

# POR QUÉ QUIEBRAN LOS MERCADOS



John Cassidy

POR QUÉ QUIEBRAN  
LOS MERCADOS

La lógica de los desastres financieros

Traducción de Efrén del Valle



Título original: *How Markets Fail*

© 2009 by John Cassidy

© de la traducción: 2010, Efrén del Valle Peñamil

© de esta edición: 2010, RBA Libros, S.A.

Santa Perpètua, 12 - 08012 Barcelona

rba-libros@rba.es / www.rbalibros.com

Primera edición: septiembre de 2010

Reservados todos los derechos.

Ninguna parte de esta publicación  
puede ser reproducida, almacenada  
o transmitida por ningún medio  
sin permiso del editor.

Ref.: ONFI368

ISBN: 978-84-9867-820-8

Depósito legal: B-00.000-2010

Composición: Víctor Igual, s.l.

Impreso por

*A Lucinda, Beatrice y Cornelia*



## ÍNDICE

Introducción	II
--------------	----

### PRIMERA PARTE ECONOMÍA UTÓPICA

1. Advertencias ignoradas y la creencia generalizada	27
2. La mano invisible de Adam Smith	35
3. El sistema de telecomunicaciones de Friedrich Hayek	48
4. Los mercados perfectos de Lausana	60
5. Las matemáticas de la satisfacción	72
6. El evangelizador	84
7. La visión de las finanzas como juego de azar	97
8. El triunfo de la economía utópica	110

### SEGUNDA PARTE ECONOMÍA BASADA EN LA REALIDAD

9. El profe y los osos polares	123
10. Una taxonomía del fracaso	137
11. El dilema del prisionero y la irracionalidad racional	152
12. La información oculta y el mercado para limones	165
13. El concurso de belleza de Keynes	181
14. El rebaño racional	192
15. La psicología regresa a la economía	208
16. Hyman Minsky y las finanzas de Ponzi	222

## TERCERA PARTE

## LA GRAN CRISIS

17. Greenspan se encoge de hombros	239
18. El atractivo de la propiedad inmobiliaria	254
19. La cadena de las hipotecas de alto riesgo	271
20. En la sopa de letras	289
21. Una cuestión de incentivos	307
22. El puente de Londres se viene abajo	323
23. El socialismo de nuestra época	342
Conclusión	361
Notas	375
Agradecimientos	397
Índice analítico y de nombres	399

## INTRODUCCIÓN

*«Estoy pasmado, ¡pasmado de encontrar que hay juegos de apuestas en este lugar!»*

CLAUDE RAINS como el capitán Renault  
en *Casablanca*

El anciano parecía demacrado y gris. Durante las casi dos décadas que había pasado supervisando el sistema financiero de Estados Unidos como presidente de la Reserva Federal, congresistas, ministros de gabinete e incluso presidentes le habían tratado con una deferencia rayana en lo obsequioso. Pero aquella mañana —23 de octubre de 2008— Alan Greenspan, que se retiró de la Reserva en enero de 2006, estaba de vuelta en Capitol Hill en unas circunstancias muy diferentes. Desde que se vino abajo el mercado de las hipotecas de alto riesgo en verano de 2007, dejando que numerosas instituciones financieras cargaran con decenas de miles de millones de dólares en activos que no podían venderse a ningún precio, el congresista demócrata Henry Waxman, presidente del Comité de Reforma y Supervisión del Gobierno, había celebrado una serie de sesiones televisadas en las que congregó ante él a consejeros delegados de Wall Street, directivos del sector hipotecario, directores de agencias de calificación y reguladores. Ahora había llegado el turno de Greenspan en el estrado.

