



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

Serie Documentos de Trabajo

El Reto de Edmund Phelps: Las Crisis y los Modelos Económicos

Horacio L. P. Piffano

Documento de Trabajo Nro. 94

Octubre 2012

ISSN 1853-3930

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

“El reto de Edmund Phelps: las crisis y los modelos económicos”⁽¹⁾

**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.

⁽¹⁾ **Documento resumen en base a: “Las crisis y los modelos económicos: diagnósticos, predicciones y las políticas económicas”, Horacio L. P. Piffano, UNLP (Cs. Económicas); UBA (Derecho) – AAEP, elaborado en razón del V Congreso Internacional de Derecho y Economía “Innovación e Inclusión Social” en Homenaje al Premio Nobel Edmund Phelps, Facultad de Derecho – UBA**

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

“El reto de Edmund Phelps: las crisis y los modelos económicos”⁽¹⁾

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

⁽¹⁾ **Documento resumen en base a: “Las crisis y los modelos económicos: diagnósticos, predicciones y las políticas económicas”, Horacio L. P. Piffano, UNLP (Cs. Económicas); UBA (Derecho) – AAEP, elaborado en razón del V Congreso Internacional de Derecho y Economía “Innovación e Inclusión Social” en Homenaje al Premio Nobel Edmund Phelps, Facultad de Derecho – UBA**

Buenos Aires, 2012

“El reto de Edmund Phelps: las crisis y los modelos económicos”

Por Dr. Horacio L. P. Piffano
UNLP (Cs. Económicas); UBA (Derecho) - AAEP

I – El Reto y una Introducción a la toma de las Decisiones Colectivas

El reto

- El Prof. Phelps (2012), en su “*Roadblocks to Recovery and Rehabilitation*” (“Obstáculos para la Recuperación y la Rehabilitación”) expuesto en el panel sobre *Global Economy: Crisis Without End (New York Review of Books & The Metropolitan Museum of Art, 2012)*, emite un reto o desafío 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, exigiendo la necesidad de “esclarecer cómo despejar los obstáculos para recuperar la economía brillante de nuestro pasado”.
- En base a una noción “Aristotélica con condimentos a lo Hayek y a lo Rawls” el Prof. Phelps nos adelanta una sintética mención de la ruta principal a seguir, consistente en: “*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 (llámese el “mercado”) y a “una genuina justicia social” de Rawls, lo cual implicaría necesariamente algún tipo de regulación del Estado, incluso naturalmente más allá de la existencia o no de una crisis.
- Y aquí aflora la pregunta del millón: **¿qué regulación y con qué instituciones?**

El Estado, el Gobierno y las Decisiones Colectivas

- En este relato voy a hablar del “**Gobierno**” no del “**Estado**”, solicitando una dispensa especial a los colegas del derecho por olvidarme por ahora de 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 en especial adelantar pronósticos y medidas de política económica.
- En la historia se pueden identificar dos estereotipos polares de gobiernos: 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.
- El ejemplo universal de los EE.UU., al instaurar una Constitución con su sistema democrático de formato republicano, tuvo un impacto superlativo en el mundo occidental, y en particular en Europa; y a ese ámbito debo citar a la figura del Marqués de Condorcet; así como en Argentina lo tuviera sobre Juan Bautista Alberdi. ¿Por qué Condorcet?

