados por Jefferson y Franklin, provocara fuerzas centrípetas que, en gran medida, condujeron al unitarismo. Es probable que ello también haya inducido al resultado de la evolución del federalismo fiscal lamentablemente registrado en Argentina.<sup>17</sup> Nuevamente, la pregunta a esta posición es ¿cual hubiera sido o sería el resultado del modelo democrático representativo si desde un comienzo se asegurara el centralismo, o sea, el dejar abierto el camino directo a un posible poder central leviatánico?

Sobre este tema, un ejercicio de análisis histórico que parecería como más apropiado para el caso, es quizás el citar al de la propia Argentina. En materia de instituciones fundamentales, la Constitución de EE.UU. sirvió de modelo a Juan Bautista Alberdi, y cuando sus principios “funcionaron”, Argentina resultó ser un actor económico-político importante como para intentar competir con EE.UU. por un liderazgo regional. El Prof. Phelps añora y aspira recuperar la “vieja moral” del “sueño americano” ¿No es válida una analogía similar para nosotros sobre el espíritu de la Argentina fundada entre los que estaban entonces y “los que bajaron de los barcos”? Más de un historiador y economista – como Ezequiel Gallo y Juan Carlos De Pablo – dijeron alguna vez que en lugar de preguntarnos por qué andamos mal hoy, debiéramos preguntarnos por qué alguna vez anduvimos bien, remontándose a las

<sup>16</sup> Si para una cierta votación se ensayara describir ordinalmente las preferencias de los ciudadanos entre una mayor o una menor intervención del Estado en la economía, razonablemente se podría afirmar que en términos estadísticos, el resultado del voto de una mayoría simple en la elección de la alternativa más votada, debería expresar el deseo del segmento calificable como correspondiente al votante “mediano” o “promedio equivalente” de los votantes, cuya legitimidad en cuanto a representatividad dependerá del grado de dispersión entre este segmento de votantes y el resto (desvío estándar o desvío típico). En países con diferencias regionales importantes, en materia de necesidades y de gustos de la población, se registrarán valores de la dispersión típica muy altos, lo cual implicaría una muy baja representatividad del voto promedio o mediano. Aún cuando las reglas electorales prevean la representación regional a nivel nacional (por ejemplo, a través de una Cámara de Senadores), la descentralización federal (o vertical) del poder fiscal autónomo para la atención de las necesidades locales, le da mayor eficacia a la democracia representativa al asegurar o mejorar el *accountability* en la gestión de gobierno, y por tanto el control del respecto de esos deseos y/o necesidades locales de los ciudadanos, en particular en el caso en que regionalmente puedan constituir grupos minoritarios de manera casi permanente, quizás posiblemente categorizables como “*outliers*” del conjunto social. Recordamos a los lectores no cercanos al conocimiento del lenguaje estadístico que un dato se considera “*outlier*”, cuando su inclusión (exclusión) eleva (reduce) significativamente el desvío estándar de la distribución de frecuencias analizada.

<sup>17</sup> Ver Venegas Lynch (h) (2008) y Piffano (2005), op. cit., Nota 2.

condiciones que hicieron que Argentina tuviera un período de “milagro” que, en definitiva, fue el único valioso de nuestra historia y del que estamos viviendo todavía, a pesar de todo.

Sugiere finalmente Benegas Lynch (h) que la manera de establecer diques de contención al poder discrecional de los gobernantes consistiría en recurrir al consejo de Montesquieu, quien en el segundo capítulo del Segundo Libro del Espíritu de las leyes (*De l'esprit des lois*)<sup>18</sup> afirmara que “El sufragio por sorteo está en la índole de la democracia”. Si cualquiera que se postule para el Poder Ejecutivo (mayor de edad) puede ser gobernante, los debates dejarían de girar en torno a anécdotas partidarias y personales para centrar la atención en defender las haciendas y las vidas de los ciudadanos, lo cual significa el establecimiento de estrictos límites al poder y eso es lo que, precisamente, se requiere para salvaguardar las libertades. Montesquieu recrea en *El espíritu de las leyes* el modelo político inglés – tomado, a su vez, de los germanos – de separación de poderes y monarquía constitucional, al cual considera el mejor en su tipo como garantía contra el despotismo.

Por lo expuesto, no obstante los magros resultados esperados de estas instituciones operando en la práctica en muchos países, como reconoce Ricardo Bara en su comentario el intento se resume en la importancia de la distribución del poder: varios poderes independientes con “*checks and balances*” y federalismo, tal como lo establecieron las constituciones “*common law*” (inglesa) o escritas (EEUU). Es decir, la república, y también el federalismo, aseguran la existencia de normas que regulan (limitan) el ejercicio del poder.

Como conclusión, el análisis de los problemas de consistencia lógica del procedimiento democrático del voto por mayoría simple, los problemas de agencia en una democracia representativa, la trilogía y la existencia de otras instituciones ad hoc destinadas a mejorar las reglas de operación y el establecimiento de límites al accionar de los gobiernos – me refiero al perfeccionamiento de reglas de procedimiento más específicas, a las reglas de transparencia y a las reglas numéricas – tienen como objetivo común su intento por limitar la discrecionalidad extrema del gobernante de turno.

El problema es hasta donde avanzar entonces con las reglas o, desde el otro ángulo, hasta que margen o bajo que tipo de circunstancias admitir la discrecionalidad. En la definición del *trade off* entre reglas y discrecionalidad es donde finalmente se habrán de identificar las posiciones ideológicas.

Pero los políticos – a pesar de sus diferencias ideológicas – es muy probable que en general estén mayormente encolumnados en volcar la balanza a favor de la discrecionalidad. Porque los políticos como seres humanos que son no pueden dejar de ser agentes económicos y como tales intentarán aprovechar las ventajas de la asimetría de información para beneficio propio en un mercado político, el que precisamente es el más imperfecto de los mercados. Esperar una “actitud estrictamente benevolente” al estilo de la “conducta victoriana” que suele citarse como animando a funcionarios y ejecutivos privados de la época de Keynes – muchos de los cuales decidieron suicidarse ante la crisis del 29 – aparece hoy día de una ingenuidad superlativa.

## 5. La Moral y las Instituciones

Lo expresado conduce a resaltar la importancia de lo aspirado por el Prof. Phelps para los EE.UU. de intentar recuperar la “vieja moral” del “sueño americano”.<sup>19</sup>

La intencionalidad del diseño institucional destinado a que en todo momento o circunstancia se respete y no se burlen los deseos del soberano, es decir, la voluntad de los ciudadanos expresada a través del voto, aparece como un objetivo obvio por lo ya comentado. Pero si algo ayuda a entender lo complejo

<sup>18</sup> Originalmente publicada en forma anónima en 1748.

<sup>19</sup> Esta referencia de Phelps, según acota Bara, puede hacernos pensar que en EE.UU. están sintiendo el temor de estar entrando una época de decadencia. Bara nos recuerda al respecto a alguna lectura de Popper, quien mostraba cómo el pensamiento de Platón reflejaba en su filosofía una fuerte añoranza de un pasado glorioso, y lo hacía en el análisis de la filosofía política de La República y Las Leyes.

del esfuerzo que esta aparente simple enunciación plantea, la tarea comienza remitiéndonos a lo ya comentado: el dilema de Condorcet, las conductas aparentemente no lógicas de los votantes y el manejo de agenda, la “racionalidad del ignorante” de los asuntos comunes de Downs-Olson, o la posible conducta equivocada e inevitable por los costos de transacción y la ignorancia o falta de información objetiva o correcta de North, conductas cambiantes que responden no solo a situaciones muchas veces emotivas y circunstanciales que influyen en el ánimo de las personas al momento de tomar decisiones económicas en los mercados y al momento de votar gobiernos, sino a su vez a “los principios” que anidan de manera algo más permanente en su mente. Pero esos principios de mayor permanencia que los aspectos meramente emotivos y circunstanciales, también sufren cambios a lo largo del tiempo; ellos son fruto de los procesos culturales y educativos que van experimentando o absorbiendo las personas.<sup>20</sup>

En la base fundamental de esos “principios” aparecen las normas “morales” de los individuos. La “moral” se la define como el conjunto de reglas o normas por las que se rige la conducta de un ser humano, en concordancia con la sociedad y consigo mismo, y la permanencia de esas normas de conducta permiten establecer “un ancla” o “gran faro” que más o menos de manera algo más permanente influye en el comportamiento de las personas dentro del grupo social y genera previsibilidad de sus acciones. Esa mayor previsibilidad significa menores riesgos e incertidumbres para todos y cada uno de los integrantes del grupo social. Y esto no es un tema menor para una sociedad que necesita de esos anclajes morales que, junto a los institucionales o legales, garanticen o resguarden el orden en el cumplimiento fiel de los contratos formales y los implícitos o no tan formales.

No por casualidad los grandes pensadores en economía de fines del Siglo XVIII y principios del Siglo XIX – identificados como “los autores clásicos” – no representaban personas simplemente dedicadas al comercio o a los negocios, artesanos o trabajadores comunes, ni siquiera simplemente “economistas”, profesión que estaba lejos de existir como se la observa hoy día, sino esencialmente moralistas, filósofos, sociólogos y politólogos que intentaron en ese entonces sistematizar los comportamientos económicos de la sociedad. Caben sin dudas ser citados con ese perfil de formación a personajes como el “moralista” Adam Smith (1723 – 1790), y el “filósofo – politólogo” Karl Marx (1818 – 1883), para mencionar a los dos representantes destacables quizás polares de todo un arco mayor del pensamiento moral y filosófico que existían en esos tiempos.<sup>21</sup>

Pero como se indicara, la “moral” de un pueblo cambia con los tiempos. Y ella es influida por el accionar permanente de las múltiples asociaciones de individuos, que históricamente han intentado modelar la conducta humana (grupos de influencia). Desde las históricas y milenarias corrientes religiosas de distinto orden, hasta las más modernas asociaciones – formales y no formales ya citadas – de empresarios y de trabajadores, instituciones deportivas, medios de comunicación, academias de pensamiento científico de todas las disciplinas (derecho, economía, sociología, ciencias políticas, etc.), consejos profesionales, y otras múltiples asociaciones más – que desarrollan actividades tendientes a inculcar o influir, y en algunos casos incluso obligar y vigilar al mismo tiempo a las personas en su comportamiento “moral”, según ciertas reglas.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> En este sentido el autor discrepa con quienes sostienen que el hombre no termina de aprender lo que enseña la historia. Creo que lo hace, pero de manera subjetiva (no objetiva) y solo para intentar perfeccionar sus decisiones en beneficio propio, lo cual lamentablemente no implica eliminar los errores de decisión, en particular de las que inciden en el orden colectivo, paradójicamente en sustancia similares, pero adoptadas en escenarios cambiantes y de difícil proyección hacia futuro. Sobre este importante tema que enfrenta la teoría económica volvemos más adelante.

<sup>21</sup> Nos recuerda Ricardo Bara que la obra trascendental de Adam Smith, tiene un título que alude a la “naturaleza y causa de las riquezas de las naciones” y en ella refiere a la necesidad de liberar a los miembros de la sociedad de los obstáculos que le imponían las **instituciones mercantilistas** de su época.

<sup>22</sup> Esas influencias parecieran no poder ser mejoradas y/o, en ciertos casos, contrarrestadas por los sistemas educativos formales como sugieren algunos autores; por ejemplo, Thomas Sowell (1998), citado por Benegas Lynch (h).

Habr  de reconocerse entonces el complejo tramado de relaciones interhumanas que est n permanentemente actuando para influir en los comportamientos de las comunidades. En muchas de ellas operando sobre la base de múltiples relaciones de agencia, con personajes que detentan por varias circunstancias diferentes poder “de amenaza”, según la teoría de los juegos, para imponer “agendas” e inducir a determinados resultados de la decisión grupal. La mayoría de ellos actuando, por tanto, con fuertes asimetrías de información y en algunos casos además ejerciendo el rol de jugador dominante (Stackelberg-Nash), aprovechando en ese escenario el dilema de la “acción colectiva” de Mancur Olson y de los “costos de transacción” de Douglass North.

La trilogía pueda que limite o modele entre ciertos límites a esas conductas de los representantes, pero cada institución es también individualmente influida por ese accionar. Los legisladores que son responsables de dictar las leyes que reglamentan el ejercicio de los derechos y obligaciones que estipulan las constituciones, pueden ser finalmente cooptados por un Poder Ejecutivo políticamente fuerte. La Justicia asimismo puede ser cooptada por ese mismo poder y, finalmente los políticos Gobernadores de los gobiernos regionales y locales, también pueden sufrir ese proceso de cooptación. Por último, hasta las mismas Constituciones pueden ser modificadas de manera de asegurar la permanencia en el poder de un Ejecutivo políticamente fuerte. Y si no hubiese forma de modificarlas formalmente, se violan en base a cualquier argumento circunstancial. No se estaría lejos por tanto de las monarquías absolutistas del pasado.

Por lo expuesto, las normas legales y los reglamentos que identifican los “mecanismos contractuales” entre votantes y gobernantes de una democracia representativa, pueden finalmente ser violados o distorsionados de diferente manera. Si el jugador dominante no fuera motivado por un espíritu de gobernante “benevolente”, de quien surgirían las decisiones eficientes y equitativas, y, por el contrario, resultase ser un representante corrupto que persigue otros “fines superiores” a los del bienestar de sus representados, puede constituir el resultado “cuasi-permanente” de una democracia extremadamente débil en su verdadera concepción y/o diseño.

Si el gobernante es corrupto y logra permanencia en su poder, muy naturalmente se conformará una sociedad corrupta. Los votantes poco estarán pensando en el bienestar “común” sino en la situación de salvataje personal. Quizás muchos lectores o quienes accedan a este documento habrán escuchado o intuido expresiones o actitudes de este tipo: *“Todos los gobernantes roban de manera que votar  a aquellos que al menos me permitan obtener cierta ventaja, no importa cual corrupta ésta sea, pues finalmente nadie es santo en esta bendita tierra”*. Probablemente quien piensa de esa manera “gozando quizás de un subsidio” que recibe como pobre o como rico – no importa su nivel socioeconómico – puede no advertir que su condición de pobre o de rico, receptor y/o aportante respectivamente en base a un privilegio, surge y depende “sin libertad” del propio accionar del mismo gobierno. Pero la condición de esclavo con el pasar del tiempo lleva finalmente a un suplicio enorme y costoso de modificar.

Al respecto la historia parece arrojar algunas enseñanzas. Cuando los pueblos se corrompen y los gobiernos perduran por lapsos muy largos de tiempo en años e, inclusive, en décadas, las reacciones de los gobernados y los consecuentes cambios circulares aparecen como los ciclos económicos de Kondratiev (48 y 60 años), es decir, por períodos muy prolongados, pero, lamentablemente, hay sobrada evidencia que el cambio de esos ciclos, con las crisis económico-sociales motivantes, resultan ser usualmente extremadamente violentos y destructivos en bienestar, e inclusive en la mayoría de los casos, en vidas humanas.<sup>23</sup>

Esas influencias no necesariamente benévolas, o buenas en muchos sentidos, como ya se mencionara, parecieran no poder ser mejoradas y/o, en ciertos casos, contrarrestadas por los sistemas educativos formales, dado que esas instituciones est n también sujetas al accionar de esos *lobbies* sectoriales y naturalmente al de los gobiernos de turno, y el problema de fondo es finalmente **cómo conceptualizar**

---

<sup>23</sup> Se deja al lector la elección a su gusto del o de los casos registrados en el mundo de nuestro tiempo o de décadas pasadas.

los “**principios**”: si como “imperativos categóricos” (a lo Kant) o cómo valores culturales que se van creando en el proceso social. En este caso, como nos señala Bara, como la generación de “principios considerados buenos” depende del sistema de premios y castigos que se va enfrentando, esta última posición se la puede calificar de ser una especie de “utilitarismo de reglas”.