Waxman y otros muchos estadounidenses buscaban un cabeza de turco. Durante más de un mes tras el repentino desmoronamiento de Lehman Brothers, un banco de inversiones de Wall Street que tenía en cartera un buen número de títulos hipotecarios de alto riesgo, un pánico sin precedentes había estado enturbiando los mercados financieros. Al hacer frente al derrumbamiento inminente de American International Group, la compañía de seguros más grande de Estados Unidos, Ben Bernanke, el afable sucesor de Greenspan en la Reserva, había aprobado un préstamo de emergencia de 85.000 millones de dólares para la compañía. Los reguladores federales habían embargado Washington Mutual, un importante prestamista hipotecario, y vendieron buena parte de sus activos a JPMor-

gan Chase. Wells Fargo, el sexto banco más importante de la nación, había rescatado a Wachovia, el cuarto más relevante. Circulaban rumores acerca de la solidez de otras instituciones financieras, entre ellas Citigroup, Morgan Stanley e incluso la poderosa Goldman Sachs.

Al ver lo que acontecía, los estadounidenses se habían aferrado a sus monederos. Las ventas de coches, muebles, ropa e incluso libros se habían desplomado, lo cual hizo caer en barrena la economía. En un esfuerzo por restablecer la estabilidad en el sistema financiero, Bernanke y el secretario del Tesoro, Hank Paulson, habían obtenido autorización del Congreso para gastar hasta 700.000 millones de dólares del dinero de los contribuyentes en el rescate de un banco. Su plan original consistía en adquirir títulos hipotecarios de riesgo de los bancos, pero a mediados de octubre, al tiempo que se intensificaba el pánico financiero, habían cambiado de rumbo y optado por invertir hasta 250.000 millones de dólares directamente en participaciones bancarias. Esta decisión había calmado un poco los mercados, pero el ritmo de los acontecimientos era tan frenético que pocos se detuvieron a considerar lo que significaba: la administración de Bush, tras ocho años predicando las virtudes de los mercados libres, los recortes de impuestos y un gobierno limitado, había convertido a la Hacienda Pública en copropietaria y, en la práctica, en aval de todos los grandes bancos del país. Esforzándose por contener la crisis, se había topado con la ampliación más arrolladora de intervención estatal en la economía desde los años treinta. (Otros gobiernos, incluidos los de Gran Bretaña, Irlanda y Francia, habían adoptado medidas similares.)

«Doctor Greenspan —dijo Waxman—. Ha sido usted la persona que ha ocupado durante más tiempo la presidencia de la Reserva Federal en toda su historia, y durante este período usted quizá fuera el principal promotor de la liberalización de nuestros mercados financieros... Ha sido usted un defensor a ultranza de la autorregulación de los mercados. Permítame recordarle algunas de las declaraciones que ha realizado en el pasado.» Waxman leyó de sus notas: «“No hay nada en la regulación federal que la haga superior a la regulación del mercado”, “No parece haber necesidad de regulación gubernamental en las transacciones de derivados extrabursátiles”, “No creemos que exista un argumento de política ciudadana que justifique esta intervención del gobierno”». Greenspan, ataviado, como de costumbre, con traje oscuro y corbata, escuchaba atentamente. Tenía el rostro surcado de arrugas y la barbilla flácida. Aparentaba hasta el último de sus ochenta y dos años. Cuando Waxman terminó de leer las palabras

de Greenspan, se volvió hacia él y dijo: «Mi pregunta para usted es sencilla: ¿se equivocó?».

«En parte —repuso Greenspan, y agregó—: Cometí un error al suponer que los intereses propios de las organizaciones, en concreto los bancos y otros, eran tan grandes que serían sobradamente capaces de proteger a sus accionistas y su capital en las empresas... El problema aquí es que algo que parecía ser un edificio muy sólido y, sin duda, un pilar fundamental para la competencia del mercado y los mercados libres, se vino abajo. Y creo que eso, como he dicho, me conmocionó. Todavía no alcanzo a comprender por qué sucedió y, obviamente, en la medida en que averigüe qué ocurrió y por qué, cambiaré de opinión.»