- Condorcet – quien intentara luego de la revolución de 1789 impulsar en Francia sin éxito una constitución similar a la de EE.UU. – con sus dotes en las matemáticas, fue quien adelantara el dilema hoy conocido de la circularidad de los resultados de un proceso de votación por mayoría simple; mecanismo usual en toda democracia representativa, de lo que derivó luego a 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 (me refiero a D. Black y a K. Arrow, y la discusión posterior que surgiera a raíz de la tesis de este último autor).
- La racionalidad individual y la colectiva fue asimismo estudiada con aportes importantes de autores como Marcun Olson y Douglass North, de donde surge el concepto de la “ignorancia racional” de los individuos sobre los temas del colectivo y “los costos de transacción” en las decisiones de los agentes económicos. Las derivaciones de esos estudios y sus implicancias son:
 - La falta de incentivos individuales para gastar tiempo y dinero por interiorizarse de los problemas comunes a toda la sociedad;
 - Los actores usando modelos “subjetivos” – es decir, no necesariamente entendiendo la realidad “objetiva” – para explicar su entorno;
 - Los acuerdos o contratos cumpliéndose solo imperfectamente (“*enforcement* imperfecto”), en cuanto a medir y hacer cumplir el intercambio de derechos según lo esperado y pactado originariamente; y,
 - Las ventajas de algunas minorías de personas que pueden lograr enormes beneficios con su especialización en determinados asuntos públicos, asuntos que la gran mayoría desconoce y por tanto no puede monitorear.
- Las relaciones de agencia en las decisiones colectivas y el problema de las asimetrías de información entre el principal y el agente, afloran en todos estos análisis. La derivación más importante es sin duda destacar la común existencia de jugadores dominantes a lo Stackelberg-Nash, que en presencia del dilema de Condorcet, podrán tener el privilegio de inducir al resultado por ellos deseado. Quien actúe como agente en las instituciones públicas, por lo tanto, habrá de gozar de un poder de agenda significativo, en el sentido de poder direccionar las decisiones comunes según su propia función objetivo, no según la función del principal, representativa del interés general.
- El escenario es complejo porque en toda economía existen múltiples relaciones de agencia operando en los mercados. 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.. Cada institución con liderazgos de los agentes con cierto poder de amenaza para ejercer sus actividades de *lobby* en las decisiones colectivas.
- ¿Cómo regular o controlar o coordinar este accionar de los agentes en el ámbito público? Las características del diseño de las instituciones debieran dar respuesta a este interrogante.
- **El aporte de James Buchanan y Gordon Tullock** (*The calculus of consent*) y la corriente de **Economía Institucional (escuela del Public Choice)** nos enseñan cómo lograr estabilidad política ante la probable circularidad en las decisiones colectivas. Del análisis surge la importancia del diseño de reglas estables o permanentes (constitucionales, cuasi-constitucionales y de menor jerarquía también), remarcando que lo permanente deben ser esas **reglas de procedimiento** (genéricamente identificadas por el término “*governance*”), no así los resultados que surjan de su aplicación. A Dios gracias que no existe una W (función de bienestar) permanente, diría Buchanan, pensando en la posibilidad que la falta

de rotación de los resultados impliquen consolidar la dictadura de una mayoría sobre una minoría permanente.

- El principio general de toda “**regla**” es **fijar límites** bajo las cuales se habrá de desarrollar la actividad política. Su característica: **dejar abierto el resultado** que las mismas puedan tener con respecto a una posición individual identificable. El “**velo de la ignorancia**” de Rawls (“*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*”).
- Las democracias representativas y **la trilogía** “democracia, república y federalismo”, permite el establecimiento de límites al accionar político e incentivos a la benevolencia del accionar del poder administrador de los recursos comunes, al distribuir el poder de decisión de los agentes (Gobierno) en forma horizontal (los tres poderes de una república) y vertical (el reconocimiento de las autonomías regionales y locales de una federación).
- Pero la trilogía no alcanza; junto a la trilogía – base fundamental de la organización social – son asimismo necesarias otras instituciones ad hoc destinadas a mejorar los reglas de operación y el establecimiento de límites al accionar de los gobiernos – me refiero al perfeccionamiento de **reglas de procedimiento más específicas – algunas contempladas en la misma Constitución como el régimen electoral y de los partidos políticos -, a las reglas de transparencia y a las reglas numéricas (reglas macrofiscales)** – que habrán de intentar asegurar un esquema de gobernanza que apunte a la maximización del proclamado “interés general”.
- El dilema que se enfrenta en este diseño es hasta donde avanzar con las reglas generales de sujeción de cualquier gobierno de turno o, desde el otro ángulo, hasta que margen o bajo que tipo de circunstancias admitir la discrecionalidad del gobernante de turno. En la definición del *trade off* entre reglas generales y discrecionalidad es donde finalmente se habrán inevitablemente de identificar las posiciones ideológicas.
- Pero la clase política – 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 por su naturaleza humana 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 más imperfecto de los mercados. Esperar una “actitud estrictamente benevolente” al estilo de la “conducta victoriana” – que se suele citar como animando la conducta de funcionarios y ejecutivos privados de la época de Keynes muchos de los cuales decidieran suicidarse ante la crisis del 29 – aparece hoy día de una ingenuidad superlativa.