Nos recuerda finalmente Bara que en el Prólogo de “*The Reason of Rules: Constitutional Political Economy*” de Brennan y Buchanan (1985), se adelanta que durante años ha habido dos esperanzas sobre la mejora de la vida social: una apoyada “en el progreso moral del hombre” (seguida por distintos tipos de predicadores) y otra que confía en el “mejoramiento de las instituciones” (también aconsejada por distintos tipos de predicadores). Para Brennan y Buchanan los progresos de la naturaleza humana ofrecen menos esperanzas que las mejoras institucionales. Entre ellas la garantía del recambio de los gobernantes parece ser una de las instituciones básicas y la válvula de escape final para garantizar la libertad y el bienestar de los pueblos, permitiendo adaptar las decisiones colectivas a la voluntad del soberano.<sup>24</sup>

## 6. El análisis de la “realidad” económica y los modelos

Una última aclaración previa a abordar el tema de las crisis. El enfoque “positivo” en teoría económica habrá de intentar encarar el análisis evitando introducir juicios de valor en el razonamiento, de manera que los resultados obtenibles puedan ser calificados como conteniendo rigor científico y, por tanto, validez universal. En el campo de la teoría económica ello se logra no obstante en base a ciertas premisas básicas del comportamiento de los agentes económicos (consumidores y productores), que derivan de lo que el analista entiende observar el accionar o comportamiento moral usual de los mismos en los mercados, como es: el maximizar el resultado de sus decisiones en términos de utilidad o beneficio, obtenible con la generación y la aplicación del ingreso al consumo o a la producción de bienes y servicios, y/o al ahorro/inversión. Una concepción de este tipo es la identificada por la noción del “*homo economicus*”, que subyace en el razonamiento clásico y neoclásico de este comportamiento, circunstancia que no implica poder imaginar otro paradigma en el que el accionar individual muchas veces pesen decisiones morales de ceder algunos resultados en aras de mejorar la situación de terceros (la redistribución del ingreso como una externalidad positiva), es decir, funciones de utilidad altruistas que contengan al menos un argumento al cual suelo identificar como “el componente Madre Teresa” en la función de utilidad de las personas.<sup>25</sup>

Habrà de reconocerse entonces que en las ciencias sociales - como es la economía - esas premisas básicas del análisis “positivo” en las cuales se habrán de basar los paradigmas, implican cierta subjetividad del analista, quien intentará describir los hechos y eventualmente pronosticar sus implicancias, en una constante labor de “corroboraciones provisorias y refutaciones”. De allí que hacer teoría positiva en economía no puede asimilarse a una tarea estrictamente asimilable al estudio de las ciencias naturales. En efecto, como bien ha señalado Benegas Lynch (h) (2012), la interpretación de los “hechos” en ciencias sociales depende del sujeto que los interpreta y no tienen el mismo significado que en las ciencias naturales. Se trata del “análisis de propósitos deliberados” que solo existen en ciencias sociales. Las piedras y las rosas no tienen propósitos deliberados, solo ellos tienen lugar en los seres humanos, como en los mismos economistas, quienes “subjetivamente” interpretan

<sup>24</sup> Los “deseos del soberano” es una idea que se vincula con la “voluntad general” de Rousseau y respecto en qué sentido puede hablarse de “lo que quiere el pueblo” si el pueblo está formado por personas que quieren cosas distintas y la política produce una decisión que es obligatoria y común para todos. William Riker (1982) sostiene que la teoría de la decisión colectiva ha mostrado (Arrow, McKelvey, Gibbard y Sattewhite y otros) que cualquier “decisión social” es “precaria” porque está sujeta “a Condorcet” y a la manipulación por “comportamientos estratégicos” por lo explicado extensamente en esta nota. Por lo tanto, **lo más que puede esperarse es que los “deseos del soberano” puedan expresarse en un cambio “no cruento” de gobierno** y que, mientras dura su período, el gobernante no pueda usar demasiado su discrecionalidad por temor a la próxima elección, de manera que resulta mejor que la discrecionalidad esté claramente limitada por “instituciones” que aseguren a su vez su propio *enforcement*. Popper tiene una posición política similar y el colega Ricardo Bara la comparte naturalmente también al recordarme esta cita.

<sup>25</sup> Ver Piffano (2012).

los fenómenos sociales. El citado autor, recurriendo a Friedrich Hayek, nos recuerda que en su ensayo titulado “*The Facts of the Social Sciences*”<sup>26</sup>, explica que los llamados hechos en ciencias sociales “no se refieren a ciertas propiedades objetivas como las que poseen las cosas o las que el observador puede encontrar en ellas, sino a las visiones que otros tienen sobre las cosas [...] Se deben abstraer de todas las propiedades físicas de las cosas. Son instancias de lo que se suelen llamar conceptos teleológicos,<sup>27</sup> esto es, se pueden definir solamente indicando la relación entre tres términos: un propósito, alguien que mantiene ese propósito y el objeto que la persona considera apropiado como medio para ese propósito”. Es decir, según Hayek, prestamos atención a los fenómenos basados en un esqueleto teórico previo ya que no se trata de cosas que se miran en el mundo físico sino de nexos causales subyacentes e inseparablemente unidos a la interpretación de los sujetos actuantes. De allí que el modelo de comportamiento subyacente en el análisis, resultará necesariamente previo a lo observado en la historia de los hechos. Se está hablando, por tanto, de una ciencia con alto contenido hermenéutico, es decir, del arte de explicar, traducir o interpretar el comportamiento humano como agentes económicos en la toma de decisiones que habrán de afectar su bienestar y el de terceros, en términos de ingreso o patrimonio.

Sobre lo anterior en modo alguno se habrá de suponer que en el análisis positivo el “buen economista” interponga sus juicios de valor en la descripción de lo que interpreta; menos aún su eventual “ideología”.<sup>28</sup> Como señala Ludwig von Mises en “*Theory and History*”,<sup>29</sup> resulta impropio que en la descripción histórica se pasen de contrabando los valores del que describe. Entonces, una cosa es la subjetividad presente en la selección de los fenómenos y su respectiva interpretación y otra bien distinta es el incrustar juicios de valor; en cuyo caso entraremos en el campo de la teoría normativa.

Finalmente, parece oportuna un acotación final de Benegas Lynch (h): el ser humano en su capacidad de agente moral, político y económico, no vive en un mundo de “estrictos hechos” a los cuales no afectan los pensamientos, sino que vive en un mundo de pensamientos, que si cambian las teorías morales, políticas y económicas aceptadas generalmente por la sociedad en que él vive, cambia el carácter de su mundo. Es decir, Benegas Lynch (h) se está refiriendo de esta manera a modificaciones de los escenarios en los que habrán de ser explicados los hechos económicos. Los presagios o las proyecciones del comportamiento económico inducirán por tanto necesariamente a cambios de paradigmas. Sobre esto volveremos seguidamente al ensayar un conjunto de reflexiones sobre la cuestión de las crisis económicas y las acusaciones sobre las fallas de los modelos económicos en su capacidad de predicción.

## **7. La cuestión de las crisis financieras – o fiscales-financieras - que enfrenta el mundo actual**

La aptitud de los modelos macroeconómicos y sus fundamentos microeconómicos para explicar y pronosticar trayectorias de la economía diseñados hasta el presente, aparentemente no han tenido éxito. Las sorpresas imprevistas o no pronosticadas por los modelos son interpretados como *shocks* “exógenos” y la queja sobre esto es por qué los modelos no terminan de endogenezar todo de una buena vez; resaltando, por lo tanto, la falta de una adecuada medición de los mismos para una representación más exacta de los mercados, especialmente de los mercados financieros.

Muchos economistas han intentado explicar a las crisis ¿Por qué los modelos macroeconómicos fallan? Como ocurriera en los años 30 y más recientemente a partir del 2008, con la caída de Lehman Brothers y el efecto dominó que lo siguió.

<sup>26</sup> Hayek (1943).

<sup>27</sup> De los términos griegos *télos*, fin, y *logos*, conocimiento o ciencia. Se recuerda que una explicación es “teleológica” cuando considera que para dar cuenta de una acción o suceso es necesario referirse a los fines o propósitos de dicha acción o suceso. El término por cierto no debe confundirse con “teología”.

<sup>28</sup> Es decir, el conjunto de ideas cerradas e inexpugnables, y por tanto, no sujetas a discusión o corroboración alguna, lo cual – viene al caso aclarar – implica una antítesis del liberalismo en cuyo contexto el elemento subjetivo subyacente alude a corroboraciones o supuestos siempre provisorios sujetos a refutaciones.

<sup>29</sup> Von Mises (1957). Citado también por Benegas Lynch (h) (2012), op. cit.

John Maynard Keynes pareció encontrar una respuesta a esa pregunta con respecto a la crisis de los años 30, con su Teoría General del Empleo, el Interés y la Moneda (*The General Theory of Employment, Interest and Money*), publicada en 1936, y sus ideas perduraron durante alrededor de tres décadas. Su idea sobre la influencia del nivel de ingreso como determinante crucial de las pautas de consumo/ahorro de la población, por encima de la tasa de interés de la cual dependía esencialmente en cambio la inversión, su visión sobre el rol del dinero en la economía, más allá del motivo transacciones y ligada también a la inquietud de asegurar cierto nivel de liquidez, tanto en consumidores como empresarios, frente a un futuro incierto, y la consecuente probabilidad de desajustes entre la oferta y la demanda agregadas, de lo cual surge la necesidad de una “ hacienda pública compensatoria” (Musgrave, 1959), tuvo un impacto decisivo en las políticas económicas de entonces. En rigor, cabe reconocer que ellas comenzaron a aplicarse en los EE.UU. con el New Deal durante la administración de Roosevelt, antes de que éste conociera a Keynes. En este sentido, existe controversia sobre la recuperación de la economía americana de entonces, que muchos atribuyen esencialmente al impulso generado en el mundo con la reconstrucción Europea de posguerra, más que a una corrección substancial del modelo capitalista y el rol de los mercados.

En realidad, como bien señalara Sebrelí en una interesante nota periodística,<sup>30</sup> la experiencia posterior de los años 70 en adelante acrecentó las dudas sobre la receta keynesiana cuando pudo observarse, a partir de la crisis del petróleo, que el modelo también tenía sus lados débiles. La política del bienestar atribuible al keynesianismo provocaba crecientes déficit fiscales, inflación por exceso de emisión para cubrir necesidades de los gobiernos, y una burocratización excesiva del Estado, trabajo caro e ineficiente y excesiva presión fiscal sobre las espaldas de las clases medias que pagaban impuestos para mantener a los desocupados y sostener a una sobredimensionada burocracia estatal. El keynesianismo habría sido un modelo eficaz para salir de la depresión, pero encontró sus límites frente a la inflación que las deformaciones de sus propias propuestas habían provocado. Algo malo ocurrió, por tanto, con las “instituciones” a través de las cuales se regulaban y aplicaban las políticas públicas.<sup>31</sup>

Con respecto a la crisis de 2008 y la situación actual en EE.UU. y la UE, rescatando algunas ideas de algunos economistas como Stiglitz (2011) y su “Stiglitz-critic” a la “Lucas-critic”, creo advertir un diagnóstico “parcialmente” correcto; pero, a mi entender, recomendaciones de política totalmente “equivocadas”.<sup>32</sup>

Con relación a la macroeconomía y sus fundamentos microeconómicos, se puede inicialmente coincidir en que resultaría recomendable que los shocks “exógenos” como tratan a las crisis los modelos neoclásicos, se los pueda “endógenear”, para una representación más exacta de los mercados, especialmente de los mercados financieros.

Y ahora, en primer lugar, permítaseme insistir con una aclaración. ¿Cómo debería interpretarse una “expectativa racional”? Existe una necesaria diferenciación entre la “racionalidad individual” y la “racionalidad agregada de un colectivo o grupo social”.

Las funciones objetivo (o las funciones de utilidad) “objetivas” y las “subjetivas” (North) en los individuos, ya plantean una probable “racionalidad imperfecta”, si se quiere, cuando se toman muchas decisiones. Ellas derivan de los problemas de información en los mercados, pero esa “racionalidad imperfecta” se complica cuando se observa el comportamiento agregado de todos los agentes

<sup>30</sup> Sebrelí (2012).

<sup>31</sup> Para el análisis de esos fracasos en la operatoria de las empresas públicas ver Piffano (1991) y en Piffano (1996; 2005), donde se analizan los argumentos pro-keynesianos y los anti-keynesianos, así como la cuestión del uso del crédito público y los efectos *flypaper* del sistema de transferencias federales con aplicación a la Argentina.

<sup>32</sup> Una muy interesante crítica a las recomendaciones a lo Krugman/Stiglitz puede consultarse en un artículo reciente de Mario Teijeiro (2012).

económicos. Ello es explicado por todo lo analizado previamente. Es decir, uno no puede imaginar que, por ejemplo, un ama de casa vaya a los supermercados y realice sus compras sin observar lo que cuesta cada artículo y razonar sobre sus experiencias previas en materia de calidad de las opciones. Las personas pueden ser movidas por circunstancias repentinas de carácter emocional y apresuramientos que terminan por dañarlas, pero por lo general en la mayoría de las decisiones la mente humana razona y cuando lo hace está en su objetivo mejorar y no empeorar su resultado económico. Pero las acciones agregadas conducen a resultados no necesariamente coincidentes con esa racionalidad individual, en tanto los resultados del accionar “racional imperfecto” individual son asimismo modificados en su esperado desenlace por el accionar colectivo (el de terceros). Simplemente porque el error de cálculo se ha generalizado y este factor puede ser la causa del porqué de las crisis, y no fruto de una simple error o quiebra aislada de determinado agente económico.

Por lo tanto, endogeneizar esas actitudes “aparentemente imprudentes” y/o inclusive “aparentemente irracionales” del agregado colectivo, no resulta sencillo.

En efecto, en el agregado no todos los jugadores tienen similar grado de amenaza. Las acciones de los agentes económicos como se sabe provocan externalidades pecuniarias a través de los mercados. Las externalidades pecuniarias en mercados competitivos perfectos en un enfoque walrasiano son muestras de que las cosas se están resolviendo o encausando como deben ser, o sea “bien” desde el ángulo de la eficiencia (la mano invisible de Adam Smith). Pero ¿qué es lo que ocurre con mercados imperfectos, con jugadores actuando muchos de ellos como jugadores dominantes a lo Stackelberg-Nash en esos mercados?

En el caso del mercado financiero, en la crisis 2008 aparecen fallas en la evaluación del riesgo, típica de los mercados imperfectos. Autores como Stiglitz señalan los incentivos perversos hacia una sobreexposición al riesgo al que inducen los escenarios y contratos de agencia dentro de los cuales operan quienes toman decisiones sobre el otorgamiento de los créditos. También resalta que en la actualidad la política de liquidez resulta mucho más influida por la política de crédito (tanto privado como público) y no tanto por la oferta monetaria, dado que los negocios o contratos modernamente han disminuido la demanda de billetes para el motivo transacciones y el motivo de liquidez.

En un reciente artículo, Paul Davidson (2012) – reconocido economista de la escuela postkeynesiana – al tiempo de desparramar críticas en general a los economistas defensores del enfoque racionalista incluyendo a Stiglitz,<sup>33</sup> rescata el enfoque keynesiano al resaltar la importancia de los contratos financieros a través de los cuales los individuos se cubren de un **“inmanejable o incierto flujo futuro de fondos”**. El propósito de negociar la disponibilidad de activos líquidos, negociados en los mercados financieros organizados, está dirigido precisamente a proveer un manto de seguridad a una eventual inhabilidad individual – **por inobservancia del posible escenario futuro y/o porque los datos del pasado no cuentan o no son útiles para proyectar ese futuro** – y asegurar el poder honrar las obligaciones contractuales de aplicación de fondos futuros. El autor encuentra una explicación en su visión *“anti-rational expectation”*, no aceptando la posibilidad que los agentes financieros de Wall Street fueran o bien especuladores “tontos”, o quizás actuaran de manera inocentemente miope hacia el futuro (¿irresponsables?) en un enfoque a lo Stiglitz, o lo hicieran quizás de manera corrupta, aspecto no advertido ni por Stiglitz, ni por el propio Davidson.<sup>34</sup> Lo que Davidson en rigor plantea es su crítica general a los enfoques de la teoría ergódica de los modelos de proyecciones tradicionales – que incluyen a autores como Samuelson, Lucas, Friedman, e incluso a Stiglitz, como se indicara – que

<sup>33</sup> Incluyendo sin dudas también a los otros “ganadores” de los Premios Nobel Lucas y Samuelson. El encodillado es nuestro para resaltar la reiterada mención del autor de este calificativo al momento de citarlos.