Waxman, cuyas inclinaciones populistas dejan traslucir el hecho de que representa algunas de las zonas más acomodadas del país —Beverly Hills, Bel Air, Malibú—, preguntó a Greenspan si sentía alguna responsabilidad personal por lo ocurrido. Greenspan no contestó directamente. Waxman volvió a sus notas y empezó a leer de nuevo: «Tengo una ideología. En mi opinión, los mercados libres y competitivos son un sistema para organizar las economías que no conoce rival. Hemos probado regulaciones. Ninguna ha funcionado de manera significativa». Waxman miró a Greenspan. «Son palabras textuales tuyas —dijo—. Usted tenía autoridad para impedir unas prácticas de préstamo irresponsables que desembocaron en la crisis de los títulos hipotecarios de alto riesgo. Muchos otros le aconsejaron que lo hiciera. Ahora toda nuestra economía está pagando el precio. ¿Considera que su ideología le empujó a tomar decisiones que desearía no haber tomado?»

Greenspan observó a través de sus gruesas gafas. Detrás de su mirada lastimera acechaba un neoyorquino espabilado y hecho a sí mismo. Se crió durante la Gran Depresión en Washington Heights, un barrio obrero del alto Manhattan. Después de graduarse en el instituto, tocó el saxofón con una banda de swing en Times Square, y luego pasó al estudio de la economía, que empezaba a verse dominado por las ideas de John Maynard Keynes. Tras adoptar inicialmente la propuesta de Keynes según la cual el gobierno debía gestionar de manera activa la economía, Greenspan adoptó una sólida posición contraria. En los años cincuenta, se hizo amigo y acólito de Ayn Rand, la filósofa y novelista libertaria, que le llamaba «el funerario». (En su juventud también era lúgubre.) Se convirtió en un asesor financiero de éxito, aconsejando a muchas empresas importantes, entre ellas Alcoa, J. P. Morgan y U.S. Steel. En 1968 asesoró a Richard Nixon duran-

te su triunfal candidatura a la presidencia, y bajo el mandato de Gerald Ford, ejerció como presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca. En 1987 regresó a Washington, esta vez de manera permanente, para encabezar la Reserva Federal y personificar el triunfo de la economía de libre mercado.

Ahora Greenspan estaba a la defensiva. Una ideología es tan sólo un marco conceptual para ocuparse de la realidad, dijo a Waxman. «Para existir, necesitas una ideología. La cuestión es si es acertada o no. Lo que vengo a decirle es que sí, encontré un defecto. No sé en qué medida es importante o permanente, pero ese hecho me ha generado mucha inquietud.» Waxman le interrumpió. «¿Ha encontrado usted un defecto?», preguntó. Greenspan asintió. «He encontrado un defecto en el modelo que yo percibía como la estructura de funcionamiento primordial que define el funcionamiento del mundo, por así decirlo», dijo.

Waxman ya había recabado suficiente información para ofrecer titulares para los periódicos del día siguiente —*The Financial Times*: «Cometí un error», reconoce Greenspan— pero no había terminado. «En otras palabras, se dio cuenta de que su visión del mundo, su ideología, no era correcta —afirmó—. ¿No funcionaba?»

«Exacto —respondió Greenspan—. Ése es exactamente el motivo por el que me sentí conmocionado. Porque había vivido durante cuarenta años o más con pruebas bastante considerables de que funcionaba excepcionalmente bien.»<sup>†</sup>

Este libro detalla el ascenso y la caída de la ideología del mercado libre, que, como decía Greenspan, es algo más que una serie de opiniones: es una forma de reflexionar sobre el mundo bien desarrollada y que todo lo abarca. He tratado de combinar una historia de ideas, una narración sobre la crisis financiera y un grito de guerra. A mi juicio, no se pueden comprender los acontecimientos recientes sin tener en cuenta el contexto intelectual e histórico en el que se han desarrollado. Para quienes deseen conocerlo, el primer capítulo y el último tercio del libro contienen un informe razonablemente exhaustivo de la crisis del crédito de 2007 a 2009. Pero, a diferencia de otros libros sobre el tema, éste no se centra en las empresas y los personajes implicados: mi propósito es explorar la economía subyacente de la crisis y explicar cómo la búsqueda racional del interés propio, que es la base de la economía de mercado libre, la creó y la prolongó.

