
El rompimiento de la confianza

Ensayo sobre las crisis financieras

Gustavo A. Del Ángel Mobarak

We need only refer the student to the recorded struggles in the histories of Republican Rome and Judæa between debtor and creditor; [...] to the English Statute of Mortmain; to Austen Livewright's lucid study of Bankruptcy Through the Ages (1979), to remind him of this perennial struggle of life against the creditor and the dead hand.
H. G. Wells (1939), *The Shape of Things to Come*, p. 35.

Las crisis financieras se originan por causas diversas: su aparición imprevista y respuestas inefectivas de la acción humana son las que hacen que un conjunto de eventos se convierta en un colapso del sistema financiero. La historia financiera ha permitido inventariar los principales factores detrás de eventos de este tipo, ya sean olas especulativas, movimiento de variables macroeconómicas, política monetaria o cambios del entorno, entre otros. No hay nada nuevo bajo el sol para la historia financiera. No obstante, las causas se dan en secuencias y combinaciones tan variadas e inesperadas, que es poco probable poder predecir con cierta precisión cuándo va a estallar una crisis, así como su profundidad. Hay, sin embargo, un factor que siempre es causa y componente de una crisis del sistema financiero: la disolución del vínculo entre el que emite una obligación y el que la retiene, entre un deudor y un acreedor. Al quebrarse ese vínculo se rompe también uno de los pilares de la actividad financiera (y de cualquier transacción económica): la confianza. El fragmento de H. G. Wells en el epígrafe se refiere a un conflicto permanente entre deudor y acreedor, es el conflicto que emerge al momento de la disolución de ese vínculo¹. Este ensayo dis-

¹ Citado originalmente por Kindleberger, C. P., 1989.

cute que ese eslabón es una parte de un pacto social más amplio, pero es una unión frágil, y el estallido de una crisis implica su disolución, generando un costoso rompimiento de la confianza social.

Ejemplo de esto es una de las principales aristas de la crisis actual en los Estados Unidos²: muchos bancos perdieron el conocimiento preciso de la calidad de los paquetes de hipotecas que tenían en sus activos no sólo porque desconocían las características reales de esos créditos, sino porque además las hipotecas habían sido “empaquetadas” en instrumentos financieros, de tal forma que los que otorgaron los préstamos no acababan siendo los acreedores de esos créditos. Las hipotecas estaban tan diluidas en dichos paquetes, que no había una relación entre el sujeto de crédito y el banco que tenía la hipoteca, y menos una capacidad de distinguir la calidad del riesgo. El laxo marco de regulación permitió la proliferación de estas operaciones. Pero además había una normatividad y procedimientos complejos que aparentemente aseguraban el éxito financiero de dichos negocios³. Al mismo tiempo, hubo, en buena medida, una ausencia de conducta ética, aunque esto depende de cada caso. Pero en tanto se rompió con una relación entre el intermediario financiero y el sujeto de crédito, y consecuentemente se fracturó la confianza en la solvencia de los bancos y del sistema financiero en general, el mercado fue enfrentando la debacle. Al igual que en otras crisis financieras, las instituciones que mejor han librado el problema son aquellas que conocían qué tenían en sus balances.

Existe una amplia literatura sobre la historia de las crisis financieras en la cual no me detendré⁴. De las recientes, incluida la que se vive actualmente,

² En cuanto al problema del mercado hipotecario (burbuja de precios de bienes raíces, mala originación de créditos, bursatilización irresponsable) como una de las principales causas de la crisis actual en Estados Unidos y su impacto en el sistema financiero internacional (aunado a la situación macroeconómica y a la desregulación financiera) existe un consenso entre economistas norteamericanos de perspectivas tan discrepantes como Martin Feldstein y Paul Krugman. Para una explicación clara de esta crisis y sus analogías históricas ver Bordo, M., 2008 y 2007.

³ Ver por ejemplo el testimonio “Confessions of a risk manager”, publicado en *The Economist*, 7 de agosto de 2008.

⁴ Hay una larga lista de autores y especialistas en esta materia. Cito algunos que son interesantes para este ensayo. En primer lugar, las contribuciones recientes de Michael Bordo han permitido tener una visión integral en perspectiva histórica de las crisis financieras más recientes. Uno de los autores que logró una visión integral y sistemática de las crisis financieras a lo largo del tiempo fue Charles P. Kindleberger. Otro autor que ha desarrollado una visión de conjunto es Barry Eichengreen. Para México, los trabajos de Carlos

se ha dicho mucho acerca de las causas y consecuencias económicas –las segundas siempre serán subestimadas–.

De la mano de las consecuencias económicas, brota una serie –más bien nebulosa– de consecuencias sociales que se suman al costo económico. Esto genera una fractura en el contrato social. El presente ensayo es un ejercicio de reflexión que busca enfatizar esa implicación social condensada (para efectos de este texto) en el rompimiento de la confianza, y que ante ello es necesario generar una responsabilidad económica en sociedad.