<sup>34</sup> Davidson recuerda que Keynes dedicó un capítulo entero en *The General Theory*, titulado “Las Propiedades Esenciales del Interés y el Dinero” (*The Essential Properties of Interest and Money*) en el cual específicamente indica que todo activo líquido tiene ciertas propiedades matemáticas específicas, a saber: 1) la elasticidad de producción es cero; y, 2) la elasticidad de sustitución entre activos líquidos y activos durables de producción de bienes es cero. Y que Keynes especificara estas elasticidades por inducción vía su “conocimiento práctico” de los mercados financieros, y no en base a axiomas teóricos a lo Lucas.

interpretan que los hechos económicos observables son generados por procesos estocásticos de tipo ergódico, cuando en realidad se estaría frente a procesos estocásticos no-ergódicos.<sup>35</sup>

Bara nos recuerda que en correspondencia a esta visión, cabe citar aquí nuevamente a Douglass North, quien en su “*Understanding the Process of Economic Change*” de 2005,<sup>36</sup> expresa no creer que el mundo económico-político-social se pueda explicar por modelos ergódicos, porque el mundo no es ergódico; las condiciones iniciales pesan, hay “dependencia del sendero” y la historia “*matters*” del mismo modo que las instituciones “*matters*”. Los enfoques institucionales llevan a la historia, a los “aprendizajes”, a cómo han sido los premios y castigos a los que nos hemos acostumbrado....

En el caso particular del mercado financiero y el otorgamiento de préstamos, la modalidad de los “préstamos estructurados”, con altos ingredientes de “créditos tóxicos”, y la información oculta o no transparente de los mercados financieros imperfectos, ha sido un detonante evidente de la burbuja.<sup>37</sup> Ha sido difícil poder identificar o distinguir el riesgo promedio del riesgo marginal que se iba asumiendo a medida que el mercado de préstamos avanzaba y los paquetes de préstamos estructurados se iban transfiriendo entre instituciones financieras. ¿En qué medida la tasa de interés a la que tendía el mercado subía por razones del auge económico, crecimiento de la productividad y la posibilidad consecuente de las personas de invertir más no obstante el encarecimiento del crédito y “la buena noticia” para los ahorristas de canalizar excedentes financieros al sistema cobrando buenas tasas pasivas de interés, y no consecuencia de una actitud miope, imprudente o quizás corrupta o estafadora de quienes tenían el manejo de la política de crédito, como señaláramos antes, con una creciente exposición al riesgo en el recupero de los créditos?

Los problemas de información y las relaciones de agencia aparecen entonces en la escena, a saber:

- a) El sesgo al encubrimiento de la información en los mercados financieros imperfectos operando con asimetrías de información dentro de cada organización (banco o institución financiera);
- b) La información que se transforma en este caso en un verdadero “bien público” cuya provisión aparece como ausente y que resultaría no obstante necesario garantizar, “si se dispusiera de modelos dinámicos apropiados”.

Esta provisión de la información relevante enfrenta así el dilema de la dificultad de medición del riesgo y su proyección hacia el futuro en los mercados financieros atomizados y, consecuentemente nos deriva a la cuestión central de toda esta historia: definir el *trade off* entre libertad de mercado y regulación.

## 8. La regulación del mercado financiero: el problema enfrentado

Previo a tratar la discusión sobre el *trade off* entre mercado y regulación, creo necesario esclarecer el problema que se enfrenta en el intento de medir la evolución del riesgo marginal que se va enfrentando en el mercado del crédito a medida que el mismo “progresas” o se expande en la economía. A tal fin voy a recurrir al muy oportuno e interesante trabajo del colega y amigo Aldo Alonso.<sup>38</sup>

En Piffano (2005; 2012) nos hemos dedicado a analizar el rol deseado o esperado del mercado del crédito en toda economía. En ese tratamiento enfocamos el dilema del manejo descentralizado del

<sup>35</sup> En el **Apéndice** se encontrará una explicación resumida de las limitaciones de los modelos que emplean la teoría ergódica y las dificultades que la economía enfrenta al momento de tener que formular pronósticos de muy largo plazo (teoría del caos).

<sup>36</sup> Douglass North (2005), Chapter Two: Uncertainty in a Non-ergodic World.

<sup>37</sup> En los siguientes puntos, nos explayamos sobre este tema.

<sup>38</sup> Alonso (2012). El desarrollo de este punto sigue parte del texto escrito por Alonso con algunas necesarias ampliaciones y modificaciones.

crédito en un sistema federal de gobierno y las fallas que el mercado plantea ante una gestión no coordinada y no limitada de las autonomías nacional y subnacional en el ejercicio del uso de crédito a cargo de los respectivos gobiernos.

El tema ahora es dedicarnos, como lo hace Alonso, más específicamente al esclarecimiento de las características e implicancias que plantea el funcionamiento de los mercados financieros, independientemente del hecho que en ellos operan más de un nivel de gobierno. Este *approach* esclarecedor resulta muy importante para estar en mejores condiciones de encarar luego la discusión sobre el *trade off* entre “mercado y regulación”, previamente adelantado.

Alonso nos recuerda sobre el “producto” que genera el sistema financiero. Se trata de la emisión de señales o documentos formales que reconocen valor como expresiones representativas de manifestaciones reales de riqueza, que son aquéllas cosas que valen por tener valor de uso o de consumo, o por el mero goce personal. De esta manera, el mercado financiero crea y acepta manifestaciones de riqueza que meramente representan (o hacen constar derechos de propiedad) de esas riquezas reales, pero que, una vez nacidas, cobran vida propia, casi independiente, participando de procesos generadores de valor financiero incremental que es convertible en dinero.

Cuando la evolución o el crecimiento del mercado financiero acepta representaciones más lejanas de las manifestaciones primarias de riqueza subyacentes (oro, plata, casa habitación o el mismo dinero cuando éste asegura acceso a cualquier bien que genere satisfacción) no implica empero que se desprecie la posibilidad real, tangible, de reconvertir la representación en el bien representado, es decir, en el subyacente al que la representación debe finalmente su valor. Ahora bien, una primera hipoteca tiene mayor valor que una segunda, como se hace evidente para cualquiera que pueda recibirlas en garantía de un crédito. Ese valor se irá entonces licuando en caso de títulos similares (o de otra naturaleza), pero de tercer o cuarto grado. Esa licuación del valor real a medida que se regeneran las representaciones sobre una misma riqueza real, es algo que, sea de manera intencional o descuidadamente, se ignora; por ejemplo, al crear dinero (emisión monetaria) más allá de lo que la producción y el comercio lo requieren, o cuando se expande el crédito (creación secundaria de dinero) con las hipotecas que se toman como respaldo de nuevas emisiones de títulos valores que a su vez se emplean para sustentar otras emisiones en un proceso que aparenta no tener fin..., hasta que alguna circunstancia eventual pueda hacer preferible la conversión de estos frutos de transformaciones sucesivas en manifestaciones más tangibles de valor, como lo es el dinero (que suma su capacidad de poder ser intercambiado por cualquier bien ofrecido en el mercado y su aptitud para cancelar deudas, por ejemplo).

Resulta así entonces que el poseedor de dinero acepta cambiarlo por otra forma más lejana de representación del valor real de la riqueza, porque confía en poder reconvertirlo en dinero por una suma mucho mayor en el futuro. Pero el proceso de crear nuevas representaciones de los subyacentes reales se repite una y otra vez (en lo que hoy se conoce como “securitización” o “financiación estructurada”), porque la primera generación de esas representaciones puede convertirse en el subyacente de una segunda, y así sucesivamente, generando incrementos de valor que pueden registrarse tanto en los activos de los particulares como, fundamentalmente, de los bancos e inversores institucionales. No reconoce, en principio, otro límite que la sospecha (estimación subjetiva del riesgo enfrentado) de no poder reconvertir esas representaciones en las manifestaciones de valor que las respalda (dinero, bienes, servicios).

El proceso de creación de nuevas representaciones se ve autoimpulsado porque proporciona a los sucesivos tenedores un incremento patrimonial expresado en términos de nuevas representaciones, o sea, de parecida naturaleza, aunque cada vez de mayor abstracción y simbolismo, a medida que se alejan del subyacente primitivo (como ser un euro, un dólar, una casa habitación, automóviles o lavarropas). Son activos (financieros derivados) que al ser adquiridos contra un pago de dinero, permite que éste pase a otras manos generando capacidad de consumo o de inversión. Se trata de la especie “capitalismo financiero” que hoy predomina sin que pueda exhibir la superación de tensiones

que son propias del modo de producción pero que se han visto exponenciadas por la globalización y la liberalización de los flujos de dinero.<sup>39</sup>

En efecto, el mercado financiero ha desarrollado en las últimas décadas la modalidad de los famosos “**derivados financieros**” y los “**préstamos estructurados**”. Expliquemos resumidamente de qué se trata. Supóngase que un actor económico (inversionista A) es habilitado para contraer un préstamo de un banco para comprar un inmueble firmando una hipoteca, y luego recuperar parte del dinero vendiendo esa hipoteca a un inversionista B; esto da nacimiento a un nuevo activo financiero, “derivado de la hipoteca”, que se denomina **MBS - Mortgage Backed Security** (Hipoteca Respaldata por un Seguro), naciendo así una práctica que se la identifica con el concepto denominado “**securitization**” de activos (titulización de activos o título asegurado por un activo que lo respalda). Posteriormente el inversionista B puede vender su MBS a un tercero – inversionista C – emitiendo otro derivado financiero denominado **CDO – Collateralized Debt Obligation** (Obligación de Deuda con Garantía) – y, como si esto no fuera poco en materia de “creatividad” y “seguridades”, cada uno de esos papeles puede obtener un seguro y así nacen los **CDS – Credit Default Swaps** (Seguro Contra un Incumplimiento Crediticio) – que cubrirían el riesgo de cada actor de no perder su dinero.

Todos aparentemente ganan y nadie pierde, pero la cadena tiene dos riesgos básicos:

- Que el deudor original del préstamo bancario deje de pagar sus cuotas
- Que el precio del bien real subyacente (inmueble) caiga

La creación de los derivados tiene por tanto un “riesgo sistémico” cuando los comportamientos de los agentes económicos operan como “manada” y lo van a hacer si las posibilidades de apalancamiento del dinero que ofrece el mercado así lo pronostica. El efecto dominó producto de la creación de papeles - en los que claramente alguien recibe dinero y otros ceden dinero de manera que la liquidez no cambiaría, salvo claro el impacto inicial en la cadena que implica expansión secundaria de la liquidez por los bancos con el préstamo de la primer hipoteca - surge del riesgo creciente no observable que implica el alejamiento de esa primer hipoteca y, por tanto, del subyacente real.

Como es conocido ahora, la estructuración de los derivados financieros fue “progresando” con el aumento de los “créditos tóxicos” (la cartera de los derivados *junior*, como los *sub-prime*) de mayor riesgo y consecuentemente de menor valor, y la información oculta o no transparente de los mercados financieros imperfectos indujo a la burbuja. Cuando esos préstamos hipotecarios iniciales dejaron de cobrarse y, por remates o por la simple disponibilidad de una mayor oferta de los inmuebles, se superara a la demanda del activo, hizo que el subyacente real de la cadena perdiera valor y el derrame de los valores (pérdidas) se generalizara y la burbuja entonces estallara. Se habían hecho realidad y “generalizado” los dos riesgos básicos señalados antes.

En toda ola expansionista, como señalara Alonso, debiera por tanto atenderse la posibilidad de sobresaltos cuando, por ejemplo, los contratos que tienen a la soja como subyacente real del título o contrato financiero representativo del mismo, alcanzan montos que superan en 50 veces el valor de la oleaginosa, o con el maíz en más de 30 veces el valor del cereal, como hace años ya acontecía. O cuando en Estados Unidos, el crédito hipotecario que en el año 2000 tenía un volumen de U\$S 450 millones pasara a U\$S 3 billones en 2006. También cuando un conocido informe difundido por Marianne (Informe Attali, 2008), recogía que la industria financiera estaba creciendo en Europa tres veces más rápido que el PIB. Cuando en Grecia, el endeudamiento que la llevó a la actual situación de *default* superaba el monto de su producción bruta anual (aproximadamente el 113%), o cuando en España donde solo la deuda privada representa el 220% del PIB, o cuando en Italia alcanza una proporción del 120% respecto del mismo referente de producción anual, siendo que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para países miembros de la Unión Europea pone un techo del 60%.

<sup>39</sup> Alonso cita a Castells (2000) y Lordon (2011).

En el caso de Argentina, la experiencia de los años 90 de endeudamiento en dólares del Gobierno Nacional y el de las provincias, también en dólares o en pesos en base a la garantía de los futuros recursos de coparticipación; excesos que fueran oportunamente denunciados con preocupación por nuestros trabajos de esa época y por la gestión que nos tocara desempeñar en la Jefatura de Gabinete de Ministros en la negociación de los préstamos directos del Banco Mundial y del BID a provincias.<sup>40</sup> Todo ello sin que los responsables del interés colectivo apreciaran oportunidades para una juiciosa intervención que limitara el nivel de gastos e inversiones habilitados por un financiamiento “contra natura”.<sup>41</sup>

Indudablemente, esos descalabros fiscales-financieros hacen su impacto inevitable en la economía real: el mercado de trabajo exhibe hoy día niveles de desempleo record, que en España supera el 24% de la población activa, en Grecia alcanza el 21% y en Italia (la tercera economía de la eurozona), el 9,1%.

Las consecuencias de este imprudente descalce entre el mercado financiero y el mercado de bienes y servicios fue advertido tempranamente por varios autores: Goldsmith (1963), Gurley (1963); o por quienes más recientemente retomaran el tema: Aghion y Durlauf (2007); o por quienes han criticado el “financierismo” por su implícito desapego respecto de la economía real: French-Davies (2008); y, finalmente, por aquellos que llegan a condenar a “las finanzas” por entender que están cautivas de funestos principios que hacen a la lógica de los mercados autorregulados como Lordon (2011), op. cit.

La conclusión que deriva de toda esta literatura es que la emisión sin respaldo y la descontrolada creación secundaria de dinero ligada esta a la proliferación de los derivados financieros que dan “garantía” para generar más crédito, producen un escenario de fiesta general, que finalmente induce y termina con la emisión sin respaldo de papelitos, es decir a una descontrolada creación secundaria de dinero, junto con la proliferación de los aludidos “derivados financieros” que provocan en todos los casos el relajar la restricción del ingreso, por efecto del “incremento patrimonial” y la expectativa de mayor ingreso futuro por el apalancamiento, tanto en el caso de personas individuales como de una empresa o de un gobierno. Son formas diversas que generan una “mágica posibilidad” de disponer de fondos al presente sin ataduras a una previa acumulación (consumo postergado o insumos físicos requeridos), facilidad que promueve abusos cuando no se actúa con disciplina y prudente responsabilidad.

Las ambiciones desmesuradas en paralelo con llamativas inconductas técnicas y éticas, pueden conducir a la reproducción de derivados financieros con creciente debilidad en su intento de representar valores de los activos reales subyacentes. Ciertamente, como se indicara, una primera hipoteca constituye un activo con un indudable valor e identidad a la hora de su registración en libros, pero cuando se trata del cuarto activo financiero generado con su “respaldo”, es dable cuestionar su valor intrínseco y consecuente representación patrimonial (Pignanelli, 2009).