Greenspan no es el único para quien el desplome del mercado de las hipotecas de alto riesgo y la posterior recesión global supuso una brusca conmoción. En el verano de 2007, la gran mayoría de los analistas, incluido Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, consideraban que las preocupaciones por una posible recesión eran enormemente exageradas. En muchas regiones del país, los precios de la vivienda habían empezado a caer, y el número de familias que no pagaban sus hipotecas aumentaba vertiginosamente. Pero entre los economistas todavía reinaba una fe profunda y omnipresente en la vitalidad del capitalismo estadounidense y en los ideales que representaba.

Durante décadas, los economistas han insistido en que la mejor manera de garantizar la prosperidad es reducir la intervención del gobierno en la economía y permitir que el sector privado tome las riendas. A finales de los años setenta, cuando Margaret Thatcher y Ronald Reagan lanzaron la contrarrevolución conservadora, los intelectuales que inicialmente promovieron esta línea de razonamiento —Friedrich Hayek, Milton Friedman, Arthur Laffer, sir Keith Joseph— eran vistos en general como cascarrabias de derechas. En los años noventa, Bill Clinton, Tony Blair y muchos otros políticos progresistas habían adoptado el lenguaje de la derecha. No tenían demasiadas opciones. Con la caída del comunismo y el ascenso de los partidos conservadores a ambos lados del Atlántico, una actitud positiva hacia los mercados se convirtió en un símbolo de respetabilidad política. Gobiernos de todo el mundo dismantelaron programas de asistencia social, privatizaron empresas estatales y liberalizaron sectores que anteriormente habían estado sometidos a la supervisión del gobierno.

En Estados Unidos, la liberalización comenzó de manera modesta, con la abolición de restricciones a las rutas de las aerolíneas por parte de la administración de Carter. Luego, la política se extendió a muchos otros sectores de la economía, incluidas las telecomunicaciones, los medios de comunicación y los servicios financieros. En 1999, Clinton firmó la Ley Gramm-Leach-Bliley (también conocida como Ley de Modernización de los Servicios Financieros), que permitía a los bancos comerciales y a los bancos de inversiones combinarse y formar enormes supermercados financieros. Lawrence Summers, un destacado economista de Harvard que por aquel entonces ejercía de secretario del Tesoro, contribuyó a llevar el proyecto de ley al Congreso. (Hoy en día, Summers es el principal asesor económico de Barack Obama.)

Algunos defensores de la liberalización financiera —miembros de gru-

pos de presión de grandes empresas financieras, analistas de institutos de investigación de Washington financiados por corporaciones, congresistas que representan a distritos financieros— simplemente estaban cumpliendo órdenes de quienes les pagaban. Otros, como Greenspan y Summers, fueron sinceros en su creencia de que Wall Street podía, en gran medida, regularse solo. Al fin y al cabo, los mercados financieros están llenos de gente bien pagada y culta que compite entre sí para ganar dinero. A diferencia de otros sectores de la economía, ninguna empresa puede arrinconar al mercado o determinar el precio de mercado. En tales circunstancias, conforme a la ortodoxia económica, la mano invisible del mercado transmuta actos individuales de egoísmo en resultados colectivos socialmente deseables.