EL CARÁCTER RELACIONAL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

La intermediación financiera tiene tres componentes necesarios para su funcionamiento. Uno es la tecnología de intermediación: esto es, los mecanismos, instrumentos y modelos con los que se lleva a cabo la actividad financiera. Otro es el marco legal y normativo que gobierna las tecnologías de intermediación, como las leyes que definen el espectro jurídico de los contratos, la regulación de los intermediarios y la normatividad interna de las corporaciones. El tercer componente es el andamiaje de la confianza con todas sus aristas. Esto es el entendimiento tácito, entre los que llevan a cabo una transacción financiera, de las contingencias que pueden ocurrir y cómo solucionarlas. Este acuerdo tiene una naturaleza social dado que la confianza se crea y nutre a través de relaciones (financieras o no) que se repiten, tales como interacción social, empatía cultural, comunicación tácita o certidumbre de las reglas sociales y morales, entre otras. A diferencia de los dos primeros componentes, éste no aparece en los contratos, ni en los códigos, ni en los manuales de operación de un intermediario financiero, pero es lo que permite activar sus decisiones.

La intermediación financiera se da en un espectro a lo largo del cual estos tres componentes toman distintas formas. En un extremo se encuentra la intermediación relacional pura, esto es, cuando el financiero y el acreditado mantienen una relación cercana y de largo plazo y la convivencia financiera es exclusiva entre ambas partes. El ejemplo más cercano son los

Marichal y Stephen Haber, así como los académicos que han formado, integran una agenda amplia de investigación sobre la historia del sistema financiero mexicano y de las crisis que lo han afectado.

bancos que pertenecen a grupos empresariales y operan exclusivamente para éstos. El conocimiento a fondo de ambas partes es esencial, por lo que se incurre en un costo alto para consolidarlo, pero se minimiza el riesgo.

En el otro extremo se encuentra la intermediación de mercado pura, en la cual no interviene (al menos en teoría) un intermediario, sino que el acreditado emite obligaciones que son adquiridas por el mercado, o sea, por inversionistas anónimos que serán los acreedores. Éstos basan su decisión de adquirir esas obligaciones en parámetros de información y pueden transferirlas a otros inversionistas. No hay propiamente un financiero, es “el mercado” el que financia de forma descentralizada. El ejemplo más cercano son los mercados de valores (otro ejemplo aunque no financiero, es un mercado descentralizado como eBay.com).

La ventaja de la intermediación relacional es la reducción del riesgo a través de los compromisos entre las dos partes y la efectividad para proveer servicios financieros a la medida; su desventaja es la rigidez. El beneficio primordial de un sistema de mercado es su potencial para incrementar la capacidad de financiamiento y de apalancamiento, así como la posibilidad de diversificar y transferir el riesgo de una transacción; su desventaja es la pérdida de información, lo que hace más volátil y riesgosa la actividad financiera.

En principio, en ambos extremos del espectro se mantiene un vínculo deudor-acreedor. En el relacional, el vínculo es obvio. En la medida en la que una transacción financiera se acerca a una estructura de mercado descentralizado, la unión se mantiene a través de los instrumentos financieros que se usen, siempre que éstos sean efectivos para dar información confiable sobre la calidad y el estado del financiamiento otorgado, así como tanto el marco legal y las reglas sociales que rigen al mercado en cuestión lo faciliten.

A lo largo de la historia, la mayor parte de los sistemas financieros del mundo han operado en un lugar de este espectro, generalmente en zonas intermedias⁵. En todo el espectro la confianza es un ingrediente imprescindible, pero funciona de forma distinta dependiendo de en dónde nos ubiquemos. Aunque en el primer extremo la confianza también gesta con

⁵ Es un resultado de los innumerables factores económicos, políticos, sociales, e históricos que intervienen en la historia financiera de un país.

los acuerdos de las partes de una transacción, además de la confianza sobre las reglas de la sociedad en la que un mercado funcione.

Los sistemas financieros donde el mercado de valores (y por lo tanto las decisiones descentralizadas) tiene más peso, suelen ser más inestables *vis a vis* un sistema donde la banca tiene mayor importancia (un sistema relacional). Los cracs bursátiles, además, suelen tener efectos en el valor de los activos de los bancos y otras entidades del sistema financiero, agravando sus consecuencias. Sin embargo, no hay una regla sobre qué tipo de sistema financiero es más proclive a una crisis. En muchos casos, los colapsos en el mercado de valores son los que han detonado derrumbes en el resto del sistema financiero, como fue el caso del crac de 1929. En otros casos, como la crisis latinoamericana de la deuda en 1982, o la crisis de los *savings and loans* en Estados Unidos en los 80, el problema se gestó en la operación bancaria. La crisis actual tiene su origen en ambas.

LAS CRISIS FINANCIERAS

Una crisis financiera es, según la define el economista Frederic Mishkin, “un trastorno en los mercados financieros en el cual los problemas de selección adversa y daño moral empeoran a tal nivel, que los mercados financieros son imposibilitados para canalizar fondos eficientemente hacia aquellos que tienen las oportunidades de inversión más productivas”⁶. La definición tiene algo de aforística, pero es la más precisa de las acuñadas por los especialistas⁷. Resulta, además, coja, ya que se refiere al sistema financiero en su carácter de canalizador de recursos de ahorradores a inver-

⁶ Definición en Mishkin, Frederic S. 1991. Sobre la terminología económica: *selección adversa* es un problema de oportunismo que surge previo a un contrato, y que no es detectado por una de las partes; por ejemplo, no detectar la calidad moral de un sujeto de crédito antes de otorgarle uno. *Riesgo moral* es un problema de oportunismo que surge después de establecido un contrato; por ejemplo, cuando uno de las partes decide no cumplir con un contrato una vez en curso. Ambos problemas se dan en un entorno de información *asimétrica e incompleta*, esto es que una de las partes de un contrato está menos informada que las otras, y que las partes no pueden tener información completa de todas las posibles contingencias.