---

<sup>40</sup> Ver Piffano et al. (1998); Piffano (2002) y Piffano (2005) op. cit, para referencias. El ejemplo de provincias, como Tucumán, cuya deuda con “respaldo” de los recursos de coparticipación superaban ampliamente esa garantía.

<sup>41</sup> Aún recuerdo lo expresado por un alto funcionario de la representación local de uno de los organismos multilaterales de crédito durante esa gestión, quien me expresara: “*no escribas tanto Horacito*”, con referencia a “Condicionalidades a Provincias” (Piffano, et al, 1998), inquietud motivada posiblemente por el incentivo de los funcionarios de todo banco de crédito - compatibles con los incentivos que usualmente alientan a los funcionarios del gobierno - a otorgar/contrar, respectivamente, crédito/deuda. Y la otra expresión en sentido inverso de la entonces Representante del Fondo Monetario Internacional en Argentina, Teresa Ter-Minassian - hoy Directora del Departamento de Estudios Fiscales de ese Organismo Multilateral – cuando en reunión de Gabinete a la cual asistiera, exteriorizara su preocupación por la situación fiscal y financiera de las provincias “*no obstante los esfuerzos del Dr. Piffano en ese aspecto*”.

Alonso remarca la necesidad de resguardar el necesario equilibrio entre los activos financieros cuyo valor se respalda en la riqueza real subyacente, equilibrio que de manera muy generalizada en el mundo ha sido descuidado por las políticas públicas. Ellas han estado basadas exclusivamente sobre el comportamiento de dos variables esenciales (superávit gemelos y tipo de cambio). Sin embargo, el desarrollo financiero debe guardar correspondencia con el desarrollo de una economía real que subyace y con la que se debe contrastar para probar, “en el largo plazo”, su recíproca congruencia. Como muy atinadamente afirma Alonso, los mercados de trabajo, de bienes y servicios, y el nivel de empleo, no son “meras” representaciones de cosas importantes. “Son” las cosas importantes.

Las crisis sin duda alguna son claras evidencias de haberse sobrepasado límites insuperables, que inevitablemente debieran respetarse, porque no pueden generarse “papelitos” sin algún grado de correspondencia con los valores reales representados en ellos. Los expertos en finanzas se supone deben conocer de estos límites.

Finalmente, como recuerda Alonso, no se comen papelitos...En este equilibrio entre riqueza nominal, abstracta (aparentemente de sencilla generación a partir de políticas expansivas, de dinero fácil, que prometen beneficios de corto plazo) y las variables reales de la economía (que en el largo plazo son ineludibles resultantes de variables macroeconómicas que la economía de mercado enseña a respetar) se expresa el gran desafío político de nuestros tiempos. Es la Política con mayúsculas que en los tiempos que corren se escribe con letra chica. En todo el mundo.

## 9. El “*due diligence*” y las asimetrías de información en los mercados financieros

La característica de orden “técnico” enfrentada en la temática bajo análisis no es menor. Y no lo es en particular cuando se mide la distancia existente entre el conocimiento profesional y académico de quienes están manejando o quienes están interiorizados del negocio financiero, y los ahorristas que confían sus depósitos en las instituciones bancarias y financieras. La referencia es ubicarlo dentro del gran tema de la “*due diligence*” (diligencia debida) que implica la investigación que una empresa o una persona debería encarar previamente a la firma de un contrato (con diligencia o cuidado debido). Las características de las auditorías que un inversionista debería llevar adelante con la “diligencia debida” al momento de tomar decisiones sobre un conjunto de activos financieros (RMBS, CDO de ABS y CDO<sup>2</sup>)<sup>42</sup> es superlativa y está fuera del alcance de la gran mayoría de los agentes económicos. Ampliando el concepto de los “papelitos” y de “licuación” del valor de los activos reales subyacentes en esos papelitos, al que se refiere Alonso, cabe anotar que las “Obligaciones de deuda colateralizada” o CDO (*Collateralized debt obligations*) constituyen un tipo de *security* estructurado con el respaldo de activos (*structured asset-backed security* o ABS) en varios “tramos”, que son emitidos por entidades de propósito especial (sociedades gestoras) y garantizados por obligaciones de deuda, incluyendo bonos y préstamos. Cada tramo ofrece un grado variable de riesgo y rendimiento, para satisfacer la demanda de los inversores. El valor de los CDOs y los pagos se derivan de esta manera de una cartera de activos de renta fija subyacentes como se indicara. Los valores de los CDO se dividen por tanto en diferentes clases de riesgo, o tramos, con lo cual los tramos “*senior*” se consideran los valores más seguros. Los pagos de intereses y principal se realizan por orden de antigüedad, por lo que los tramos “*junior*” ofrecen mayores pagos de cupón (tasas de interés) o precios más bajos para compensar el riesgo de incumplimiento adicional.

En un discurso oficial del Banco de Inglaterra, Andrew Haldane, citado por el destacado analista financiero Ryan Chittum (2009), planteó el dilema de un inversionista para encarar con la “diligencia debida” su decisión respecto a un conjunto de activos financieros como los listados previamente ¿Cuántas páginas de documentación un inversor diligente necesita leer para entender estos productos? Para productos más simples, por ejemplo para un inversor de RMBS (Fondo de Titularización de Activos), esto sólo es posible leyendo y entendiendo alrededor de 200 páginas, en promedio. Pero un inversor en un CDO<sup>2</sup> tendría que leer más de mil millones de páginas para comprender plenamente

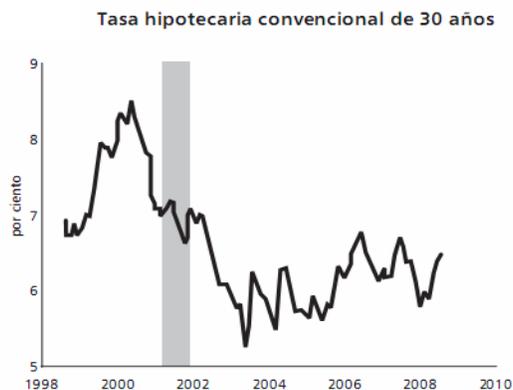
<sup>42</sup> Para una explicación de las características de los diferentes tipos de activos financieros estructurados y de las razones del tramado de la crisis, se sugiere Navarro (2002).

sus ingredientes. La pregunta que surge de esas afirmaciones son al menos dos: ¿la política del FED en EE.UU. de bajar la tasa de interés no obstante el crecimiento de los préstamos *subprime* (tramos *junior*), así como la colateral decisión de estatizar las firmas Freddie Mac y Fannie Mae que alentaban la compra de inmuebles, cumplieron con la razonable calificación de “*due diligence*”?; la otra: ¿Qué ahorrista medio al llevar sus dineros a las instituciones financieras o tomar un préstamo está en condiciones de tener la posibilidad de una estimación razonable del riesgo que estaría enfrentando cediendo esos ahorros para su apalancamiento o asumiendo deuda con el crédito?

Coincidiendo con Krause (2009), pareciera que la respuesta a la primera pregunta es un deficiente marco institucional en el mercado monetario y financiero.<sup>43</sup> La crisis es por tanto esencialmente un problema de la “mano visible” del gobierno, más que de la mano invisible de los mercados. Si hubo un fracaso, claramente no fue un fracaso del mercado, sino una vez más - reiterando errores de los años 70 y 80 - “un fracaso del Estado”.

Haciendo una historia breve de los hechos, Krause recuerda que en 1938 Roosevelt creó la famosa Fanny Mae (*Federal National Mortgage Association, FNMA*), la cuál compraba hipotecas de los bancos y aseguraba otras. Esto permitía a los bancos otorgar más hipotecas a precios más bajos. En 1970 se crea Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC*) para otorgar préstamos y dar garantías. Freddie Mac armaba paquetes de esas hipotecas y las vendía como bonos en los mercados. En 1968 Fannie fue privatizada pero conservó de manera informal el apoyo o la garantía del gobierno norteamericano. Las hipotecas que compraban o aseguraban estas empresas tenían que cumplir con los requisitos estándar pero a partir de 1992 se les permitió adquirir hipotecas “accesibles” de los bancos, la cuáles no cumplían con los controles estrictos requeridos anteriormente por las empresas. El Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano, regulador de estas dos compañías, “les requirió” que compraran más de estas hipotecas<sup>44</sup>. Esta presión de las administraciones Clinton y Bush ayudó a crear el mercado “*subprime*”.

Finalmente, Krause acertadamente señala que el otro elemento coadyuvante a la crisis fue la política monetaria y la manipulación de la tasa de interés, lo cuál equivalía a tratar de manejar la economía “como quien maneja un avión Jumbo”. En el cuadro siguiente se puede ver la reducción de tasas que impuso el Sistema de la Reserva Federal, FED, durante la última recesión. ¿Cómo se bajaron las tasas? Emitiendo dinero y aumentando el crédito disponible.



Fuente: Krause (2009).

La baja de la tasa de interés impulsada por el FED impactó las tasas hipotecarias. Pero a mediados de 2004 el FED comenzó a preocuparse por las presiones inflacionarias y elevó las tasas de interés. En efecto, cuando Bernanke se da cuenta del tema inflacionario luego de la expansión de la liquidez -

<sup>43</sup> Para una exposición más detallada de los problemas institucionales que generaron la crisis 2008, Krause sugiere ver Stacey & Morris (2009).

<sup>44</sup> Ver Washington Post (2008).

monetaria y del crédito - y el crecimiento de los derivados financieros estructurados intensivos en créditos *júnior*, decide elevar la tasa de interés para dar señales al mercado. Las tasas hipotecarias también subieron. Unas tasas hipotecarias más altas se combinaron con valores más bajos de las propiedades para acelerar entonces la crisis.

La debilidad institucional pudo advertirse en la decisión del sistema político de generar subsidios a la compra de viviendas sin tomar en cuenta las consecuencias de esta acción, así como en la del sistema monetario estatal de manipular las tasas de interés generando sucesivas expansiones y contracciones, pese a que su supuesta función es precisamente la de evitarlas. A esto se agregan las regulaciones que generaron erróneos incentivos en quienes tienen a su cargo la supervisión de los mercados crediticios, ya fuesen agencias gubernamentales, empresas evaluadoras de riesgo o juntas directivas de los bancos.

Se podría argumentar - señala Krause - que paradójicamente esta crisis se originó en los Estados Unidos, un país con una elevada calidad institucional. Esto es cierto, pero no se debe olvidar que la medición de la calidad institucional es “relativa”, es decir mide la posición de un país respecto a otros, no respecto a un estándar de perfección. Estados Unidos es un país que ocupa la novena posición en lo que se refiere a calidad institucional y muestra debilidades que son comunes a todos los países,<sup>45</sup> ya que a partir de la eliminación del patrón-oro las instituciones monetarias implementaron políticas discrecionales o, en algunos casos, ataron sus monedas a otras de países que practicaban tales políticas. Afirma finalmente Krause que todo el sistema monetario internacional está sujeto a la discrecionalidad de las autoridades monetarias de los Estados Unidos, al ser el dólar la moneda internacional por excelencia y a las de otras monedas importantes como el euro, la libra esterlina o el yen. De la misma forma que la “discrecionalidad” jurídica significa inseguridad jurídica, la “discrecionalidad” monetaria significa inseguridad monetaria y financiera, lo cuál representa una relativa mala calidad institucional en ésta área en particular.

## 10. Respecto a la regulación necesaria; un listado de interrogantes

Luego del repaso previo de la literatura que nos ocupa y preocupa, permítaseme formular un conjunto amplio de interrogantes y dudas sobre la cuestión de la regulación que espero que economistas de prestigio como el Prof. Phelps, a quien respetamos sin dudas, puedan ayudar a develar.

a. ¿Estamos seguros que el gobierno tendrá acceso a la información relevante? ¿O corremos el riesgo de la *rational expectation* y habremos de *suponer* que la tiene y le damos igual el poder de la regulación?<sup>46</sup>

b. Si llegara a tener acceso a la información relevante con modelos dinámicos sofisticados “y apropiados” ¿Qué nos garantiza que el funcionario público ante ella actúe en base a la “moral victoriana” de la época de Keynes (gobierno benevolente)? Es decir, ¿Qué garantiza que el remedio no sea peor que la enfermedad?

c. Más específicamente, aún para pronósticos de corto y mediano plazo ¿sobre qué bases de información contará la BC para poder observar la evolución del “riesgo marginal” en la colocación de préstamos?

<sup>45</sup> En su informe sobre Índices de Calidad Institucional para 2009, Krause asigna a EE.UU. un puntaje de 9, para un rango de 1 a 183.

<sup>46</sup> Quisiera en este punto aludir específicamente al caso de Argentina. La reforma dispuesta por el Congreso de la Carta Orgánica del Banco Central claramente adopta este supuesto. En su artículo 14° autoriza al directorio del Banco Central a “regular las condiciones del crédito en términos de plazos, tasas de interés, comisiones y cargos de cualquier naturaleza, así como orientar su destino por medio de exigencias de reserva, encajes diferenciales u otros medios apropiados”. Además, modifica el artículo 20° de la Carta Orgánica para ampliar el monto posible de financiamiento del Banco Central al Tesoro, generando la posibilidad de mayor emisión que en términos de la base monetaria implicaría una posible expansión equivalente al 24%. A partir de la reforma, el Banco Central podrá indicar a los bancos a qué sectores, a qué plazos y a qué tasas de interés otorgar sus préstamos.

d. ¿Cómo definir un nivel de tasa que corresponda a una necesidad de mayor demanda de liquidez por crecimiento normal de la actividad y/o necesidad de cobertura del riesgo futuro por falta de liquidez, y no a un crecimiento del riesgo marginal de los préstamos (es decir de un razonable cálculo de la expectativa de recupero de los préstamos)? ¿Sería consistente una baja de la tasa de interés mediante regulación de la BC alentando la expansión de la economía ante un aumento previo de la tasa del mercado debido a una mayor exposición al riesgo en los préstamos? ¿Cómo alentar el ahorro con semejante riesgo y baja tasa de interés?

e. ¿Cómo articular un sistema de restricciones y controles efectivo y eficiente? ¿Si los accionistas de los bancos – que enfrentan el riesgo de perder su capital – no pueden hacerlo con eficacia y eficiencia por las asimetrías de información, podrá hacerlo el Estado? ¿Cómo operaría en ese caso la relación de agencia y los incentivos que animan a los funcionarios públicos?<sup>47</sup>

f. ¿Regulando el negocio financiero e inmobiliario – éste último generador de empleo – al estilo de lo ocurrido en EE.UU., con una política de tipo de interés bajo y los *Government sponsored enterprises* (como Freddie Mac y Fannie Mae), que fueran la causante original de la burbuja? ¿No hubiera sido mejor que el propio mercado diera señales de alarma ante la amenaza de pérdida del capital por sobre-exposición al riesgo **si no hubiera tenido - “o intuido” - “la seguridad” de “tener asegurado” un salvataje**? ¿Dando prioridad en el otorgamiento de crédito al propio Gobierno mediante la adquisición de bonos públicos para éste destinarlos a planes de vivienda, dejando no obstante abierta la posibilidad a ese Gobierno de deslizamientos de esos recursos hacia otros destinos, dada la característica fungible del dinero?

g. Por el contrario ¿creando un “sistema de reserva global”? como sugiere Stiglitz ¿Se está pensando en un súper-Leviatán global? o ¿en varios Leviatanitos regionales? Por ejemplo, el bundesbank como BC con superpoderes de regulación financiera (“y fiscal”) de la UE. ¿No es que “los Stiglitz’s” confían en que la regulación y el control de los gobiernos habría de evitar nuevas crisis de derrumbe? si es así ¿para qué crear una nueva burocracia destinada al *bail out* global? ¿Ese costo sería menor al costo de que **cada país tenga su propia reserva**, una “Reserva para Eventos Contingentes”, o bien “Anticíclicos”, mediante reservas precautorias de los propios Tesoros Nacionales (no de la bancas centrales, que por otra parte en Europa ya no existen), que el anticiparles a esos mismos gobiernos la posibilidad sin límites de endeudarse (o fijando límites para luego no garantizar su *enforcement*) y asegurar en cambio el salvataje “de última instancia” financiado con aportes de terceros países por conductas que razonablemente puedan ser calificadas de no cumplir con la “*due diligence*”?<sup>48</sup> Anticipar o asegurar ex ante un *bail-out* generalizado sería la mejor política para alentar nuevas conductas altamente riesgosas. ¿Se habrá olvidado Stiglitz del tema elemental de la compañía de seguros con el “moral hazard” del asegurado después de lograr su cobertura?<sup>49</sup>

<sup>47</sup> Dado que las comparaciones interpersonales (y subjetivas) de utilidades en la economía no son posibles y las consecuentes serias limitaciones que los criterios Kaldor/Hicks adolecen para un cálculo “objetivo” de cualquier medida de política “pareto-eficiente” ¿no sería conveniente recordar a la sugerencia de Buchanan (1983)? que “si no hay un criterio objetivo para la asignación de recursos a ser aplicados a determinados fines, un medio de indirectamente probar la eficacia del proceso de intercambio, **en la medida que el intercambio permanezca abierto y en tanto la coacción y el fraude no sean observados**, es que el acuerdo alcanzado bajo tales premisas, por definición pueda ser calificado de ser **eficiente**”.