La Moral, las Instituciones y el Análisis Positivo en Economía

- El Prof. Phelps formula en su trabajo la aspiración para los EE.UU. de intentar recuperar la “vieja moral” del “sueño americano”. La “moral” constituye ese 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 relativamente 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.

- 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.
- Ese cambio de la “moral” de un pueblo es influida en forma importante por el accionar permanente de los gobiernos de turno y de las múltiples asociaciones de individuos, que históricamente han intentado modelar la conducta humana (grupos de influencia).
- Esas influencias no necesariamente benévolas, o buenas en muchos sentidos, parecieran no poder ser mejoradas y/o, en ciertos casos, contrarrestadas por los sistemas educativos formales como sugieren algunos autores – esas instituciones están 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 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 la generación de “principios considerados buenos” depende del sistema de premios y castigos que se vaya enfrentando, esta última posición se la puede calificar de ser una especie de “utilitarismo de reglas”.
- Brennan y Buchanan (1985), advierten 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 estos últimos 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.
- Una advertencia previa, antes de entrar en el tema de las crisis, sobre el **análisis de la “realidad” económica y los modelos**. El enfoque “positivo” en teoría económica intenta 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. Sin embargo, en el campo de la teoría económica ello no puede evitar el basamento teórico de ciertas premisas referidas al comportamiento de los agentes económicos (consumidores y productores), que derivan de “lo que el analista entiende observar del accionar o comportamiento moral usual de los mismos en los mercados”.
- Hacer teoría positiva en economía no puede asimilarse por tanto a una tarea estrictamente asimilable al estudio de las ciencias naturales. El análisis “positivo” en economía se habrá de basar en paradigmas que implican cierta subjetividad del analista, quien intentará describir los hechos y eventualmente pronosticar sus implicancias, en una constante labor de “corroboraciones provisionarias y refutaciones”. Por ejemplo, la hipótesis del “*homo economicus*” y las funciones de utilidad neoclásicas. O la más moderna consideración de “funciones de utilidad altruistas” que contengan algún argumento, al cual suelo identificar como “el componente Madre Teresa” en la función de utilidad de las personas, donde el bienestar del otro importa.
- Esa subjetividad lamentablemente no es siempre posible diferenciarla de las posiciones ideológicas que también influyen en la mente de los investigadores, circunstancia que implica el abandono del campo positivo para incursionar en el ámbito del análisis normativo.
- Seguidamente al tratar el tema de las crisis, ampliaré sobre los problemas metodológicos que se enfrentan en el diseño de los modelos económicos.

II – La cuestión de las crisis financieras – o fiscales-financieras – que enfrenta el mundo actual y el desafío del Prof. Phelps

Los modelos

- 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 endogeizar todo de una buena vez; resaltando, por lo tanto, la falta de un adecuado diseño 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.
- La crisis de 1929 tuvo un referente académico-profesional luego de su desenlace: Keynes y su Teoría General. Resumidamente, su explicación sobre los desajustes entre oferta y demanda agregada, dada la incidencia diferencial del nivel de ingreso corriente y de la tasa de interés en la economía, la función de demanda de liquidez que plantean los actores económicos (consumidores y productores), más allá de las necesidades derivadas de las transacciones de bienes y servicios, y ciertos comportamientos no necesariamente normales de los actores (como los *animal spirit*) y del resultado de los agregados económicos que parecen identificar ciertos comportamientos manada de las decisiones de las personas en la economía.
- La conclusión fue recomendar un Estado que actuara como “estabilizador de los ciclos” a la manera de una “hacienda compensatoria”, diría Musgrave, evitando naturalmente conductas procíclicas de los gobiernos. Esas recomendaciones de política demostraron ser útiles para salir de una recesión, pero fuera de ella parecen haber inducido o dar paso a políticas públicas erróneas, al sobre dimensionar el tamaño de los Estados, con crecientes déficit fiscales, generar inflación por exceso de emisión monetaria ligada a cubrir necesidades de los gobiernos, una burocratización excesiva, trabajo caro e ineficiente y excesiva presión fiscal – mayormente recayendo sobre las espaldas de las clases medias – exigiendo el pagar impuestos para mantener a los desocupados y sostener a una sobredimensionada burocracia estatal.
- Lo anterior sumado a las políticas de *welfare* que se generalizaron en el mundo luego de la segunda guerra mundial, junto al crecimiento de otros gastos como el gasto en defensa fruto de la guerra fría, elevó el tamaño del Estado generando un nivel de gasto rígido, inducir a una comprometida expansión del mismo en el auge y a desesperadas implementaciones de medidas fuertemente procíclicas ante la aparición de nuevas etapas recesivas. Exactamente al revés de las recomendaciones keynesianas. Como reacción a este fenómeno, la teoría positiva del enfoque *public choice* se expandió en la literatura económica.
- 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 “equivocadas”.
- En primer lugar, las aproximaciones académicas que destacan el error de los modelos macroeconómicos al basarse en la “teoría ergódica”. El mundo económico-político-social no se puede explicar por modelos ergódicos, porque el mundo no es ergódico; las