⁷ Por ejemplo, Raymond Goldsmith definía una crisis financiera como “un deterioro agudo, breve y ultracíclico de todos o de la mayoría de los grupos de indicadores financieros, incluyendo: tasa de interés a corto plazo, precios, insolvencia comercial y quiebras de las instituciones financieras”. Ver Kindleberger, C. P. 1989, p. 22.

sionistas. El sistema financiero es también el administrador de riesgos de una economía (ahorro, fondos de pensiones, seguros y reaseguros e inversiones de largo plazo, entre otros), y el proveedor de medios de pago. Por lo tanto, el costo económico de una crisis financiera es mucho más alto que las pérdidas directas que se asocian a un acontecimiento.

Históricamente, las crisis bancarias se originaban en su mayoría en el pasivo del balance de los bancos, cuando los depositantes retiraban masivamente sus ahorros ante la desconfianza, creando una corrida bancaria, o bien convertían sus ahorros en otra moneda (generalmente en fugas de capital) o trataban de vender sus bonos y acciones⁸. De unas décadas a nuestros días, con el surgimiento del seguro de depósito, las crisis estallan en el activo del balance, con el aumento de la brecha entre los activos más riesgosos y los menos, así como de la ausencia de la información sobre la calidad real de éstos. Un factor adicional es el contagio que se genera por la laguna de información y por las mezclas entre activos buenos y malos, lo cual afecta a instituciones financieras que no necesariamente están en mal estado⁹.

Las crisis, de forma similar –pero menos compleja– que las revoluciones y las guerras civiles, surgen de una acumulación de eventos: hay un punto en que detonan. *Grosso modo*, tienen como causa dos tipos de factores: los macroeconómicos y la situación de los mercados financieros (microeconómicos e institucionales). Esta es una taxonomía muy genérica, ya que otros factores, como los políticos, son también relevantes, pero aparecen entrelazados con los anteriores¹⁰.

Entre los factores macroeconómicos, además de la política macroeconómica (política monetaria, tasas de interés o gasto público, por ejemplo), el ciclo económico juega un papel importante: un crecimiento generado por un evento exógeno que abre oportunidades de inyección de divisas, generalmente lucrativas (como las burbujas inmobiliarias), lleva a un auge de la

⁸ Bordo, M., 2008 y 2007.

⁹ Un ejemplo histórico de contagio fue la crisis de Baring en 1890, cuando Argentina cayó en *default*. Bordo, M., 2008 y 2007.

¹⁰ Joseph Schumpeter, en su ensayo de 1934 *Depressions: Can We Learn from Past Experiences?* y John Kenneth Galbraith en su libro de 1954 sobre el crac de 1929, hacen énfasis en los eventos políticos como parte relevante del conjunto de causas del crac bursátil y la gran depresión.

inversión, el cual es auspiciado por el sistema financiero (y respaldado por una política monetaria acorde, como fue el caso de las bajas tasas de interés en la crisis americana actual)¹¹. El auge o *boom* puede desatar una “euforia” que lleve a que los inversionistas no puedan distinguir los buenos proyectos de los malos, y dar pie a la abundancia de fraudes¹². También se puede generar una burbuja en los precios de los bienes que están detrás de los activos financieros (como generalmente es el caso de los bienes raíces en la cartera hipotecaria de un banco). A su vez, el auge se acompaña usualmente de un sobreendeudamiento (entre individuos, empresas, y naciones, así como los mismos intermediarios financieros entre sí)¹³: es con todo ello que se genera una espiral y un proceso de retroalimentación.

En los aspectos microeconómicos e institucionales, Frederic Mishkin enfatiza como factor clave la dinámica que se genera por la información asimétrica: cuando no hay la adecuada sobre el riesgo de los activos, o simplemente se desvanece (en una burbuja o en ataques especulativos)¹⁴. Este enfoque ha sido el más contundente para el análisis de las crisis recientes. En la medida en que en el epicentro de una crisis haya problemas de información, y consecuentemente de oportunismo, lo que se busca es tener mecanismos contractuales y arreglos societales que permitan asegurar la información necesaria, o bien que ayuden a lidiar con su ausencia. En nuestros días, las reglas establecidas en la regulación financiera, y en general en la ley, son un importante mecanismo generador de información para las transacciones. Más allá de la regulación, los flujos de datos también dependen de la configuración de reglas y relaciones de una sociedad, y en general de la estructura del pacto social. Esos flujos y la forma en

¹¹ Bordo, M., 2008 y 2007, señala las contribuciones de Wesley Mitchell, Irving Fischer, Hyman Minsky y Charles Kindleberger sobre el enfoque del ciclo económico.

¹² Prácticamente no hay crisis sin fraudes. En la historia abundan los ejemplos, desde Charles Ponzi en 1920, hasta Bernard Maddoff en 2008.

¹³ El sobreendeudamiento surge cuando un individuo se endeuda por encima de su capacidad de pago. Si no lo hace intencionalmente, es un problema tanto de él mismo como del intermediario financiero que le presta, por no detectar ambos ese límite. Si lo hace intencionalmente, entonces es un problema del intermediario al no poder detectar la capacidad de endeudamiento. En estos casos hay lo que se ha llamado un problema de acción común (*common agency problem*), pues cuando varios prestamistas le prestan a un solo deudor de forma independiente, cada uno por separado no toma en cuenta el impacto de su préstamo; ver Tirole, J., 2002.

¹⁴ Mishkin, F., 1997a y 1997b.

que se administra su inexistencia, determinan que se mantenga o se rompa la confianza.