<sup>48</sup> A Stiglitz le pareció buena la idea de Latinoamérica de haber creado esas reservas con superávit comerciales olvidando mencionar que ello fue posible “e inevitable” gracias al fenómeno de la *explosión capitalista en el mundo* con la novedad de China y la India sumándose a la globalización y el consecuente cambio de los precios de los *commodities* agropecuarios; y felicitar asimismo a esos gobiernos por el desendeudamiento, olvidando que en países como la Argentina ese desendeudamiento no fue deliberado sino obligado por la previa pérdida del crédito internacional y, a cambio de ello, inducido al Gobierno a expropiar activos acumulados por el sector privado ¿Para que querrían esos países tener otra reserva global, salvo que se los eximen de cualquier aporte por cierto? Si así fuera, sería genial para los gobernantes de esos países no necesitar crear reservas propias.

<sup>49</sup> En Piffano (2005), op. cit., Nota 19, se podrá consultar nuestra propuesta de “Proyecto de Ley Fiscal y Financiera Federal”, donde se adelanta un “Nuevo Sistema Federal de Concertación para la Coordinación y Armonización Fiscal y Financiera Interjurisdiccional”, y donde está prevista la constitución de dos fondos: el

Finalmente, sobre esta propuesta, la posibilidad de centralizar el monitoreo y el eventual salvataje en una organización supra-nacional, implica riesgos serios para el desarrollo de las democracias nacionales, al no ser controladas como en los gobiernos nacionales por los ciudadanos votantes. El organismo supra-nacional está compuesto por funcionarios elegidos por los gobiernos de turno y no por los ciudadanos votantes, aunque los gobernantes de cada país sí lo sean. La relación de agencia se debilita al reconocer un peldaño adicional principal-agente que significa aumentar la distancia de las decisiones respecto de los votantes. Prueba evidente de esto lo demuestran los dos referéndums que tuvieron impacto político muy fuerte en Europa, y a través de los cuales la UE perdiera el intento de sanción de una Constitución.<sup>50</sup> Esta derrota sin embargo, fue luego sorteada en gran parte mediante convenios entre los Estados miembros (Lisboa Treaty); en efecto, dos años después los referéndum resultaron ser simple historia vieja. El Tratado de Lisboa (inicialmente conocido como el Tratado de Reforma) del 13 de diciembre de 2007, modificó los dos tratados que constituían la base constitucional de la Unión Europea. La UE ha explicado entonces que su intento era una “mejora institucional” que permitiría resolver problemas como la globalización, el cambio climático, la evolución demográfica, la seguridad y la energía, y que el Tratado de Lisboa reforzaba la democracia en la UE y mejoraba su capacidad de defender día a día los intereses de sus ciudadanos. Interrogantes:

- ¿La crisis por la que la UE atraviesa hoy día quizás se la puedan adjudicar al “recalentamiento global” o a las “manchas solares” quizás?
- ¿Los datos de los desajustes festivos que registraran los fiscos y los mercados financieros son detalles menores?
- ¿Cómo de debe entender la “mejora institucional”?

Los europeos deberían repasar las virtudes del federalismo y el principio de *accountability*, sobre sus virtudes para el control leviatánico de los gobiernos centrales, más allá de la armonización de reglas dentro de la UE o los acuerdos globales a los que se puedan arribar.

**h.** Sobre la utopía a lo Krugman/Stiglitz del fortalecimiento de la parte del sistema financiero que otorgue créditos a las pequeñas y medianas empresas para el desarrollo y la diversificación industrial, compensando de esta manera las malas noticias de los “cambios estructurales”; con estructuras hoy día demasiado concentradas en los servicios en muchos países. Dudas: ¿Recreando un Banco de Desarrollo estatal que a pesar de ser estatal evite la cooptación del poder económico en base a un capitalismo de amigos? ¿Regulando y exigiendo discrecionalmente a los bancos privados líneas de crédito con tasas reales de interés negativas (por ejemplo en Argentina con tasas nominales del 14% o 15% en un escenario de tasas de inflación de 25% o 30%) y fijando prioridades para ciertos sectores o empresas? ¿La BC asumiría la pérdida o pretendería que los bancos privados lo hagan..., o el ANSeS fondeando esos préstamos? ¿Imaginado – suponiendo nuevamente a la manera de la *rational expectation* – que se dispondrá de un sistema de auditoría sobre las decisiones en la colocación de esos préstamos sobre la base de cálculos serios de rentabilidad de los emprendimientos, en valores sociales o de precios sombra como debería ser, no solo a precios de mercado (*due diligence*), a cargo de funcionarios de “tradicción victoriana” (benevolentes) a lo Keynes?

**i.** Las recomendaciones sobre las políticas industriales destinadas a facilitar la reestructuración de las economías (al estilo Diamand-Ferrer de décadas pasadas sobre la “estructura productiva desequilibrada”, o a lo Krugman de los 90 sobre las “economías externas dinámicas

---

“Fondo de Estabilización de las Finanzas Públicas Consolidadas” y el “Fondo para Emergencias Provinciales”. El primero utilizable como instrumento anticíclico que asegure el “*tax smoothing*” y el “*expenditure smoothing*”). El segundo que “federaliza” los eventuales salvatajes a provincias afectadas por factores idiosincrásicos, hasta ahora negociados caso por caso de manera individual con el gobierno Nacional, generando incentivos para un control cruzado federal, pues las provincias habrían de fondearlo cediendo parte de sus recursos de coparticipación.

<sup>50</sup> En Francia, el referéndum del 29 de mayo de 2005, con una elevada participación del 69,74%, dejó un 54,87% de votos contrarios al Tratado. Con una participación del 63,4%, en Holanda el 1 de junio de 2005, los holandeses dijeron ‘no’ al Tratado con un 61,6% de votos en contra frente a un 38,4% que optaron por el ‘sí’.

mayores de algunos sectores”) ¿significa dejar de lado las tendencias de largo plazo en los precios relativos de los bienes comercializables? ¿Se querrá eliminar o borrar del mapa las inevitables ventajas relativas en las rentabilidades promedio entre sectores que registra todo país, mediante impuestos-subsidios, en economías que difícilmente puedan intentar lograr una economía equilibradamente sectorializada, p. e., con una vigorosa economía “industrial” competitiva a nivel internacional? ¿Cuál sería el costo en bienestar de semejantes desajustes respecto a los precios internacionales en el largo plazo? ¿No han sido ya experimentadas estas políticas en países como la Argentina? ¿Cuántas décadas estuvieron ellas vigentes antes del Consenso de Washington? ¿Cómo imaginar un sistema proteccionista de cada país individualmente sin que ello signifique el quiebre del sistema multilateral de intercambios de bienes y factores del presente (China e India incluidas por cierto), que ha generado el capitalismo global e impactado en un crecimiento global antes no registrado de las economías emergentes y mundial en general? ¿Se cree ingenuamente que los países del resto del mundo no adoptarían políticas de compensación al proteccionismo argentino, “a menores costos sociales” dada sus ventajas relativas en esos mismos sectores? ¿No hay manera de compensar efectos redistributivos no deseados de la globalización minimizando la necesidad financiera de los gobiernos – a lo Rawls, o mejor aún a lo Phelps, por ejemplo – sin poner trabas al comercio y paralizar ese crecimiento?<sup>51</sup>

j. ¿Mantener alto el gasto público en un enfoque de “*welfare state*” – aún cuando el escenario vigente fuera el del ciclo de la expansión económica, traicionando el genuino pensamiento “compensador de la hacienda pública” keynesiano – o aumentarlo exageradamente para reactivar la economía en la recesión generando una mayor necesidad financiera del gobierno ¿no implicará generar serias dudas que en presencia de déficit al inicio de un inesperado quiebre, lo pueda resolver? Para un inversor no se necesitan cálculos muy sofisticados – a pesar de posibles errores por falta de información – para desconfiar que una política fiscal no resulte sustentable en el corto plazo y, por tanto, generar desconfianza respecto a la solvencia de largo plazo de las finanzas del gobierno. ¿Creen seriamente economistas como Davidson que la historia de los países o los datos del pasado no ayudan? Sugerimos a estos economistas que analicen la historia de Argentina para encontrar componentes reiterados sobre el desmanejo, o el imprudente manejo, de las políticas fiscales y monetario-financieras de los gobiernos en cada crisis, y que resultan razonablemente anticipables por los *fundamentals* del enfoque racional a lo Samuelson. Los más recientes: el “rodrigazo” (1975); la “tablita” (1978); las “hiperinflaciones” (1989/1990); el “plan Bonex” (1990); la secuencia del “Corralito”, el “Corralón”, el “default”, y la “pesificación” (2001/2002) y actualmente (2012) nuevamente la inflación, la pesificación y/o cepo cambiario, con una puerta abierta para que no obstante el Tesoro se financie en dólares con los bancos, emitiendo títulos en dólares que los bancos pueden comprar al tipo de cambio oficial – cuasi-fijo no obstante tasas crecientes de inflación – y luego venderlos en el mercado de capitales (cuando éste esté dispuesto a comprarlos, claro) y ganarse la diferencia cambiaria (oficial vs. libre), como sucede en Venezuela, y las medidas que vengan a posteriori, si las ya tomadas no resuelven la coyuntura y en cambio la agravan, no contradiciendo, mas bien corroborando así los errores de las experiencias del pasado.

No debe llamar la atención el porqué el sector privado argentino prefiere ahorrar en activos externos y preferentemente sin intermediación de instituciones locales, sean públicas o privadas. Nuevamente, una única y similar explicación: **la debilidad y el fracaso de las instituciones – en particular la BC resguardando el valor de la moneda – que generen un marco de seguridad o den señales de no pasar la línea de la imprudencia.**<sup>52</sup>

Un interrogante final:

k. Ligando el primer interrogante con el anterior o último de la lista previa: ¿No existe la posibilidad de provocar un *crowding out* de “segunda generación”? Explico:

<sup>51</sup> Luego de escribir este interrogante encontré una excelente síntesis del diagnóstico sobre el intento proteccionista industrial en nuestro país en la nota periodística de José Luis Espert en La Nación (2012).

<sup>52</sup>Ver Piffano (1996; 2005), op. cit.

Coincidiendo con Stiglitz, es decir, aceptando que la política de crédito resulta hoy día tanto o incluso más importante que regular la emisión monetaria. En el nuevo escenario, los Gobiernos pueden no necesariamente aumentar el gasto público y provocar de esa manera un efecto *crowding out* de la inversión privada; a través de la regulación de los encajes, tasas de interés y el direccionamiento del crédito, pueda que alienten el gasto privado de baja productividad o directamente no productivo de un sector de la economía privada. Este efecto habrá de provocar que inversiones privadas marginales alternativas pero más productivas que dichos emprendimientos subsidiados queden fuera de acceso al crédito, sea por aumento de la tasa de interés o simplemente por enfrentar un escenario de racionamiento de capital a pesar de las regulaciones discrecionales de la tasa de interés del BCRA. Estaríamos observando por tanto una nueva modalidad de *crowding out* a la cual imaginé calificarla “de segunda generación”, aunque en realidad tenga antecedentes históricos de haberse ya experimentado en el mundo (y en Argentina por cierto). En ese caso, si fuera así, estaríamos observando un fenómeno reiterado pero que redescubrimos nuevamente, de la misma manera que los estudiosos del federalismo fiscal descubrieran la teoría del federalismo fiscal de “segunda generación” (Oates, 2005; Zodrow, 2005), cuando quizás debió habérsela calificado de “tercera generación”, si no se hubiera descuidado a la “escuela italiana” como un hito inicial de las finanzas públicas modernas, que decididamente influyera luego en los desarrollos de autores como James Buchanan y seguidores de la corriente *public choice* que caracteriza a esa “segunda generación”. Y, valga la redundancia, ha influido en el pensar del autor de esta nota.

## 11. Reflexiones finales sobre el pasado, el presente, el futuro y los modelos económicos

Recurriendo a la literatura sobre el tema que nos ocupa y observando las características de los diagnósticos, luego las predicciones, y finalmente las políticas públicas sugeridas, concluyo en destacar: mayor coincidencia en los diagnósticos, limitada coincidencia en las predicciones y grandes desacuerdos en las políticas públicas a seguir.

Desde mi punto de vista solo me queda por insistir que los resultados del agregado económico son fruto de múltiples juegos estratégicos y de múltiples jugadores operando en las democracias representativas: Juegos repetidos pero con estrategias cambiantes de los agentes en base a los escenarios cambiantes. Esos escenarios son retroalimentados o influidos naturalmente – a manera de *feed-back* – por las propias acciones de los gobiernos – las adoptadas o anunciadas o las percibidas por los mercados – equivocadamente o no – de las previsiblemente a adoptar – y que, por lo tanto, los modifican.

Finalmente, los resultados del agregado son fruto por tanto de múltiples equilibrios Stackelberg-Nash que incluyen la posibilidad de la permanencia, o contrariamente del recambio, de los jugadores dominantes y, de lo cual, surge la alerta sobre posibles tendencias leviatánicas de los gobernantes de turno junto al accionar combinado de los buscadores de renta privados.

De allí que el *trade off* entre mercado versus regulación, plantee un dilema de no fácil resolución. En ese sentido todos tenemos sesgos personales de cómo balancear ese *trade off* entre libertad de mercado y restricciones a la misma mediante la regulación.

Quienes me conocen, no solo por leer este artículo, sino asimismo por lo que he escrito o dicho en mi vida académica hasta ahora, mi balanza se inclina hacia los mercados y al desarrollo y perfeccionamientos de las instituciones destinadas a mejorar la información y estipular “ciertos límites” a posibles riesgos en las conductas negativas de los agentes dominantes – no solo privados sino también y en particular a los gobiernos – mediante reglas estables o permanentes. Si ellas llegaran a implicar “un segundo mejor” para los gobernantes, pues entonces que la diferencia entre ese “segundo mejor” con el eventual y supuesto o proclamado “primer mejor”, se lo considere como el pago social de “una prima de seguro” destinada a evitar terribles consecuencias de ciertas políticas

públicas que no obstante su declarada intención de “asegurar la felicidad eterna de un pueblo” emitan señales de razonables y/o terribles visos o vicios de inconsistencia.<sup>53</sup>

El principio general para el funcionamiento de una economía capitalista finalmente es: “*rules and enforcement*” (reglas y obligatoriedad de su cumplimiento). Y esto significa “premios y castigos”. En rigor, en el sistema capitalista no está en su esencia prever salvatajes ante los errores.