condiciones iniciales pesan, hay “dependencia del sendero” y la historia “*importa*” del mismo modo que las instituciones “*importan*”. Los enfoques institucionales precisamente llevan a la historia, a los “aprendizajes”, a cómo han sido los premios y castigos operando en cada escenario, pero los estudios que incorporan datos del pasado suelen descuidar, por razones de registro incompleto de los datos, aspectos de las realidades o características de los escenarios en los cuales las decisiones económicas de los actores han sido tomadas en cada momento.

- Derivado de esto, una preocupación central respecto 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”, 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.
- 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 responderán adecuadamente a los pronósticos cuando algún o algunos de los estados posibles del sistema no hayan sido contemplados y que luego, cuando aparecen sorpresivamente ejerciendo su influencia en la realidad, se los deba identificar 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; pero estadísticamente hablando, todo sistema que se desarrolla desde hace mucho tiempo (modelo de muy largo plazo) suele “olvidar” su estado inicial. Esta es una circunstancia por tanto importante que limita la validez de las proyecciones de los modelos dinámicos referidos a períodos de tiempo extensos.
- En base a esa limitación que plantea el enfoque de ergódica, más modernamente se ha desarrollado la llamada “teoría del caos”, con aplicaciones en diversas disciplinas como la física, la ingeniería, la economía, la biología y la filosofía. Esta teoría 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 simplemente a errores de redondeo en los cálculos numéricos) producen resultados ampliamente divergentes de los sistemas caóticos, lo que hace a largo plazo la 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. La naturaleza determinista de los modelos usuales, por lo dicho antes, no los hace entonces predecibles. Este comportamiento se le conoce como “caos determinista”, o simplemente “el caos”.
- Sin embargo, limitando en alguna medida la importancia de estos anuncios caóticos, los modelos macroeconómicos dinámicos y estocásticos con el acompañamiento del método Bayesiano, que complementa a los datos reales con información experta del investigador (al estilo Keynes), mediante la elección atinada de distribuciones a priori de los parámetros a estimar, permiten contar con una muy útil contribución de la teoría económica. Asimismo, en el campo instrumental referente a la econometría, también se ha innovado más recientemente con modelos que emplean series de tiempo utilizando “redes neuronales”, especialmente útiles precisamente para el análisis de series financieras.
- 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.

La interpretación de los hechos en las crisis de EE.UU.

- **Paul Davidson** es un reconocido economista de la escuela postkeynesiana que ha criticado a varios Premio Nobel, entre ellos a Samuelson, Friedman, Lucas y al propio Stiglitz, por considerarlos guiados en su razonamiento o estar “contaminados” con condimentos de la corriente de la *rational expectation* y/o de la teoría ergódica. Pero modestamente creo que exagera con su crítica.
- El autor 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** – para asegurar el poder honrar las obligaciones contractuales de aplicación de fondos futuros.
- En base a su visión *“anti-rational expectation”*, Davidson no acepta 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 que lo hicieran quizás de manera corrupta, aspecto no advertido por Stiglitz y ni siquiera tampoco citado por Davidson, quien en su crítica se ciñe específicamente a los modelos ergódicos y en la imposibilidad de los modelos usados de pronosticar nada.
- Ocurre que en el caso particular del mercado financiero se 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 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%.
- 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, oportunidad en la que sugerí sin éxito introducir en los acuerdos las “Condicionalidades a Provincias” en calidad de cláusula gatillo, para el acceso al crédito. 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”.