La historia deja en claro que no todas las contingencias pueden preverse ni evitarse. Pero la certidumbre sobre la información es un factor clave para todos los niveles de la operación en el sistema financiero: ello permite identificar cuáles riesgos tomar, asegurarse y tener una idea de qué es posible hacer ante distintos tipos de contingencias. En años recientes, la regulación financiera se ha enfocado en promover la claridad y certidumbre en la información, pero ello ha sido un problema permanente en los intercambios monetarios.

Por ejemplo, en la primera mitad del siglo XIX, Nathan Meyer Rothschild contaba con una eficaz red internacional de informantes sobre los mercados financieros y las plazas donde la Casa Rothschild mantenía operaciones¹⁵. Un ejemplo literario sobre la importancia de la información aparece en una novela clásica sobre la especulación financiera, *L'Argent* de Émile Zola. Publicada en 1891, la novela está inspirada en las experiencias de los franceses con burbujas especulativas en aquellos años. Busch, uno de los personajes, es el arquetipo del especulador financiero y un prestamista implacable. Sin embargo, el relato presenta en él características propias de un banquero por excelencia: siendo un especialista en recuperar “créditos malos”, incluyendo la adquisición de acciones y bonos depreciados, para él no existe deuda u obligación irrecuperable. Sus métodos (de lo que sería hoy un bufete de recuperación de cartera) se basan en la más escrupulosa búsqueda de información, aunque en ocasiones incluye el chantaje: “*Dans cette mer de créanciers disparus ou insolvables, il (Busch) fallait faire un choix, pour ne pas trop éparpiller son effort. En principe, il professait que toute créance, même la plus compromise, peut redevenir bonne, et il avait une série de dossiers admirablement classés, auxquels correspondait un répertoire des noms, qu’il relisait de temps à autre, pour s’entretenir la mémoire. Mais, parmi les insolvables, il suivait naturellement de plus près ceux qu’il sentait avoir des chances de fortune prochaine: son enquête dénudait les gens, pénétrait les secrets de famille, prenait note des parentés riches, des moyens d’existence, des nouveaux emplois surtout, qui permettaient de lancer des oppositions. Pendant des années souvent, il laissait ainsi*

¹⁵ Ver Parra, A., 2008; y Willems, H. 2005.

*mûrir un homme, pour l'étrangler au premier succès. Quant aux débiteurs disparus, ils le passionnaient plus encore, le jetaient dans une fièvre de recherches continuelles, l'œil sur les enseignes et sur les noms que les journaux imprimaient, quêtant les adresses comme un chien quête le gibier*¹⁶.

Un elemento que se ha discutido en las crisis financieras recientes es la ausencia de una regulación adecuada o bien, la relajación de los criterios regulatorios (desregulación). El caso de la crisis bancaria que se desarrolló en México a lo largo de 1995 muestra cómo la ausencia de una regulación prudencial adecuada permitió que los bancos tomaran riesgos de crédito sin las provisiones ideales, e inclusive que algunos incurrieran en fraudes¹⁷. Consideremos la crisis actual en los Estados Unidos: la Glass-Steagall Act (emitida en 1933 durante el colapso bancario de ese año, subsecuente al crac de 1929), prohibía a la banca comercial operar instrumentos bursátiles y suscribir títulos. La relajación de esta ley en 1999¹⁸, se considera como una de las causas detrás de los problemas actuales. Como se señaló arriba, la regulación es uno de los componentes del sistema financiero: no sólo es materia que norma la estructura del sistema financiero, de qué tipo de riesgos pueden tomar, y de qué información deben revelar, sino también de cómo el Estado ejerce disciplina sobre el sector financiero. En ese sentido, la regulación es uno de los pilares de la confianza en el sistema. El regulador provee un bien público, por el que responde a los ciudadanos, ya sea como autoridad legal, supervisor o prestamista de última instancia. En ese sentido, es un brazo del Estado para que el sistema financiero moderno funcione dentro de la ley y dentro de las reglas de un pacto social. Pero el regulador no es ni omnisciente, ni ubicuo, por lo que su efectividad para anticipar una crisis puede ser minada por lo inesperado.

Otro elemento que ha venido a colación en historia reciente de las crisis financieras, principalmente en ésta última, es la innovación. A decir, el diseño de instrumentos que permiten mejorar la tecnología de intermediación.

¹⁶ Zola, E., 1891, parte I.

¹⁷ Ver Del Angel, G., 2003 y 2005.

¹⁸ La llamada Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 se emitió en parte por la obsolescencia de la Glass-Steagall, y en parte por presiones de grandes bancos. Se le atribuye a Sandy Weill, entonces CEO de Citigroup, el mérito de la negociación frente al Congreso Americano. La ley pasó por la mayoría del voto del Partido Republicano.

Se desarrolla para incrementar las posibilidades de financiamiento, así como de diversificación y transferencia del riesgo, y reducir sus costos; también para darle la vuelta a las restricciones que impone la regulación prudencial de los intermediarios (por ejemplo, las restricciones al tipo de instrumentos que puedan operar, o límites a la proporción y maduración de instrumentos riesgosos que tiene un banco en su activo). No se trata de algo nuevo, la creación de la letra de cambio en la Edad Media es un ejemplo de una piedra angular en la innovación financiera. En México, son casos las libranzas del período virreinal, los bonos hipotecarios de mediados del siglo xx, y las garantías de crédito en la actualidad.