No existe un sistema capitalista genuino si “simplemente” no se aseguran los derechos de propiedad bien habidos y la apropiación privada de los beneficios fruto de una inteligente y honesta gestión económica de esa propiedad, pero también si no se obliga a asumir las pérdidas o penalidades por los errores y por cualquier accionar corrupto.

¿Pero qué es lo que ocurre ante un quiebre en la evolución “normal” del sistema económico? Como se indicara al comienzo, aún en la posición más conservadora y “ahorradora de Estado”, habrá de reconocerse que ante la crisis el Estado debe hacer algo. Sin embargo, un salvataje que no compense solamente a los damnificados por aquellos errores graves cometidos por gestiones de otros agentes, con externalidades pecuniarias negativas fruto de importantes fallas en el comportamiento moral de los agentes, del tipo que suelen monitorear los consejos profesionales y debieran monitorear las agencias gubernamentales correspondientes – en el tema bajo análisis el ente que esté a cargo de la superintendencia del sistema financiero y bancario – e incluya en cambio el salvataje o el perdón económico a quienes cometieran el error dañino y corrupto, condena a la humanidad a un moral hazard destructivo.

En los contratos privados donde prevalecen situaciones de asimetrías de información entre las partes, resulta necesaria la regulación gubernamental tendiente a evitar conductas fraudulentas. En muchas actividades donde esa asimetría deja abierta a una posible actitud inmoral de una de las partes y esa actitud pueda causar daños en la vida o la propiedad de las otras – como es el caso de la profesión médica o farmacológica – el Estado debe prever una regulación tendiente a evitarla, con penas acordes a quienes la violen, no obstante el accionar de los consejos profesionales con su vigía sobre el comportamiento moral de sus asociados. Algo parecido puede imputársele por tanto a la actividad financiera de bancos y entes que manejan los ahorros de los ciudadanos.

Pero aquí está el dilema de la regulación. La misma debe ser acotada mediante parámetros razonables que fijen límites al campo de variación de ciertas variables clave en la determinación de los equilibrios (o desequilibrios) probables de las variables macroeconómicas relevantes (*fundamentals*). **No en dejar abierta la discrecionalidad total a las decisiones substitutas a las de mercado a cargo de los gobiernos de turno.** El principio es generar regulaciones permanentes y vigentes en los supuestos desarrollos “normales” de la economía, es decir, evitar los hechos consumados que habrán de requerir luego salvatajes dramáticos y lamentablemente inevitables. Es decir, el diseño institucional consiste en

---

<sup>53</sup> Recordemos al lector lo ya analizado en los años 90 (ver nuestro *e-book* sobre federalismo fiscal Piffano, 2005; op. cit.). Los enemigos de los mercados libres encontrarán la sorpresa de mi sugerencia – coincidentes con su ideología, entiendo – sobre que **no es posible o conveniente reconocer “un mercado libre” de deuda pública.** Sin llegar al extremo de Jefferson quien, como me recordara Benegas Lynch (h), en correspondencia con John Taylor en 1798 consignara que si tuviera que modificar la Constitución de los EE.UU. **prohibiría la deuda pública,** puesto que compromete patrimonios de futuras generaciones que no han participado en el proceso electoral para elegir al gobierno que contrajo la deuda. Jefferson seguramente pensaba en las “fiestas” financiadas con uso del crédito público que lo gobiernos de turno suelen imaginar para tener contento a su electorado, no coaccionado con el pago de impuestos presentes, aunque no así por cierto a ese mismo electorado cuando luego de finalizada la gestión, encontrará la sorpresa de que hay que pagar esa fiesta y devolver los intereses cobrados ahora sí compulsivamente, o peor aún, para las generaciones futuras que no votan en el presente y no han podido gozar de la fiesta, como la juventud española y griega del presente, aunque siendo pequeños sus padres sí la gozaron...¿y ellos también entonces?.

evitar las crisis como hechos consumados, no simplemente pensar en cómo resolverlos una vez que ellos se han producido.<sup>54</sup>

Como bien señala Bara, el riesgo de quiebra es el “disciplinador” del capitalismo (un capitalismo sin quiebra es como una religión sin infierno). Pero que ocurre si no hay posibilidad de quiebra – por tratarse de un gobierno o de un jugador de peso en la economía (“*to big to fall*”) – y ella plantea efectos colaterales de tal magnitud que es preferible evitarla. Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz en 1971 presentaron la tesis que la crisis del 30 fue extremadamente grave porque las quiebras bancarias destruyeron mucho dinero, y la política de Bernanke debió inspirarse en esto. Si por lo tanto no hay posibilidad de quiebra, debe encontrarse un “disciplinador sustituto” porque de lo contrario no hay “institución” que ponga en línea la racionalidad individual con el interés general (racionalidad social). ¿Cómo encontrar ese disciplinador sustituto? La pregunta del millón, en especial para los no expertos en finanzas empresarias y particularmente financieras.

Es no obstante imaginable que los expertos del área estén en condiciones de fijar “reglas numéricas y de calidad” específicas, por ejemplo, en la emisión de los “derivados financieros”, en la evolución de la cantidad y el tamaño de los préstamos otorgados respecto al crecimiento del PIB, al endeudamiento público respecto a ese crecimiento y, en particular, con relación al crecimiento de los recursos genuinos del Gobierno, etc. La historia de la UE sería hoy diferente si se hubieran cumplido los límites establecidos en el Tratado de Maastricht, aquí fallo el *enforcement* del acuerdo, con sanciones efectivas a los incumplidores (conteniendo multas, pérdidas de capital invertido, cláusulas gatillo para una eventual restricción posterior en aportes financieros de terceros países de la UE o del exterior, publicidad de las estadísticas de riesgo soberano y magnitudes de posibles desequilibrios de esos indicadores en los mercados, con advertencias para inversores y ahorristas, por ejemplo).

En este diseño de reglas, resulta claro que la potenciación de la expansión de los “derivados financieros” plantea un problema diferente al de la simple expansión secundaria de dinero, como se estudia en economía monetaria y que para evitarla algunos hayan propuesto encajes del 100% para que los bancos no crearan crédito y que sólo actuaran como intermediarios entre ahorristas e inversores.<sup>55</sup>

La discusión política que surgiera en los EE.UU. sobre la regulación del mercado financiero se agudizó a partir de julio de 2010, cuando el Gobierno enviara al Congreso su propuesta en tal sentido; y recrudesció en 2012 cuanto se diera a luz la pérdida de JP Morgan en el segundo trimestre del año. Según se reportara en medios periodísticos,<sup>56</sup> JP Morgan, la institución que mejor resistió la crisis financiera global, reveló que en el segundo trimestre del año 2012 sufrió una pérdida de 2000 millones de dólares por “una mala inversión”. Ese anuncio generó nuevos argumentos tendientes a avanzar en la regulación del mercado financiero.

En defensa del mercado financiero, Jamie Dimon, CEO de JP Morgan, adelantó la idea que tal inconveniente no sería prueba de gruesos errores de la autorregulación de los mercados financieros: “Sólo porque nosotros seamos estúpidos, eso no significa que todos los demás lo sean”, argumentó Dimon, contradiciendo por tanto lo afirmado por Davidson, quien afirmara que las fallas no podían entenderse en estar frente a financistas tontos. En realidad, Wall Street está librando una brutal batalla

---

<sup>54</sup> En una porción importante de nuestra profesión se sostiene que la “rigidez” que plantean las reglas numéricas o macrofiscales son una traba a poder reaccionar con flexibilidad ante circunstancias imprevistas. En respuesta se podría argumentar el interrogante sobre si, por ejemplo, una expansión desmesurada del gasto público, la emisión desproporcionada de dinero y de deuda pública y/o privada, a un ritmo marcadamente superior a la tasa de crecimiento del PIB, no puede presagiar serios problemas de consistencia (ergo crisis) en el mediano y largo plazo.

<sup>55</sup> En Benegas Lynch (h) (2011), se sugiere impedir que la banca central distorsione los precios relativos (sea expandiendo, o contrayendo masa monetaria) y permitir la competencia de monedas sin curso legal. Sugiere asimismo que debería abrogarse el sistema de reserva fraccionaria administrada por la banca central y adoptar el sistema de la reserva total en depósitos en cuenta corriente y sus equivalentes o el sistema del “*free banking*”.

<sup>56</sup> Rafael Mathus Ruiz en La Nación (12-05-2012).

con Washington por la letra chica de la reforma que limita el negocio de los bancos que la Casa Blanca impulsara en julio de 2010 con el fin de evitar los excesos que llevaron a la crisis financiera de 2008.

Cabe señalar, no obstante, que la pérdida por la aludida mala inversión sufrida por JP Morgan no resultó catastrófica. Más aún, no llegó siquiera a poner en riesgo las ganancias del trimestre del banco, que alcanzarían los 4000 millones de dólares, luego de un resultado favorable de casi 5400 millones en el primer trimestre del año. No hubo, tampoco, un desmadre en los mercados financieros: el S&P 500, el principal indicador de Wall Street, luego de conocerse la noticia, cerró con una leve baja del 0,34%, mucho menor que la acción de JP Morgan, que sufrió una fuerte caída del 9,28%.

En el núcleo de la reforma programada por el Gobierno de los EE.UU. es la llamada "regla Volcker", bautizada en honor del ex presidente de la Reserva Federal (Fed) Paul Volcker, uno de los arquitectos de la iniciativa gubernamental. Esa regla pone límites a bancos como JP Morgan para realizar inversiones con dinero propio. La crítica de Jamie Dimon, CEO de JP Morgan fue denunciar que "Paul Volcker ha dicho que no entiende los mercados de capitales, lo dijo a principios de este año". Pero el desliz cometido por su propio banco, que goza de un prestigio importante por su pericia en administrar los riesgos inherentes al negocio financiero, les brindó un argumento de oro a los políticos, expertos y activistas, que reclaman una regulación más profunda y estricta sobre Wall Street. Felix Salmon, de la agencia Reuters, recuerda que JP Morgan más o menos inventó la administración de riesgo, señalando que si ellos (JP Morgan) no pueden hacerlo, ningún banco puede. Y ningún regulador razonable puede llegar a confiar en que un banco se autorregule.

El argumento de que las instituciones financieras no necesitan de nuevas reglas para ayudarlas a evitar comportamientos irresponsables como los que llevaron a la crisis de 2008, "es al menos 2000 millones de dólares más difícil de esgrimir" (haciendo referencia a la pérdida señalada), fue la crítica irónica del congresista Barney Frank, cuyo nombre está estampado en la ley de reforma del sistema financiero. La Comisión de Valores (SEC) sería uno de los organismos encargados asimismo de terminar de pulir la "regla Volcker".

Como contraofensiva, Wall Street desplegó un amplio esfuerzo de *lobby* para lograr que la letra chica de la "regla Volcker" fuera lo más flexible posible, pero en el ojo de la tormenta quedó en evidencia un operador de las oficinas del banco en Londres, el francés Bruno Iksil, apodado "la Ballena Londinense" y "Voldemort", por el villano de la saga Harry Potter, quien realizara operaciones de cobertura con *credit default swaps* (CDS).<sup>57</sup>

En el caso de la crisis de la zona euro, luego de arduas discusiones entre los representantes de los países miembros de la UE, donde predominaban dos actitudes opuestas: una actitud "dura" de Alemania de una fuerte exigencia a la "responsabilidad" de cada país miembro en el esfuerzo de salir de la crisis, versus la de una actitud "blanda" requerida por los países en seria crisis (España e Italia) y el de Francia con su nuevo presidente socialista, requiriendo una "solidaria" actitud de esfuerzo conjunto más que individual, finalmente pareció triunfar esta segunda línea, al solicitar al Consejo Europeo - órgano ejecutivo de la UE "al cual estará asociado el Banco Central Europeo [BCE]" - que examine con urgencia "antes de fin de año" (2012) propuestas para crear un "mecanismo único de supervisión" del sector bancario.

De esta manera, una vez que ese dispositivo sea creado, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) - fondo de rescate creado para hacer frente a la crisis - podrá "recapitalizar directamente a los bancos", al momento en el caso quizás más crítico de España.<sup>58</sup> Queda por saber en qué habrá de

<sup>57</sup> Volver al **punto 7**. CDO: derivado financiero que funciona como un seguro pensado para reducir el riesgo al realizar inversiones. El valor de esos activos está atado al de un bono, ya sea de un país o de una empresa.

<sup>58</sup> Los 17 líderes de la eurozona pidieron la rápida conclusión de un memorando de acuerdo con España sobre la recapitalización de su sector bancario, gracias a la ayuda financiera otorgada por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), que deberá ser reemplazado por el MEDE. El nuevo sistema permitirá que los

consistir el “mecanismo único de supervisión”, específicamente el referido a las normas y al mecanismo institucional de aplicación de las mismas para “evitar” antes que “resolver” futuras crisis.

En cuanto al comportamiento moral de los agentes privados y su “responsabilidad social”, a criterio del suscrito, ella se debería interpretar estrictamente como el evitar eventuales conductas visiblemente imprudentes o corruptas encubiertas en las asimetrías de información.<sup>59</sup> No así por todas las externalidades pecuniarias inevitables y correctas de todo mecanismo de mercado.<sup>60</sup> No obstante, es conveniente citar nuevamente a Olson para distinguir esa eventual exigencia de comportamiento social de las corporaciones con situaciones de corporaciones oligopólicas o monopólicas y/o de corporaciones privadas gozando de una protección estatal privilegiada. Mientras que en *“The Rise and Decline of Nations”* de 1982, Olson había hecho hincapié en los problemas que pueden surgir en democracias estables y duraderas, al final de su carrera (*“Power and prosperity:...”* de 2000) hace hincapié en las virtudes de las democracias que defienden los derechos de propiedad y protegen a las personas de la depredación tanto de un sector privado excesivamente potente como de un estado autocrático.

En ese sentido, y volviendo al sector financiero americano, aunque aparentemente entiendo no haya quedado judicialmente probado, pareciera razonable dudar que múltiples gerentes de bancos de los EE.UU., la FED y el propio Gobierno, no estuvieran alertados sobre la burbuja financiera-inmobiliaria que se iba desarrollando desde 2007 en adelante. Allí cabría la sanción, pero por cierto no alcanzable a los perjudicados por una eventual conducta corrupta del sector financiero y del gobierno; personas dañadas a quienes en cambio les corresponde el derecho de propiedad de ser compensados por el perjuicio sufrido en su patrimonio por el comportamiento moral de los aludidos agentes. La abismal distancia en el conocimiento de los mercados financieros de expertos y gestores de esa área y dirigentes gubernamentales cuyo deber es el monitoreo de ese sector, con respecto al conocimiento del ciudadano común, implica una asimetría de información que debe ser tendida en cuenta.

En el ámbito europeo, cabe citar el escándalo que estallara como gota que rebalsó el vaso del descrédito de la tasa Libor, cuando Barclays reconoció que sus corredores intentaron manipular la tasa y acordó pagar un total de US\$455 millones en multas.<sup>61</sup> En la búsqueda de opciones a la Libor, el japonés Nomura Holdings Inc. y el suizo UBS AG figuraban entonces entre los bancos con una tasa conectada al mercado para acuerdos de recompra, conocidos en la jerga financiera como “repos”. El Departamento del Tesoro de EE.UU. sugirió implícitamente asimismo algunas alternativas – y dejó a la Libor fuera de una lista de opciones – cuando reflexionó públicamente sobre ofrecer nuevos bonos con tasa flotante. Asimismo, durante la escalada de pánico sobre la salud de los gobiernos y bancos europeos, muchos participantes del mercado consideraron que la Libor resultó un débil indicador de los temores del sistema financiero. Versiones posteriores sobre supuestos actos de corrupción por lavado de dinero en la banca inglesa agravaron el descrédito de esa plaza financiera.

---

fondos europeos puedan comprar en el mercado secundario bonos de deuda de los Estados que cumplan con los requerimientos fiscales de la eurozona. El BCE serviría de agente para las operaciones en los mercados financieros, en tanto que el MEDE perdería la condición de acreedor preferente, lo que contribuiría a serenar los mercados financieros. Esta medida en realidad estuvo dirigida a beneficiar a Italia y a España, cuyos costos de financiamiento se acercaban a niveles insostenibles. Ver nota de Corradini en el diario La Nación (30-06-2012).