Las políticas expansionistas: las “Government sponsored enterprises”, la regulación de la tasa de interés de la FED y la emisión monetaria

- Las políticas expansionistas implementadas por los gobiernos de los EE.UU. (tanto de demócratas como republicanos) indujo a que la burbuja financiera inmobiliaria fuera fuertemente reforzada.
- 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 los 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. El Ministerio de Vivienda y Desarrollo Urbano, regulador de estas dos compañías, “les requirió” que compraran más de estas hipotecas. Esta presión de las administraciones Clinton y Bush ayudó a crear el mercado “subprime”.
- A medida que los créditos subprime (*junior*) crecieron, provocaban aumentos en la tasa de interés (menor valor de los papelitos antes descritos representativos del subyacente real), y ello, según la visión política del gobierno, amenazaba con una reducción del nivel de actividad económica; entonces la FED decide hacer bajar la tasa de interés mediante la compra de activos y la emisión monetaria, es decir, con mayor liquidez.
- Pero también cuando la BC emite dinero para bajar la tasa de interés, imprimiendo sus propios papelitos que se suponen representativos de una riqueza real subyacente (PIB), y de esa manera asegurar que no falten medios de pago, que los bancos luego los multiplican (vía creación secundaria de dinero), porque también así se contribuiría a que pueda haber mayor consumo e inversión, y que las empresas hagan lo propio bajo la forma de compromisos de pagos futuros (renta fija) o de esperanzas de ganancias futuras (acciones), etc., etc., genera un escenario de ilusión o “fiesta perfecta” (no se por qué esta expresión me hace recordar a la película la “tormenta perfecta”, pero no es lo mismo no? ... o sí?).
- Se vive así 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 “derivados financieros”, que provocan en todos los casos 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.
- Cuando Bernanke se da cuenta del tema inflacionario luego de la expansión de la liquidez - 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.
- Conclusión: cuando se cabalgan olas de euforia en los mercados por las supuestas ganancias crecientes que ofrece a futuro el mercado financiero, el efecto de apalancamiento de los resultados generados por el uso del crédito parece justificar endeudamientos adicionales mientras se transita por ese escenario. Aparece así un comportamiento manada, que significa el vivir una fiesta a la cual ningún agente económico habrá de renunciar a asistir para comer algunas macitas, a menos que sea tonto. Pero así como las cadenas se cortan alguna vez, los “incautos” con poca o nula información que entran desaprensivamente a la fiesta, pueden llevarse un fuerte dolor de cabeza y morir de hambre, pues las macitas se habrán acabado cuando intente sacar una del plato.

El *due diligence* y las asimetrías de información

- 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 e inversiones en las instituciones bancarias y financieras. La referencia es ubicar las decisiones 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 como los descritos (con diligencia o cuidado debido).
- En el ya famoso 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 ¿Cuántas páginas de documentación un inversor diligente necesita leer para entender estos productos? Para productos más simples, por ejemplo para un inversor de **MBS** sólo es posible leyendo y entendiendo alrededor de 200 páginas, en promedio. Pero un inversor en un **CDO** tendría que leer más de mil millones de páginas para comprender plenamente sus ingredientes.
- 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 instrumentada 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 macro 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 evitar las crisis como hechos consumados, no simplemente pensar en cómo resolverlos una vez que ellos se han producido. La receta muy rápidamente sugerida ya la conocemos, y en eso la clase política está muy alertada y dispuesta a aplicar el remedio muy rápidamente; la premisa es: “el Estado debe salvar el desastre que producen los mercados y a gastar, para recuperar el nivel de actividad y empleo!”

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 discrecional de la regulación? Viene al caso aquí citar la reforma de la Carta Orgánica del BCRA, siguiendo esta línea al ampliar sus facultades de emisión monetaria y discrecionalidad total en la regulación del mercado financiero.

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?

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 y prudente 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? Más aún, 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 puede ser calificado de eficiente”.