Esta medida es efectiva en la medida que permita identificar de manera precisa el riesgo que se toma y le asigne un precio adecuado. Cuando la innovación financiera permite incrementar el apalancamiento, pero no proporciona información precisa sobre el riesgo de un activo y su precio adecuado, entonces da pie a la especulación (la ausencia de información clara sobre la calidad de los activos financieros es lo que permite especular con ellos), y en el extremo, a la “economía de casino”. En el momento en el que el sistema financiero se convierte en una casa de apuestas, la fortuna sustituye a la confianza.

LA EUFORIA

Hasta este punto, la explicación se ha basado en causas de las crisis relativamente directas y sobre las que hay, en mayor o menor medida, un acuerdo. Pero en la historia de las crisis, la euforia es un ingrediente constante y no hay un consenso, más allá de explicaciones casuísticas y de modelos teóricos muy *ad hoc*, sobre cómo o por qué se desata respecto a una burbuja especulativa, por qué se sigue una conducta “de manada”, o por qué el pánico se reproduce exponencialmente.

El factor de la psicología humana es comprendido a medias, y es inasible para una explicación esquemática. Aquí señalaré algunas hipótesis al respecto. En primer lugar, en su libro sobre el crac de 1929, el economista John Kenneth Galbraith explica: “Más importante (para que se dé una orgía especulativa) que la tasa de interés y que la oferta monetaria, es el estado de ánimo. La especulación en gran escala requiere un sentimiento penetrante de confianza y optimismo, y la convicción de que el individuo

común y corriente está destinado a hacerse rico. La gente también debe tener fe en las buenas intenciones, inclusive en la benevolencia de otros, pues es por la agencia de otros que se hará rica”¹⁹.

Ese optimismo, que incluye confiar en la buena fortuna, llena las páginas de la historia financiera. Se presenta además en todas las inteligencias: desde oligofrénicos hasta la mente de Isaac Newton, al comprar acciones impulsivamente en la burbuja de la South Sea Company en 1720²⁰. El ejemplo clásico es la *tulipmania* de Ámsterdam en 1637. La burbuja especulativa de las acciones mineras que en 1896 llevó a la clausura de la bolsa del México porfiriano es otro un buen ejemplo del optimismo excesivo que Galbraith argumenta²¹.

A diferencia de lo que creen muchos economistas, el optimismo no necesariamente está asociado a una propensión a tomar riesgos. Inclusive algo tan aparentemente estable como los bienes raíces ha sido un objeto frecuente de euforias especulativas, desencadenando consecuentemente la crisis: Francia en 1825, Berlín y Viena en 1872-1873, Florida en los años 1920, Chicago a lo largo del siglo XIX hasta 1933, por mencionar algunos casos. La experiencia en Francia inspiró a Balzac para su novela *César Birotteau*, de 1830, sobre un perfumero parisino a quien convencieron de que comprara lotes en las proximidades de la iglesia de la Madelaine con dinero prestado²².

Para Galbraith, el optimismo excesivo de una crisis especulativa desemboca, después del crac, en un efecto de “inmunización” que garantiza que al menos en el corto plazo no habrá un estado de ánimo especulativo en la comunidad afectada. Este es el agotamiento de la confianza en un sistema. En el caso de una crisis realmente profunda (1929 en Estados Unidos, 1982-1983 en México, 2001 en Argentina) no sólo acaba con ese optimismo, sino que trunca por algún tiempo las expectativas de progreso material. Hay muchas formas de sanar ese trauma, algunas muy efectivas han sido política de masas, liderazgos totalitarios y guerras; en esos casos la cura ha sido peor que la herida.

¹⁹ Galbraith, J. K., 1954, pp. 169-170.

²⁰ Newton se había deshecho previamente de esas acciones con una ganancia de 100 por ciento al considerar que había una burbuja especulativa; Kindleberger, C. P., 1989, p. 54.

²¹ Chirino, J. 1998.

²² Kindleberger, C. P. 1989, p. 65.

Habiendo vivido la crisis de 1929, Galbraith identifica bien el espíritu de la acción humana en esos fenómenos, aunque no explica el fundamento de ese optimismo y por qué no se quebranta. El optimismo sólo es una parte de la explicación (las patologías y extravagancias, como la conducta autodestructiva, pueden considerarse como casos aislados).

La explicación más racionalista de estos fenómenos se refiere a los límites cognitivos de la acción humana. En primer término, se presenta un problema de acción colectiva: cada individuo se enfoca en su propio accionar y beneficio sin reparar que el efecto colectivo puede ser desastroso. En segundo término, hay un error cognitivo: aunque los individuos estén conscientes de acciones en masa y sus consecuencias, el objetivo de su acción puede estar en principio dissociado de los factores que activarían una crisis. Un ejemplo de ello es la debacle bancaria de 1995 en México. Los bancos siguieron una conducta de fuerte competencia por la colocación de crédito. El riesgo de la colocación irresponsable del crédito no detuvo su crecimiento, pues el objetivo de los bancos era, por encima de todo, ganar más mercado. Este error fue detectado por la banca, pero cuando un gran número banqueros se dio cuenta, ya era demasiado tarde.

Otra explicación, el extremo opuesto de la anterior, es la de psicología de masas. El argumento radica en que mucha gente sigue un “efecto manada”, ya sea por moda, identidad común, o simplemente por un ánimo interior, irracional, de seguir a sus pares, ya sea un fenómeno financiero o la cruzada de Pedro el Ermitaño en el siglo XI²³. Algunos científicos sociales, principalmente economistas, han encontrado esta explicación atractiva, probablemente más por su efectividad que por su fundamento.