Si este argumento no incluyese un elemento importante de verdad, el movimiento conservador no hubiese gozado del éxito que tuvo. Los mercados que funcionan correctamente recompensan el trabajo duro, la innovación y el abastecimiento de productos bien hechos y asequibles, y castigan a las empresas y los trabajadores que ofrecen artículos excesivamente caros o de mala calidad. Este mecanismo del palo y la zanahoria asegura que los recursos se distribuyan con fines productivos, haciendo que las economías de mercado sean más eficientes y dinámicas que otros sistemas, como el comunismo y el feudalismo, que carecen de una estructura de incentivos eficaz. Nada en este libro debería interpretarse como un argumento para regresar a la tierra o reconstituir el Gosplan de los Soviets. Pero aseverar que los mercados libres siempre arrojan buenos resultados implica ser víctima de una de las tres ilusiones que yo identifiqué: la ilusión de la armonía.

En la primera parte, analizo la historia de lo que yo denomino la economía utópica, abordándola desde Adam Smith a Alan Greenspan. En lugar de limitarme a exponer los argumentos de Friedrich Hayek, Milton Friedman y los demás miembros de la «Escuela de Chicago», también he incluido una explicación de la teoría formal del mercado libre, que los economistas denominan la «teoría del equilibrio general». El estilo de economía utópica de Friedman es mucho más conocido, pero es la exposición matemática, asociada a nombres como Léon Walras, Vilfredo Pareto y Kenneth Arrow, lo que explica el respeto, o mejor dicho, el sobrecogimiento con el que numerosos economistas profesionales ven el mercado libre. Incluso a día de hoy, muchos libros de economía dan la impresión de que la teoría del equilibrio general presta apoyo «científico» a la idea de

la economía como un mecanismo estable que se corrige a sí mismo. En realidad, la teoría no hace tal cosa. Me refiero a la idea de que una economía de mercado libre es inquebrantable y se halla bien asentada como la ilusión de la estabilidad.

El período de dominio conservador culminó con la Era de la Burbuja de Greenspan, que duró desde 1997 hasta 2007 aproximadamente. Durante esa década, hubo tres burbujas especulativas independientes: en los valores tecnológicos, en el sector inmobiliario y en productos físicos como el petróleo. En todos los casos, los inversores se apresuraron a cosechar beneficios rápidos, y los precios aumentaron vertiginosamente antes de caer por los suelos. Hace una década, las burbujas solían considerarse una aberración. Algunos economistas partidarios del mercado libre se mostraban escépticos sobre la posibilidad de que ocurrieran. Hoy, rara vez se oyen esos argumentos; incluso Greenspan, después de muchas evasivas, ha aceptado la existencia de la burbuja inmobiliaria.

Una vez que comienza una burbuja, ya no se puede recurrir a los mercados libres para asignar recursos de manera sensata o eficaz. Al brindar la posibilidad de obtener beneficios con rapidez y sin esfuerzo, ofrecen incentivos para que individuos y empresas actúen de manera racional a título individual, pero inmensamente perjudicial para ellos y para los demás. El problema de los incentivos distorsionados quizá sea más acusado en los mercados financieros, pero se da en toda la economía. Los mercados alientan a las compañías energéticas a saquear el medio ambiente y causar el calentamiento global, a las aseguradoras sanitarias a excluir a los enfermos de su cobertura, a los fabricantes de ordenadores a obligar a sus clientes a comprar programas de software que no necesitan, y a los consejeros delegados a llenarse los bolsillos a cuenta de sus accionistas. Éstos son ejemplos de «fracaso del mercado», un concepto recurrente en todo el libro que además le da título. El fracaso del mercado no es una curiosidad intelectual. En muchos ámbitos de la economía, como la sanidad, la alta tecnología y las finanzas, es endémico.