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 se hubiera tenido - “o intuido” - “la seguridad” de “tener asegurado” un salvataje?** ¿Dando prioridad en el otorgamiento de crédito al propio Estado mediante la adquisición de bonos públicos a ser destinarlos a planes de vivienda por ejemplo, dejando abierta la posibilidad al Gobierno de deslizamientos de recursos equivalentes 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 camino que transita la UE con 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 la obligación de su propia reserva?**¹ Anticipar o asegurar ex ante un *bail-out*

¹ Stiglitz elogió a Latinoamérica por 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

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? En este sentido, el comportamiento moral no sería el mismo estableciendo una regla que exija a cada país constituir una “Reserva para Eventos Contingentes”, o bien “Anticíclicos”, mediante reservas precautorias de los propios Tesoros Nacionales (no de la banca central), que el anticiparles a esos mismos gobiernos la posibilidad sin límites de endeudarse (fijando límites para luego no garantizar su *enforcement*) y asegurar en cambio el salvataje “de última instancia” financiado con dinero aportado por terceros países por conductas que razonablemente puedan ser calificadas de no cumplir con la “*due diligence*”?²

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 de 2005 que tuvieron impacto político muy fuerte en Europa, y a través de los cuales la UE perdiera el intento de sanción de una Constitución.³ Esta derrota sin embargo, fue luego sorteada en gran parte mediante convenios entre los Estados miembros (*Lisboa Treaty*). En efecto, dos años después los referéndums 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 explicó 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” ante estas evidencias contundentes?

Los europeos deberían repasar las virtudes del federalismo y el principio de *accountability*, sobre sus ventajas 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.

de los *commodities* agropecuarios. Asimismo felicitó 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 eximan de cualquier aporte por cierto? Si así fuera, sería genial para los gobernantes de esos países no necesitar crear reservas propias.

² En Piffano (2005) se puede consultar nuestra propuesta de “Proyecto de Ley Fiscal y Financiera Federal”, que 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 “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.

³ 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’.

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 claramente 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? ¿U otros organismos fondeando estos créditos como el ANSeS en Argentina?
- ¿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 “tradicón 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 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 similar a la que lograra el agro en la Argentina? ¿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 y de las economías emergentes en particular? ¿Se cree ingenuamente que los países del resto del mundo no adoptarían políticas de compensación al proteccionismo, “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?

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 principio keynesiano “compensador de la hacienda pública”? ¿O aumentándolo exageradamente para reactivar la economía en la recesión, generando una mayor necesidad financiera del gobierno con delicado equilibrio en sus finanzas? Interrogantes sobre esto último:

- ¿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, genere 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 el Tesoro se financie en dólares con los bancos emitiendo títulos en dólares que los bancos pueden comprar al tipo de cambio oficial y luego venderlos en el mercado libre de capitales (cuando éste esté dispuesto a comprarlos, claro), como en Venezuela, y las medidas que vengan a posteriori, si las ya tomadas no resuelven la coyuntura y en cambio la agraven, 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, instrumento básico de la liquidez – que generen un marco de seguridad o den señales de no pasar la línea de la imprudencia.**

k. Un interrogante final: ligando el primer interrogante (a.) con el anterior (j.): ¿No existe la posibilidad de provocar un *crowding out* de “segunda generación”?

Explico: 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 de la BC. Estaríamos observando por tanto **una nueva modalidad de *crowding out* a la cual imaginé calificarla de “segunda generación”**, aunque en realidad tenga antecedentes históricos por haberse ya experimentado en el mundo (y en Argentina por cierto), de la misma manera que los estudiosos del federalismo fiscal descubrieran la teoría del federalismo fiscal de “segunda generación” (Oates, 2005; Zodrow, 2005), atribuible en realidad a los desarrollos de la corriente del *public choice*.

III – Reflexiones finales

Los interrogantes y los desafíos en el mundo del presente

- El principio general para el funcionamiento de una economía capitalista 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 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. En la escena surgen los salvatajes inevitables.