Una explicación intermedia a las anteriores se escribió ya en el siglo XVII. En 1688 Jossef Penso de la Vega, escritor literario y banquero sefardí radicado en Ámsterdam, publicó *Confusión de confusiones*, una obra satírica en la que explicaba, a través de diálogos entre un filósofo, un mercader y un “accionista”, la vida y el negocio bursátil, para “pintar con el pincel de

²³ El libro clásico de Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (1841), explica diversos casos de conducta de masas, entre los cuales incluye las burbujas especulativas como la *tulipmania* holandesa en 1637, y las burbujas especulativa de la South Sea Company en 1711–1720, y de la Mississippi Company de 1719–1720. La explicación más recurrente se ha tomado del libro del psicólogo social, Gustave Le Bon, *La psychologie des foules* (1895).

la verdad, las estratagemas con que lo tratan, los tahúres que lo desdoran, para que a unos sirva de delicia, a otros de advertencia, y a muchos de escarmiento”.²⁴ De la Vega ve los avatares de este negocio como una mezcla de la complejidad de la acción humana, del oportunismo, y de la confusión que se gesta en la acción colectiva.

A la fecha este libro es considerado vigente para entender aspectos de la conducta humana en el mercado de valores. En los diálogos el autor describe algunos de los problemas de la especulación bursátil:²⁵

“*Accionista*: Os certifiqué ser enigmático el negocio que professo y que al passo que era el mas real y el mas noble que havia en la Europa, era el mas falso y infame que havia en el mundo y para que a proveis lo verdadero deste paradoxe, sabed que ha traçado la necesidad hazér deste negocio juego, transformándo los mercaderes en tahures; y si aun parassen en tahures, seria tolerable el daño, mas lo peor es que han dado algunos en fulleros [...]. Para mejor inteligencia deste assombro, deveis advertir que tratan en este negocio tres classes de personas, unos como Príncipes, otros como Mercaderes, y los ultimos como jugadores [...]

“*Philosopho*: Quien compra está obligado á pagar; quien no tiene, no puede pagar á lo que está obligado; luego no está obligado á pagar lo que compra el que no tiene. [...]

“*Accionista*: Quien compra, no está obligado á pagar lo que compró; yo perdí por haver comprado; ergo que no estoy obligado á pagar. [...]”²⁶

“*Philosopho*: Es la mayor cordura discurrir con los que compran, razonar con los que venden, balancear los discursos, contrapesar las razones y después destas diligencias echar para donde pareciere mas favorable y elegir lo que tubiere mas visos de dichoso. Quisiera preguntar si estan obligados los accionistas á comunicarme sus secretos, o si están ligadas las acciones á esperar á que ellos me lo comuniquen? Si vos mismo advertis que en un punto se pierde la ocasion, como puede ser discrecion diferir con litigios lo que se pierde en un punto?”²⁷

²⁴ Del Prólogo de *Confusion de Confusiones*. Josséph de la Vega, 1688.

²⁵ Fragmentos de los diálogos primero, segundo y tercero. *Confusion de Confusiones*. Josséph de la Vega, 1688.

²⁶ Fragmentos del diálogo primero. Nota: *fulleros* significa tramposo en el juego.

²⁷ Fragmento del diálogo segundo.

“*Accionista*: Es la Bolsa una plaquela circundada de pilares [...] y llámase Bolsa, o ya por encerrarse los mercaderes en ella como en una bolsa, o ya por las diligencias que hace cada uno por llenar la suya en ella [...] y queriendo dezir la palabra de Bolsa cuero en griego, hay muchos accionistas que quedan en cueros en esta Bolsa”²⁸.

Viendo la crisis actual a la luz de factores como los que arriba se señalan, un testimonio publicado en *The Economist* explica la confusión de confusiones de los banqueros actuales en los procesos de decisión:

“The gap in our risk management only opened up gradually over the years with the growth of traded credit products such as CDO tranches [collateralised-debt obligations] and other asset-backed securities. These sat uncomfortably between market and credit risk. The market-risk department never really took ownership of them, believing them to be primarily credit-risk instruments, and the credit-risk department thought of them as market risk [...]

At the root of it all, however, was—and still is—a deeply ingrained flaw in the decision-making process. In contrast to the law, where two sides make an equal-and-opposite argument that is fairly judged, in banks there is always a bias towards one side of the argument. The business line was more focused on getting a transaction approved than on identifying the risks in what it was proposing. The risk factors were a small part of the presentation and always “mitigated”. This made it hard to discourage transactions. If a risk manager said no, he was immediately on a collision course with the business line. The risk thinking therefore leaned towards giving the benefit of the doubt to the risk-takers”²⁹.

De la mano de la euforia vienen las advertencias. La economía neoclásica más tradicional considera que las advertencias son suficientes para frenar una burbuja especulativa: la historia demuestra todo lo contrario³⁰. En todas las crisis hay advertencias y señales, así como profetas del fin del mundo³¹. En años recientes, ante la mayor disponibilidad de información y de tecno-

²⁸ Fragmento del diálogo tercero.

²⁹ “Confessions of a risk manager”, publicado en *The Economist*, 7 de agosto de 2008.

³⁰ Ver por ejemplo la crítica de Kindleberger a los supuestos de Milton Friedman al respecto, en Kindleberger C. P., 1989.