<sup>59</sup> Una interesante discusión sobre la aspiración de algunos economistas y políticos de “exigir” un determinado “comportamiento social a las corporaciones privadas”, se encontrará en Enrique Bour (2012). En su artículo Bour reedita la discusión sobre este tema adelantado por Milton Friedman en 1970.

<sup>60</sup> Cabe aquí la ya vieja cita del ejemplo sobre el haber prohibido en su momento la fabricación de lámparas eléctricas por el perjuicio que causaba en destruir la actividad productora de velas.

<sup>61</sup> Como consecuencia de esta situación debieron presentar sus renuncias el presidente ejecutivo de Barclays, el presidente de la junta directiva y el director de operaciones de la institución. Las salidas coincidieron con la revelación de documentos por parte de Barclays que amenazaban con involucrar al Banco de Inglaterra y al gobierno en el escándalo. Ver detalles en nota de *The Wall Street Journal Americas* publicada en La Nación del 4 de julio de 2012 (<http://www.lanacion.com.ar/1487584-crece-el-escandalo-y-los-bancos-buscan-alternativas-a-la-libor>).

Del repaso de los eventos cabe concluir y remarcar que si la información financiera reúne características de un bien público por su externalidad extrema, y este bien es contaminado por ocultamiento fraudulento de lo que ocurre en las transacciones financieras, el resultado debería ser castigar penalmente y civilmente a los corruptos que violen por ese medio los derechos de propiedad – alcance a agentes del sector privado y en especial del sector público encargado del monitoreo del accionar privado<sup>62</sup> – al tiempo que el “gran consorcio Estado” pague a los damnificados por el daño sufrido. Lamento informar que como contribuyentes, “las expensas” de ese gran consorcio que el correspondiente electorado supo conseguir, habrán de aumentar un poquito. La única defensa a esto es esperar que ese gobierno no gane la próxima elección (se cambie al administrador del gran consorcio). Lamentablemente, por lo ya comentado en esta nota, habrá de reconocerse que esa posibilidad de cambio será difícil de operar o lograr, particularmente en el caso de gobiernos populistas que tergiversan fácilmente la información relevante y hacen gala de una muy experimentada destreza para el manejo de agenda en el “imperfecto mercado político”, induciendo resultados a su gusto. No debiera en cambio ser el caso de las democracias usualmente calificadas como “avanzadas”, que intentan responder mucho más fielmente a la voluntad del soberano.

Por lo expresado, es de aspirar a que las crisis, como la americana y la europea, no conduzcan a institucionalizar los “salvatajes indiscriminados”, los que lamentablemente parecen dominar en las mentes de algunos premios Nobel y por una abrumadora mayoría de la clase política.<sup>63</sup>

La información en general y la correspondiente a los mercados financieros en particular constituye un bien público como se mencionara, que todo gobierno debe asegurar en su provisión. Con reglas y con sanciones por su incumplimiento. El desafío institucional es superlativo. En Argentina las reglas de responsabilidad fiscal, por ejemplo, fueron violadas inmediatamente después de ser sancionadas. Pero no es de asombrarse, en la UE también fueron violadas.

Los legisladores, por un lado, y luego especialmente la Justicia, tienen un rol enorme en esta historia. Se requieren nuevas normas, pero también de una “*mano puliti*” de nueva generación para hacer cumplir las mismas. Ya sea que se trate de conductas morales impropias, por daños debido a actitudes imprudentes o por errores deliberados (corrupción) de agentes privados o de agentes del sector público, y cuya pena debería ser el despojarlos de toda acumulación impura de riqueza y el premio consuelo de asegurarles unas largas vacaciones en la cárcel.

Ahora bien, ante tal cuadro complejo y algo pesimista descrito, con un sincero reconocimiento de sentirnos partícipe de un pequeño grupo de economistas minoritarios en este mundo, permítaseme un mensaje de aliento a todos los colegas economistas y a todos los juristas reunidos bajo el paño común de la Law Economics. Con la tarea académico-profesional de los economistas y sus aliados indispensables en un mismo ámbito académico-profesional: “los juristas”, se podrá sin dudas contribuir de manera importante a evidenciar mucho más claramente – “ex ante” – por donde van los intereses en juego, el movimiento de los jugadores y cuales serían sus probables consecuencias. El cambio de los escenarios habrá de plantear posiblemente cambios en los paradigmas en base a los cuales los modelos económicos habrán de formular sus proyecciones. La moral y las costumbres cambian y ello habrá de modificar ordenamientos previos e introducirá dosis de riesgos nuevos que modifican los escenarios en los cuales habrán de operar los contratos. Es decir, lamentablemente, si esos cambios se aceleran – no necesariamente con similar origen (fiscal, financiero, cambiario, etc.) y tampoco necesariamente al mismo ritmo en todos los mercados, como advirtiera oportunamente Daniel Heymann<sup>64</sup> – habrán de generar un clima de “*enforcement* incompleto” cuasi-permanente. En ese escenario, los *shocks* no previsibles volverán a sorprender en el mundo de los negocios.

---

<sup>62</sup> El contrato social en toda democracia es entre el pueblo o los ciudadanos y sus gobernantes (el “sector privado”, valga la redundancia, formando parte de ese pueblo).

<sup>63</sup> Como nos señalara Benegas Lynch (h), luego del deterioro de las grandes corporaciones, sigue el “salvataje”, lo cual significa usualmente succiones coactivas a quienes no tienen poder de *lobby*.

<sup>64</sup> Heymann (2011).

Pero, se insiste, como académicos o profesionales, los economistas quizás no podamos presagiar todas las actitudes cambiantes de los jugadores (sean del sector privado o del sector público), a pesar de estar en presencia de “juegos repetidos”, conductas que en el caso argentino hasta parecen desafiar a los equilibrios de Nash (Fontevicchia, “La culpa es de John Nash”, *Perfil*, 8-07-2012), pero al menos intentar contribuir en ampliar la información y los pronósticos; pero no espere la comunidad el diseño de modelos que eliminen al “riesgo” y contribuyan así a la felicidad eterna de los pueblos, y creo que autoridades en la disciplina como el Prof. Phelps habrán de reconocer esta limitación.

La teoría económica seguirá aportando modelos y metodologías alternativas y superadoras, pero siempre estará limitada por las características de toda ciencia social y el sincero reconocimiento que como profesionales no podremos eliminar el “riesgo”. En mi modesta opinión, junto a la de muchos otros economistas más, lamentablemente no existe – ni muy posiblemente existirá – modelo económico dinámico alguno eternamente sustentable, diagnosticando y preanunciando el futuro resultado del comportamiento económico de la humanidad “sin riesgos” y, en cambio, aceptando con una alta probabilidad de que “nuevos factores exógenos” vuelvan a frustrar la intención de endogeneizar todo.

Y en cuanto al modelo de comportamiento agregado de los agentes – tanto privados como públicos – es de esperar que la teoría de los juegos, así como los “modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos” (EGDE) contribuyan al menos en diseñar opciones de estrategias de los jugadores dominantes que de alguna manera permitan “endogeneizar” variables relevantes explicativas de los desenlaces económicos esperables al menos en el corto y mediano plazo.<sup>65</sup> No obstante las críticas y sugerencias citadas de Davidson, como sugiere Escudé, el empleo de la econometría sobre datos del pasado y el acompañamiento del método Bayesiano, que complementa a los datos reales con información experta del investigador (al estilo Keynes) para la elección atinada de distribuciones a priori de los parámetros a estimar, permitirá contar sin lugar a dudas con una muy útil contribución de la teoría económica. Pero aún así, estos modelos - como sostiene Heymann - estarán diseñados esencialmente para un desenvolvimiento “regular” de las economías.<sup>66</sup> Y en ese sentido, la posibilidad de cualquier crisis futura, fruto de eventos a todas luces contingentes, podrá amortiguarse con reservas precautorias, pero no evitarse y/o, incluso, predecirse.

En el campo instrumental referente a la econometría, también se ha innovado más recientemente con el empleo de modelos que emplean series de tiempo utilizando “redes neuronales”, especialmente útiles precisamente para el análisis de series financieras.<sup>67</sup> En las series temporales correspondientes a los mercados financieros, en los cuales se observan asimetrías de comportamiento, volatilidades, etc., los modelos lineales de regresión, o modelos autoregresivos, no resultan adecuados y se requiere el empleo de un enfoque no lineal para el análisis de tales series. Es el caso de la “burbujas” donde suaves movimientos hacia arriba en precios de los activos son seguidos de colapsos imprevistos. De esta manera, el modelo lineal no puede captar o predecir en forma satisfactoria en presencia de estos acentuados puntos de inflexión, de allí la necesidad de modelos de predicción no lineales.

Finalmente, no obstante las críticas y sugerencias citadas “a lo Davidson”, hay ciertos parámetros de los *fundamentals* que no se pueden violar y el supuesto de conducta racional alcanza y sobra para identificar situaciones de alto riesgo y visos o vicios de inconsistencia.

---

<sup>65</sup> Para una introducción sobre los modelos de EGDE puede consultarse a Escudé (2010).

<sup>66</sup> El término “regular” deberá interpretarse como el *modus operandi* en un clima y accionar de los negocios registrados en experiencias pasadas, es decir, no necesariamente congruentes con eventuales escenarios futuros. Ver Heymann (2011), op. cit., para aclaraciones sobre posibles limitaciones a la aplicabilidad de los modelos EGDE.

<sup>67</sup> Las redes neuronales son una clase de modelos no lineales inspirados en la arquitectura neuronal del cerebro. Nacieron en el campo de la inteligencia artificial como un intento de modelizar la capacidad de aprendizaje de los sistemas biológicos neuronales mediante modelización de la estructura del cerebro. Para una buena introducción al campo aplicado de este tipo de modelos en las proyecciones financieras ver Balacco y Maradona (2011).

Las reglas deben limitar el accionar de los agentes privados y públicos, muy específicamente porque nos estamos refiriendo a universos con una cantidad no despreciable de mercados imperfectos. Lamentablemente el mercado político es el más imperfecto de todos los mercados, y, ahora sí, recordemos que “el Estado” resulta ser el monopolista de mayor gravitación en la economía, de allí que la polémica sobre “mercado vs. regulación”, sujetos ambos finalmente “al accionar de los Gobiernos”, enfrente un dilema de difícil resolución.

## Apéndice

### Sobre los modelos dinámicos y estocásticos, la teoría ergódica y la teoría del caos

La teoría ergódica es una rama de las matemáticas que estudia el comportamiento de los sistemas dinámicos. Su desarrollo inicial fue motivada por los problemas de la física estadística y luego se extendió a otras disciplinas entre ellas la economía. Una preocupación central de la teoría ergódica es el comportamiento de un sistema dinámico, cuando se le permite funcionar durante un largo tiempo. El primer resultado en esta dirección es el “teorema de recurrencia de Poincaré”,<sup>68</sup> que afirma que casi todos los puntos en cualquier subconjunto del espacio de fases con el tiempo vuelven o convergen a la tendencia de la serie. Los modelos walrasianos de equilibrio general forman parte de este enfoque matemático, por el cual se concluye que en el largo plazo los mercados convergen a un equilibrio. Es decir, diversos teoremas ergódicos como éste, afirman que bajo ciertas condiciones, el tiempo promedio de una función a lo largo de las trayectorias, existe en casi todas partes y se relaciona con la media del espacio.

El término “espacio de fases”, consiste en un espacio en el que todos los estados posibles de un sistema están representados, con cada posible estado del sistema correspondiendo a un único punto en el espacio de fase. Los modelos como el walrasiano por tanto no responden adecuadamente a los pronósticos cuando algún o algunos de los estados posibles del sistema no han sido contemplados (identificados entonces como variables exógenas o shocks exógenos).

Una característica importante de los sistemas de ergódica, es que el promedio de tiempo es el mismo para casi todos los puntos iniciales observados; estadísticamente hablando, todo sistema que se desarrolla desde hace mucho tiempo (modelo de muy largo plazo) suele “olvidar” su estado inicial. Este es un supuesto por tanto importante que limita la validez de las proyecciones de los modelos dinámicos referidos a períodos de tiempo muy extensos.<sup>69</sup>

En base a esa limitación que plantea el enfoque de ergódica, más modernamente se ha desarrollado la llamada “teoría del caos”. La teoría del caos – con aplicaciones en diversas disciplinas como la física, ingeniería, economía, biología y filosofía – estudia precisamente el comportamiento de los sistemas dinámicos que son muy sensibles a las condiciones iniciales, un efecto que se conoce como el “efecto mariposa”. Las pequeñas diferencias en las condiciones iniciales (como las debidas a errores de redondeo en los cálculos numéricos) producen resultados ampliamente divergentes de los sistemas caóticos, lo que hace a largo plazo de predicción imposible en general. Esto sucede en todo sistema determinista que significa que el futuro comportamiento está completamente influido o determinado por sus condiciones iniciales, y que por tanto no tiene elementos aleatorios implicados. En otras palabras, la naturaleza determinista de estos sistemas no los hace predecibles. Este comportamiento se conoce entonces como caos determinista, o simplemente el caos.<sup>70</sup>

<sup>68</sup> Para un desarrollo relativamente reciente del teorema ver Barrera (2006).

<sup>69</sup> En este sentido aplicaría la expresión intuitiva de Keynes cuando afirmara que “en el largo plazo estamos todos muertos”; o el comportamiento “*animal spirit*” de los empresarios. Dos de los ejemplos más importantes a citar de la literatura son los teoremas de ergódica de Birkhoff (1931; 1942) y von Neumann (1932). Para un desarrollo moderno se puede consultar Anosov (2001).

<sup>70</sup> Explicación de ese comportamiento se puede explorar a través del análisis de un modelo matemático caótico, o por medio de técnicas analíticas, tales como diagramas de recurrencia y los mapas de Poincaré. Como referencias de textos se pueden citar a Alligood, et. al. (1997); Devaney (2003); Kiel y Elliott (1997).