La frase anterior podría ser una novedad para los redactores de editoriales de *The Wall Street Journal*, pero no estoy diciendo nada controvertido. Durante los últimos treinta o cuarenta años, muchas de las mentes más brillantes de la economía han estado ocupadas estudiando cómo funcionan los mercados cuando los supuestos poco realistas del modelo del mercado libre no son aplicables. Por algún motivo, la economía del fracaso del mercado ha recibido mucha menos atención que la economía del

éxito del mercado. Tal vez la palabra «fracaso» entrañe connotaciones tan negativas que ofende a la psique estadounidense. Por el motivo que sea, «economía del fracaso del mercado» nunca ha despegado como eslogan. Algunos libros de texto hacen referencia a la «economía de la información» o a la «economía de los mercados incompletos». Recientemente, se ha puesto de moda el término «economía conductual». En mi caso, yo prefiero la expresión «economía basada en la realidad», que es el título de la segunda parte.

La economía basada en la realidad está menos unificada que la economía utópica: debido a que la economía moderna es laberíntica y complicada, abarca muchas teorías distintas, cada una de las cuales se aplica a un fracaso del mercado en particular. Estas teorías no son tan generales como la mano invisible, pero resultan más útiles. Una vez que empiecen a pensar en el mundo desde el punto de vista de algunos conceptos de los que doy una idea general, como el concurso de belleza, la miopía del desastre y el mercado para limones, tal vez se pregunten cómo pudieron vivir sin ellos.

Los orígenes de la economía basada en la realidad pueden ser dos. Dentro de la economía ortodoxa, a partir de finales de los años sesenta una nueva generación de investigadores empezó a trabajar en varios temas que no encajaban con facilidad en el modelo de mercado libre, como los problemas de información, el poder monopolístico y el comportamiento gregario. Más o menos por esa época, dos psicólogos experimentales, Amos Tversky y Daniel Kahneman, sometían al hombre económico racional —*Homo economicus*— a una crítica mordaz. Como sólo un economista se sorprendería al descubrir, los humanos no son supercomputadoras: tenemos problemas para efectuar sumas, por no hablar de resolver los problemas de optimización matemática que constituyen el epicentro de muchas teorías económicas. Cuando hacemos frente a decisiones complejas, a menudo recurrimos a reglas generales o al instinto. Y nos vemos muy influidos por las acciones de otros. Cuando los hallazgos de Tversky, Kahneman y otros psicólogos dieron el salto a la economía, las dos corrientes de pensamiento se unificaron bajo la rúbrica de «economía conductista», que pretende combinar el rigor de la economía con el realismo de la psicología.

En la segunda parte, dedico un capítulo a Kahneman y Tversky, pero este libro no debería interpretarse como otro texto sobre economía conductual. La economía basada en la realidad es un campo mucho más am-

plio, buena parte del cual no se aleja de los axiomas de la racionalidad, y también es considerablemente más longevo. El desarrollo de ésta tiene su origen en el inglés Arthur C. Pigou, compañero y antagonista de John Maynard Keynes, que aducía que muchos fenómenos económicos conllevan interdependencias —lo que tú hagas afecta a mi bienestar, y lo que yo haga afecta al tuyo—, un hecho que el mercado a menudo no toma en consideración. Después de utilizar el calentamiento global para ilustrar cómo surgen esos «efectos de desbordamiento», paso a otros tipos omnipresentes de fracaso del mercado, que implican poder monopolístico, interacciones estratégicas (teoría de juegos), información oculta, incertidumbre y burbujas especulativas.

Un tema común de esta sección es que el mercado, a través del sistema de precios, a menudo envía las señales erróneas a la gente. No es que la gente sea irracional: dentro de sus limitaciones mentales, y las limitaciones impuestas por su entorno, buscan su propio interés lo mejor que pueden. En la tercera parte, «La gran crisis», desarrollo más este argumento y lo aplico a la crisis económica, utilizando algunas de las herramientas conceptuales expuestas en la primera y la segunda parte. Los agentes hipotecarios que orientaron a modestas familias de clase trabajadora hacia hipotecas de alto riesgo reaccionaban ante incentivos monetarios, al igual que los agentes que aprobaron estos préstamos, los banqueros de inversiones que los agruparon apresuradamente en títulos hipotecarios, los analistas de agencias de calificación que tildaron estos títulos de inversiones seguras y los directivos de fondos de inversión que los compraron.