³¹ La crisis bancaria de 1995 en México tuvo sus profetas, pero en la euforia del “salinato” poco fueron escuchados. En la crisis actual, el fraude de Bernard Madoff fue revelado con anticipación por un estudio de Harry Markopolos, pero las consecuencias llegaron después de que estalló el fraude. También muchos administradores de riesgo (incluidos varios en México) desde 2007 veían con desconfianza lo que pasaba.

logía de la información, las señales y los focos rojos aparecen constantemente precediendo a una crisis, pero su dispersión es tal que hay que saberlas interpretar³². Un problema adicional para el analista que predice una crisis es saber con precisión cuándo va a estallar. Éste ha sido un reto permanente y nunca superado, y en el que radica la credibilidad frente a los demás.

Generalmente las advertencias no tienen eco en los optimistas, aunque es probable que disminuyan el número afectados (algo que no es posible saber). Aún así, es absurdo esperar que las advertencias se tomen en cuenta; es pedir a los optimistas que renuncien al legítimo derecho de mejorar su vida material.

Es común que las advertencias provengan del Estado, principalmente cuando se trata de burbujas. En la quiebra del banco Ricci en Florencia del siglo XVI y en el crac de 1929, entre otros, funcionarios del gobierno avisaron del problema. Pero cuando el Estado está imbuido como un actor dentro de las causas de una crisis, es poco probable que gaste advertencias. Tal es el caso de las crisis de 1982 y de 1994 en México, de 1999 en Brasil y de Argentina en 2001. El efecto es el contrario: el poder busca mantener expectativas de optimismo; y cuando manda una señal opuesta, termina por precipitar una crisis, inclusive agravarla. El gobierno es esos casos el que rompe la confianza.

Los analistas son menos escuchados. El analista vuelto Casandra enfrenta la indiferencia de los eufóricos y la desconfianza de muchos otros. Las advertencias no frenan la acción colectiva en los mercados financieros, pues la mayoría optimista espera que su nombre esté escrito en el famoso libro del Apocalipsis, o bien, como predicaría la economía neoclásica, para optimizar esperan poder arrepentirse justo en el instante previo al juicio final.

¿SE FRACTURA UN PACTO SOCIAL?

La discusión de los párrafos anteriores busca señalar lo frágil que constituye una relación financiera. Lo quebradizo de ese vínculo implica que hay una probabilidad de que aquello que en un momento tuvo un buen desem-

³² Ver por ejemplo "Confessions of a risk manager", publicado en *The Economist*, 7 de agosto de 2008.

peño financiero, en otro pueda despeñar. Carlo Cipolla cita de las crónicas de Giuliano de' Ricci y del diario de Bastiano Arditì, ambos documentos del siglo XVI, una narración sobre la formación y pérdida de la reputación del banco Ricci, uno de los principales bancos florentinos de la época, lo cual culminaría en una crisis: “Tras la ruina y quiebra del banco de los Antinori y del de los Fazzi, surgió con grandísima reputación por su buen gobierno y por las facultades que había en él, el banco de Federico di Roberto de' Ricci administrado por Marcello di Giovanni Acciaioli, su yerno; y tal fue su crédito que todos los dineros tanto públicos como privados afluían a ese banco y era verdaderamente el cajero de todos, hacía que la plaza se estrechara a su antojo [...] Se mantuvo con esta reputación y este proceder desde el año 1552 hasta el año 1573³³”.

En 1576: “Por la ciudad de Florencia se oyeron muchos gritos y lamentos alrededor de los bancos que sólo pagaban con tinta de modo que los *maruffini* de los talleres no podían conseguir dineros para pagar a los artesanos, y sólo se oían lamentos entre los artesanos [...] y era tan grande el descontento, que el gran duque, temiendo una revuelta se marchó a su villa de Poggio a Caiano y se llevó consigo las tropas del condado”³⁴.

Y en 1578: “En Florencia ya no se halla cambio y ya no hay moneda constante ni espíritu vivo”³⁵.

Al entender la relación financiera como un vínculo, no sólo económico sino de orden societal, las consecuencias de su rompimiento van más allá del orden puramente económico. Destruir ese vínculo implica diluir la confianza en todas las partes que convergen en él: además del sistema financiero, el gobierno y la sociedad misma, dañando el pacto social³⁶. Dependiendo

³³ Cipolla, C., 1994, pp. 97-98

³⁴ *Ibid.*, p. 105.

³⁵ *Ibid.*, p. 106.

³⁶ Dependiendo del caso en cuestión, las relaciones financieras entran en el pacto social en varias dimensiones: Deudor - Acreedor, Intermediarios - Resto de la comunidad financiera, Estado en su función financiera - Ciudadanos. Hasta cierto punto, esto no es totalmente incompatible con el espíritu de lo que se llama disciplina de mercado, sólo que lo redimensiona. En este sentido Eichengreen, que argumenta que la disciplina de mercado debe ser la primera línea para prevenir un colapso financiero (antes que la promesa del rescate por parte de autoridades financieras nacionales e internacionales), concluye que para evitar una crisis o disminuir sus costos es lo más importante es fortalecer la capacidad de los deudores y de los acreedores para que puedan llegar a acuerdos entre ellos mismos, ver Eichengreen, B., 2002.

de la severidad de una crisis financiera es la dimensión del trauma. Hay burbujas especulativas que se borran fácilmente de la memoria colectiva. Hay crisis que dan pie a un nuevo orden nacional o internacional.