## Referencias

- Abrams, B. y Dougan, W. (1986):** “The Effects of Constitutional Restraints on Government Spending”, *Public Choice*, 49.
- Aghion, P. y Durlauf, S. (2007):** “From growth theory to policy design”, Harvard University, para la Comisión de Crecimiento y Desarrollo, Abril.
- Alesina, A. y Drazen, A. (1991):** “Why are stabilization delayed?”, *American Economic Review*, 81, December.
- Alesina, A. y Tabellini, G. (1990):** “A positive theory of fiscal deficits and government debt”, *Review of Economic Studies*, 57.
- Alligood, K. T., Sauer, T., y Yorke, J. A. (1997):** “Chaos: an introduction to dynamical systems”. Springer-Verlag, New York.
- Alonso, A. H. (2012):** “POR QUE PASA LO QUE PASA - Cara y cruz de un capitalismo distorsionado”, *PERSPECTIVAS de las Ciencias Económicas y Jurídicas*. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Jurídicas. Universidad Nacional de La Pampa. Volumen 2
- Anosov, D. V. (2001):** "Ergodic theory", en Hazewinkel, Michiel, *Encyclopedia of Mathematics*, Springer.
- Arrow, K. J. (1951):** “*Social Choice and Individual Values*”, J. Wiley & Sons, Inc., New York.
- Attali, J. (2008):** “La Grande Crise. Les menteurs, les profiterurs, les victimes”, *Marianne*, número especial, 4 al 10 de oct.
- Balacco, H. y Maradona, G. (2011):** “Modelización y predicción de series de tiempo financieras usando redes neuronales”, *Económica*, Año LVII, Enero-Diciembre. La Plata.
- Baron, D. (1994):** “Electoral competition with informed and uninformed voters”, *American Political Science Review*, 88.
- Barreira, L. (2006):** “Poincaré recurrence: old and new”, en Zambrini, Jean-Claude. XIVth International Congress on Mathematical Physics. *World Scientific*; pp. 415–422.
- Barro, R. (1973):** “The control of politicians: an economic model”, *Public Choice*, 14.
- Barro, R. (1979):** “On the Determination of the Public Debt”, *Journal of Political Economy*, 85 N° 5, 940-971.
- Benegas Lynch (h), A. (2008):** “*Estados Unidos contra Estados Unidos*”, México, Fondo de Cultura Económica. México.
- Benegas Lynch (h), A. (2011):** “*Jean Gustave Courcelle-Seneuil. Dos debates para el mundo de hoy*”, Universidad del Desarrollo, Santiago de Chile.
- Benegas Lynch (h) (2012):** “¿Son objetivas las noticias?”, *Diario de América*, 17/5/2012.  
[http://www.diariodeamerica.com/front\\_noticia\\_detalle.php?id\\_noticia=7283](http://www.diariodeamerica.com/front_noticia_detalle.php?id_noticia=7283)
- Birkhoff, G. D. (1931):** “*Proof of the ergodic theorem*”, Proc Natl Acad Sci USA 17 (12): 656–660.
- Birkhoff, G. D. (1942):** “What is the ergodic theorem?”, *American Mathematical Monthly*, Vol. 49, No. 4: 222–226.
- Black, D. (1948):** “On the rationale of group decision making”, *Journal of Political Economy*, Vol. 56.
- Bour, E. (2012):** “*Responsabilidad Social de la Empresa*”, accediendo a la página:  
<http://ebour.com.ar/pdfs/Responsabilidad%20Social%20de%20la%20Empresa.pdf>
- Brennan, G. and Buchanan J. M. (1985):** “*The Reason of Rules: Constitutional Political Economy*”, Indianapolis, IN: Liberty Fund, Inc. <http://www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv10.html>
- Buchanan, J. (1983):** “*Rights, Efficiency and Exchange: The Irrelevance of Transaction Costs*”, Basel, Switzerland, September; reproducido en “Liberty, Market and State”, New York University Press, 1985, p.95.
- Buchanan, J. (2001):** “Mi peregrinaje intelectual”, Cato Institute, *Conferencia dictada por el Dr. James M. Buchanan*, en la Universidad Francisco Marroquín. Traducida al Español por Carroll Ríos de Rodríguez.
- Buchanan, J. y Tullock, G. (1962):** “*The calculus of consent*”, University of Michigan Press.
- Castells, M. (2000):** “*The Information Age: Economy, Society, and Culture*”; tres volúmenes. Oxford: Blackwell, 1996-1998; 2nd edition, 2000).

- Chittum, R. (2009):** “CDO Complexity in Context”, *The Audit*, April 30.  
[http://www.cjr.org/the\\_audit/](http://www.cjr.org/the_audit/)
- Constant, B. (1817/1968):** “*Curso de Derecho Constitucional*”, Ed. Taurus, Madrid.
- Corradini, L. (2012):** “Europa da un gran paso contra la crisis”, Nota de *La Nación* 30-06-2012.  
<http://www.lanacion.com.ar/1486439-europa-da-un-gran-paso-contra-la-crisis>
- Davidson, P. (2012):** “Is economics a science? Should economics be rigorous?”, *Journal of Post Keynesian Economics*” and “*Real-World Economics Review*”, issue No. 59.
- Devaney, R. L. (2003):** “*An Introduction to Chaotic Dynamical Systems*”, 2nd ed., Westview Press.
- Dougan, W. (1988):** “The Effects of Tax or Expenditure Limits on State Governments”, *Working Paper* N° 54, Center for the Study of the Economy and the State, The University of Chicago.
- Downs, A. (1957):** “*An Economic Theory of Democracy*”. New York: Harper.
- Econometría S. A (2012):** “*Informe Semanal 22-05-12*”. ([www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar))
- Escudé, G. (2010):** “Modelos de Equilibrio General Dinámicos y Estocásticos: una introducción”, BCRA, *Ensayos Económicos*, 59.
- Espert, J. L. (2012):** “Basta de populismo industrial”, *LA NACION, Suplemento Economía*, 27 de mayo.
- French-Davies, R. (2009):** “Del ‘financierismo’ a la macroeconomía real”, *Ensayos Económicos*, Investigaciones Económicas, BCRA, N° 52, Oct-Dic.
- Friedman, M. (1970):** “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times Magazine*, September 13.
- Friedman, M. & Schwartz, A. J. (1971):** “*A Monetary History of the United States, 1867-1960*”, Princeton University Press's Notable Centenary Titles.
- Goldsmith, R. W. (1963):** “*La estructura financiera y el crecimiento económico*”, Centro de Estudios Monetarios Latino-Americano (CEMLA), México.
- Gurley J. J. (1963):** “Hacia una teoría de las estructuras financieras y el desarrollo económico”, en “*Estructura financiera y el desarrollo económico*”, Instituto Di Tella. Buenos Aires.
- Hayek, F. A. (1943):** “The Facts of the Social Sciences”, *Ethics*, octubre; reimpresso en tres números sucesivos de *Economica*.
- Hayek, F. A. (1973):** “*Law, Legislation and Liberty*”. The University of Chicago Press; Chicago.
- Hayek, F. A. (1988):** “*The Fatal Conceit. The Errors of Socialism*”. Edited by W. W. Bartley III. Vol. 1 of *The Collected Works of F. A. Hayek*. London: Routledge, and Chicago: University of Chicago Press, 1989.
- Heymann, D. (2011):** “Crisis macroeconómicas y análisis macroeconómico: Lecciones y temas abiertos”, *Conferencia, XLVI Reunión Anual*, Asociación Argentina de Economía Política (AAEP), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Mar del Plata, Mar del Plata.
- Hillman, A.L., (1991):** “Protection, Politics, and Market Structure”, en Helpman and Razin (eds.), *International Trade and Trade Policy*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Hobbes, T. (1651):** “*Leviatán*”, en “*Leviatán 1 y 2 de Thomas Hobbes*”. Traducido por Antonio Escotado con Prólogo de Carlos Moya, Editorial La Página SA y Editorial Losada SA. Buenos Aires, 2003.
- Kiel, L. D. y Elliott, E. W. (1997):** “*Chaos Theory in the Social Sciences*”. Pursue Publishing.
- Krause, M. (2009):** “*Índice de Calidad Institucional 2009*”, Centro de Investigaciones de Instituciones y Mercados de Argentina (CIIMA), Escuela Superior de Economía y Administración de Empresas (ESEADE). © 2009 International Policy Network.  
[http://www.policynetwork.net/main/publication.php?pubtype\\_id=1](http://www.policynetwork.net/main/publication.php?pubtype_id=1)  
[http://works.bepress.com/martin\\_krause/37/](http://works.bepress.com/martin_krause/37/)
- Lordon, F. (2011):** “*Adiós a las finanzas*”, Ediciones La Monde Diplomatique – Capital Intelectual, Primera Edición, Buenos Aires.
- Marie-Jean-Antoine Nicolas de Caritat (Marqués de Condorcet) (1785):** “*Ensayo sobre la aplicación del análisis a la probabilidad de las decisiones sometidas a la pluralidad de voces*”. Recopilado en K. M. Baker, “An Unpublished Essay of Condorcet on Mechanical Methods of Classification,” in *Annals of Science*, 18 (1962), 99–123. También en Gilles Granger, “Langue universelle et formalisation des sciences,” in *Revue d'histoire des sciences*, 7, no. 4 (1954), 197–219; y *La mathématique sociale du Marquis de Condorcet* (Paris, 1956) y en Charles Henry, “Sur la vie et les écrits mathématiques de J. A. N. Caritat Marquis de Condorcet,” en *Bollettino di bibliografia e*

- storia delle scienze matematiche, 16 (1883), 271 ff.; y su Ed. de “Des méthodes d’approximation pour les équations différentielles lorsqu’on connaît ne première valeur approchée,” *ibid.*, 292–324.
- Mayer, W. y Mujumdar, S. (2012):** “Lobbying: Buying and Utilizing Access”, *Economics*, The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, *Discussion Paper* No. 2012-15, March 5. <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers>
- Montesquieu (Barón de) (Charles Louis de Secondat, Señor de la Brède) (1748):** “*De l’Esprit des Lois*”. Publicado por Casa Editorial Granier Hermanos, 1748/1939.
- Navarro, E. P. (2009):** “Como entender la crisis financiera actual de los Estados Unidos y por qué se ha convertido en un problema global”, *Moneda / Finanzas*. Págs. 9-17. [www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista.../Moneda-138-02.pdf](http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista.../Moneda-138-02.pdf)
- Niskanen, W. (1971):** “*Bureaucracy and Representative Government*”, Chicago: Aldine.
- Nordhaus, W. (1975):** “The Political Business Cycle”, *Review of Economic Studies*, 42.
- North, D. C. (1990):** “*Institutions, Institutional Change and Economic Performance*”, Cambridge, Cambridge University Press.
- North, D. C. (1998):** “Una Teoría de la Política Basada en el Enfoque de los Costos de Transacción”, en *La Nueva Economía Política: Racionalidad e Instituciones*, S. Saiegh y M. Tommasi (Compiladores), Eudeba, Buenos Aires.
- North, D. C. (2005):** “*Understanding the Process of Economic Change*”, Princeton University Press.
- Oates, W. (2005):** “Toward a Second-Generation Theory of Fiscal Federalism”, *International Tax and Public Finance*, V. 12, N° 4.
- Olson, M. (1965; 1971):** “*The Logic of Collective Action*”, Cambridge, Harvard University Press.
- Olson, M. (1982):** “*The rise and decline of nations: Economic growth, stagflation, and social rigidities*”. New Haven: Yale University Press.
- Olson, M. (1986):** “*Auge y Decadencia de las Naciones*”, Ariel Economía, Barcelona.
- Olson, M. (1991):** “Autocracy, democracy, and prosperity”, en *Strategy and choice*, edited by Richard J. Zeckhauser. Cambridge: MIT Press, pp. 131-57.
- Olson, M. (2000):** “*Power and prosperity: Outgrowing communist and capitalist dictatorships*”. New York: Basic Books.
- Persson, T. y Svensson, L. (1989):** “Why Would a Stubborn Conservative Run a Deficit: Policy with Time-Inconsistent Preferences”, *Quarterly Journal of Economics*, 104.
- Phelps, E. S. (2012):** “Roadblocks to Recovery and Rehabilitation”, en *Global Economy: Crisis Without End*, Panel hosted by the New York Review of Books & The Metropolitan Museum of Art, February 17, New York Review of Books, 2012 Feb19.doc
- Piffano, H. L. P. (1991):** “Teoría Positiva de la Empresa Pública, Autonomía de Gestión y Control de la Gerencia”, en *Economía de las Empresas Públicas*, Porto, A. (Editor), Instituto Torcuato Di Tella, Editorial Tesis, Buenos Aires.
- Piffano, H. L. P. (1996):** “Ahorrar antes para gastar después (En recesión no hay que aumentar el gasto; en épocas de auge, menos)”, *El Cronista*, día 20 de marzo, pág. 10, Buenos Aires.
- Piffano, H. L. P. (2002):** “Batería de indicadores para el seguimiento del proceso de saneamiento fiscal territorial en Colombia”, Banco Interamericano de Desarrollo y Ministerio de Economía de Colombia, Informe de Consultoría, Bogotá. ([www.iadb.org/document.cfm?id=1855139](http://www.iadb.org/document.cfm?id=1855139))
- Piffano, H. L. P. (2005):** “Notas sobre Federalismo Fiscal. Aspectos Positivos y Normativos”, Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata, Editado por PreBi/Se.Di.CI. (UNLP). Direcciones de Internet de donde poder bajar desde: [http://sedici.unlp.edu.ar/search/request.php?id\\_document=ARG-UNLP-EBook-000000001&request=request:\\_y](http://sedici.unlp.edu.ar/search/request.php?id_document=ARG-UNLP-EBook-000000001&request=request:_y) [www.depeco.econo.unlp.edu.ar](http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar) > Publicaciones > E-Books
- Piffano, H. L. P. (2010):** “El dilema de Condorcet - el problema de la votación por mayoría simple de Duncan Black - la paradoja de Kenneth Arrow - y el manejo de agenda”, *Anales de las XLV Reunión Anual de la AAEP*, Facultad de Ciencias Económicas, UBA, 2010. ([www.aaep.org](http://www.aaep.org)).
- Piffano, H. L. P. (2012):** “*Análisis Económico del Derecho Tributario*”, Centro de Estudios de Derecho y Economía, Facultad de Derecho, UBA. En proceso de edición.
- Piffano, H. L. P. y Fernández, C. (1998):** “Condicionalidades a Provincias”, Jefatura de Gabinete de Ministros y Ministerio de Economía de la Nación. Buenos Aires. *Mimeo*.

- Pignanelli, A. (2007, 2009):** “*Discurso del Dr. Aldo Pignanelli*”, Colegio de Notarios del Estado de México, Toluca, 2007; y, *Conferencia en Simposio Académico*, Colegio de Escribanos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina, 13 y 14 de abril, 2009.
- Rawls, J. (1971):** “*A Theory of Justice*”. Traducido y Editado por Fondo de Cultura Económica, año 1975.
- Riker, W. H. (1982):** “*Liberalism against Populism*”, Illinois: Waveland Press.
- Riker, W. H. (1984):** “The Heresthetics of Constitution-Making: The Presidency in 1787, with Comments on Determinism and Rational Choice”, en *The American Political Science Review*, 1, pp. 1-16.
- Riker, W. H. (1986):** “*The Art of Political Manipulation*”, New Haven and London: Yale University Press.
- Rogoff, K. y Sibert, A. (1988):** “Elections and Macroeconomic Policy Cycles”, *Review of Economic Studies*, 55.
- Romer, T. y Rosenthal, H. (1980):** “An Institutional Theory of the Effect of Intergovernmental Grants”, *National Tax Journal*, 33.
- Rosenthal, H. (1990):** “The Setter Model”, en Enelow and Hinich, “*Advances in the Spatial Theory of Voting*”, Cambridge University Press.
- Rothbard, M. (1956):** “Towards a Reconstruction of Utility and Welfare Economics”, en *On Freedom and Free Enterprise*, Princeton, Van Nostrand Co., M. Sennholz, Ed.
- Ruiz, R. M. (2012):** “Wall Street, otra vez bajo la lupa por un ‘error’”, en *La Nación* (12-05-2012).
- Sartori, G. (1966):** “*Teoría de la democracia*”, Alianza Editorial, Madrid.
- Sowell, T. (1998):** “*Inside American Education. The Decline, the Deception, the Dogmas*”. Free Press. New York.
- Stacey, B. & Morris, J. (2009):** “*How not to solve a crisis*”, The Lion Rock Institute & International Policy Network, January.
- Stigler, G. J. (1966):** “*La Teoría de los Precios*”, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid.
- Stigler, G. J. (1972):** “Economic Competition and Political Competition”, *Public Choice*, 12. Fall.
- Stiglitz, j. E. (2011):** “Rethinking macroeconomics: what failed, and how to repair it”, Journal of the European Economic Association, *European Economic Association*, Volume 9, Issue 4, pages 591–645, August.
- Tabellini, G. y Alesina, A. (1990):** “Voting on the Budget Deficit”, *American Economic Review*, 80.
- Teijeiro, M. (2012):** “Paul Kaufman’s fallacies”, *Centro de Estudios Públicos*, Buenos Aires. (<http://www.cep.org.ar>).
- Von Mises, L. (1957):** “*Theory and History*”, Yale University Press.
- Von Neumann, J. (1932):** “*Proof of the Quasi-ergodic Hypothesis*”, Proc Natl Acad Sci USA 18 (1): 70–82.
- Washington Post (2008):** “*How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis*”, Ed. 10/6/2008.
- Zodrow, G. (2005):** “Toward a Second-Generation of Fiscal Federalism”, *International Tax and Public Finance*, 12, N° 4.