- Ahora bien, 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 o ético de los mismos, 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 y penal de las personas que cometieran el error dañino, condena a la humanidad a un *moral hazard* destructivo.
- Pero si no hay posibilidad de quiebra – por tratarse de un gobierno o de un jugador de peso en la economía (“*to big to fall*”) – 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? Esta es la pregunta del millón, difícil de responder en especial para los no expertos en finanzas empresarias y particularmente financieras.
- Es no obstante imaginable que los expertos del área sí estén en condiciones de fijar “reglas numéricas y de calidad” específicas, por ejemplo, en la expansión del crédito y en la emisión de los “derivados financieros” y los “paquetes estructurados”, en la evolución de la cantidad y el tamaño de los préstamos otorgados respecto al crecimiento del PIB, al del capital propio, el endeudamiento público respecto a ese crecimiento y respecto 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 falló el *enforcement* del acuerdo, con sanciones efectivas a los incumplidores (con multas, pérdidas de capital invertido, contratos con cláusulas gatillo para una eventual restricción posterior de nuevos aportes financieros domésticos o del exterior, etc.)
- La información en general y la correspondiente a los mercados financieros en particular constituye un bien público 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 se asombren, 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, la pena debería ser el despojarlos de toda acumulación impura de riqueza y un premio consuelo asegurándoles unas largas vacaciones en la cárcel.
- ¿Puede ser aceptado que los gerentes de bancos y financieras de EE.UU, la FED y los funcionarios de los gobiernos no estuvieran advertidos respecto a la burbuja, aún cuando hubo economistas que sí lo alertaban, pero que no tuvieron eco en las oficinas de las evaluadoras de riesgo y de los gobiernos? ¿Qué experiencia enseñan los eventos más cercanos como el error “de tontos” reconocido por el CEO del JP Morgan (pérdidas del segundo trimestre del año 2012) – contradiciendo a Davidson por tanto – o el caso del descrédito de la tasa Libor, cuando Barclays reconociera que sus corredores intentaron manipular la tasa ¿Cómo se auditan con la *due diligence* esas actividades? ¿servirá como remedio la “regla Volcker”, limitando a bancos para realizar inversiones con dinero propio?

- Habrán de tomar nota que no me he estado refiriendo esencialmente a países como la Argentina y su vergonzante calificación de riesgo soberano pico (julio 2012) de 1.400 p.b., un Índice de Calidad Institucional de orden 122 para un total de 183 países (Krause, Informe ICI 2012) y un Bicra (*Banking Industry Country Risk Assessment*), el indicador de riesgo bancario de Standard & Poor's con escala de 1 a 10, siendo 10 el mayor riesgo, que le asignó al sistema financiero argentino un 8, en tanto a Brasil 4, México y Perú 5 y Chile 3.

Una respuesta final al reto del Prof. Phelps

- Como académicos o profesionales – los economistas y los juristas reunidos bajo el paraguas común de la *Law Economics* – 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 (Fontevecchia, “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, y creo que el Prof. Phelps habrá de reconocer esta limitación.
- Lamentablemente estas limitaciones dan pie a expresiones desafortunadas, y demostrativas de un grave desconocimiento de las ciencias sociales y de la Economía en particular, sobre aquello que “si los economistas tuvieran razón serían todos ricos”. Humildemente aceptemos como hipótesis a corroborar esta afirmación. Y ahora supóngase a su vez que la verificación empírica de un *cross-section* con datos de panel a nivel internacional lo corroboren, pero se observe la existencia de *outliers* como suele ocurrir. Es probable adelantar que ese reducido número de *outliers* – de economistas no tan pobres o excepcionalmente ricos – muy probablemente esté fuertemente correlacionado con personajes que dan discurso favorable a los desatinos que provoca la clase política dominante (pública y privada) en muchas circunstancias y países.
- La teoría económica sigue aportando modelos y metodologías alternativas y superadoras, pero siempre estará limitada por las características de toda ciencia social y el modesto 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.
- Sin embargo, 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 en los comportamientos privados y de la políticas públicas**.
- Por ello las reglas deben limitar el accionar de los agentes privados y públicos, muy específicamente porque estamos hablando de 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 “el mercado vs. la regulación”, sujetos ambos finalmente “al accionar de los Gobiernos”**, enfrente un dilema de difícil resolución.
- Más allá de la ayuda solicitada al Prof. Phelps, pidamos a Dios para que nos cubra con un manto de sabiduría – académica-profesional y moral – en esta patriada mundial.

Muchas gracias