La prevención o la solución de una crisis es contundente en la medida que preserve el pacto social. Para Aristóteles, según la interpretación de Karl Polanyi, la relación de intercambio debe ser tal que se preserve la comunidad³⁷. En *The Great Transformation*, Polanyi argumenta que sin ese contrato o pacto social, y sin un Estado que instrumente las reglas de una sociedad de mercado, es imposible que los mercados funcionen, mucho menos esperar el progreso económico³⁸.

En nuestros tiempos la responsabilidad inicial y última ha sido asumida por el Estado. La inicial como legislador y regulador prudencial, la restante como prestamista de última instancia y agente reactivador del sistema financiero. Pero no todas las contingencias pueden preverse, por lo cual el trabajo del regulador siempre será necesario y nunca será suficiente para anticipar una crisis.

Ante las limitaciones de la acción del Estado hay otros dos sostenes del sistema financiero para no fracturar o bien reconstruir un pacto social. Uno de ellos es la responsabilidad propia del sistema financiero. El testimonio de *The Economist* citado en este texto plantea que una de las lecciones de la crisis es regresar a “los fundamentos básicos de la práctica financiera” (*back to basics*): analizar las posiciones del balance por tipo, tamaño y complejidad antes y después de hacer una cobertura; no creer ciegamente en las calificaciones de riesgo; y evaluar el riesgo de liquidez correctamente, entre otras prácticas. Tal como una de las *ágrapha* de los Evangelios Apócrifos postula: “Sed buenos banqueros”.

El otro sostén es fortalecer lo que Kindleberger llama “la responsabilidad económica de una sociedad”: “Bajo nuestros sistemas [...] los individuos, la familia o la empresa tienen responsabilidades, en relación al sistema, que van más allá de actuar conforme a las reglas explícitas. Es decir: ¿tenemos una responsabilidad económica respecto al bienestar público de la misma manera que de conseguir nuestro bienestar personal y privado?”

³⁷ Dalton, George, 1968.

³⁸ Polanyi, K., 1944. Polanyi sigue la idea de un contrato social cercana a la de Hobbes.

La responsabilidad económica, como la política, toma dos formas: una pasiva, de obediencia de la ley [...]; y otra activa, de liderazgo positivo”³⁹.

Los impulsos creativos y los destructivos de una economía, la confianza, el abuso y el oportunismo, así como el optimismo y la esperanza en la buena suerte siempre estarán entre nosotros. Ante esto, la historia económica sugiere que la crisis financieras seguirán siendo parte del futuro del mundo. Lo importante es controlar su efecto y reducir sus costos económicos y sociales. ❧

REFERENCIAS

- Michael D. Bordo (2007) “The Crisis of 2007: The Same Old Story Only the Players have Changed”. Documento en la página de Internet de Michael Bordo: michael.bordo.googlepages.com.
- Michael D. Bordo (2008) “An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008”. Remarks prepared for the Central Bank of Chile Twelfth Annual Conference on Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking. Santiago, Chile November 6-7 2008. Documento en la página de internet de Michael Bordo: michael.bordo.googlepages.com
- Carlo Cipolla (1994) *El Gobierno de la Moneda. Ensayos de Historia Monetaria*. Trad. al castellano por Editorial Crítica, España, de la edición italiana de 1990.
- Jorge Chirino (1998) *De pozos y coyotes, crac y optimismo: origen y clausura de la Bolsa de México*. Tesis Licenciatura. ITAM.
- George Dalton. (1968) *Primitive, Archaic and Modern Economies: Essays of Karl Polanyi*. Doubleday, New York.
- Barry Eichengreen (2002) *Financial Crises and What to Do About Them*. Oxford University Press.
- John Kenneth Galbraith (1954) *The Great Crash. 1929*. Houghton Mifflin Co [edición de 1988].
- Charles P. Kindleberger (1988) *The Internacional Economic Order*. Harvester-Wheatsheaf. Trad. al castellano por Editorial Crítica, España, 1992.

³⁹ Kindleberger, “La responsabilidad económica”, discurso en la Universidad de Warwick, reproducido en Kindleberger, C. P., 1988, p. 303 y 307.

- Charles P. Kindleberger (1989) *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Basic Books. Trad. al castellano por Ariel, España, 1992.
- Frederic S. Mishkin (1997a) “The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers” En: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy* Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997.
- Frederic S. Mishkin (1997b) “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective,” in Michael Bruno and Boris Pleskovic, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics* 1996, World Bank: Washington D.C. 1996.
- Frederic S. Mishkin (1991) “Anatomy of a Financial Crisis”. December 1991. NBER Working Paper No. W3934.
- Alma Parra (2008) Mercury’s Agent: Lionel Davidson and the Rothschilds in Mexico. *Annual Review of The Rothschild Archives*. April 2007-March 2008.
- Karl Polanyi (1944) *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Edición de Beacon Press; 1st. edition (March 28, 2001).
- Joseph A. Schumpeter (1934) “Depressions: Can We Learn from Past Experiences?” En: *The Economics of the Recovery Program*. *The Economist*. “Confessions of a risk manager”. August 7th. 2008.
- Jean Tirole (2002) *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary*. Princeton University Press.
- H. G. Wells (1939) *The Shape of Things to Come*. Edición en: eBooks@Adelaide 2006 The University of Adelaide Library. University of Adelaide.
- Hans Willems (2005) “The London house of Rothschild and its Belgian contacts (1815-1860)”. *Annual Review of The Rothschild Archives*. April 2004-March 2005.
- Émile Zola (1891) *L’Argent*.