El auge de los títulos hipotecarios de alto riesgo supuso un fracaso del capitalismo en presencia de cognición limitada, incertidumbre, información oculta, seguimiento de tendencias y abundante crédito. Dado que todas estas cosas son endémicas de la economía moderna, fue un error que no acarrearba consecuencias mayores. Al tratar de negarlo, algunos conservadores han intentado culpar por completo a la Reserva Federal, al Departamento del Tesoro o a Fannie Mae y Freddie Mac, dos gigantescas compañías hipotecarias que en realidad eran organizaciones casi gubernamentales. (El Departamento del Tesoro estadounidense garantizó de manera implícita su deuda.) Pero al menos un destacado conservador, Richard Posner, uno de los fundadores de la escuela «Law and Economics», ha reconocido la verdad. «La crisis obedece fundamental o tal vez casi absolutamente a las decisiones tomadas por empresas privadas en un entorno de regulación mínima», dijo en un discurso de 2008. «Hemos visto

cómo un sector financiero en gran medida desregulado se venía abajo y al parecer arrastraba consigo a buena parte de la economía.»<sup>2</sup>

¿Cómo pudo ocurrir tal cosa? Las malas decisiones en política económica desempeñaron un papel importante. Al mantener unos tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, Greenspan y Bernanke distorsionaron las señales de precios que envía el mercado y generaron las condiciones para una burbuja inmobiliaria sin precedentes. La avaricia es otro factor mencionado con frecuencia; la estupidez, un tercero. (¿Cómo pudieron ignorar esos estúpidos de Wall Street que prestar dinero a gente sin ingresos, trabajo ni activos —los impopulares préstamos hipotecarios «NINJA»— era una mala idea?) Después de las revelaciones sobre Bernie Madoff y su esquema Ponzi multimillonario, la actitud delictiva es otro aspecto a tener en cuenta.

A riesgo de escandalizar a algunos lectores, resto importancia a las cuestiones de carácter. La avaricia es omnipresente: es lo que los economistas definen como un «primitivo» del modelo capitalista. La estupidez es igualmente omnipresente, pero dudo que en este caso desempeñara un papel relevante, como tampoco lo hizo, con algunas excepciones obvias, el robo descarado. Mi propuesta, tal vez controvertida, es que Chuck Prince, Stan O'Neal, John Thain y el resto de directivos de Wall Street cuyos tropiezos financieros y sus paquetes salariales multimillonarios han aparecido en las primeras planas durante los dos últimos años no son ni sociópatas, ni idiotas ni delincuentes. En su mayoría, son estadounidenses brillantes, diligentes y no especialmente imaginativos que fueron ascendiendo en su carrera, se codearon con la gente adecuada, obtuvieron resultados algo superiores a los de sus colegas y se encontraron ocupando un puesto directivo durante uno de los grandes *booms* crediticios de todos los tiempos. Algunos de estos hombres, quizá muchos de ellos, albergaban dudas sobre lo que sucedía, pero el entorno competitivo en el que trabajaban no les ofrecía ningún incentivo para echarse atrás. Por el contrario, les alentaba a continuar. Entre 2004 y 2007, en la cúspide del *boom*, los bancos y otras empresas financieras cosechaban unos beneficios récord; el precio de sus acciones alcanzaba nuevas cotas; y sus líderes eran tratados como celebridades en los medios de comunicación.

Tengamos en cuenta lo que habría ocurrido si Prince, que desempeñó el cargo de director general de Citigroup de 2003 a 2007, hubiera anunciado en 2005, por ejemplo, que Citi se retiraba del mercado de las *subprime* porque se estaba volviendo demasiado arriesgado. ¿Cuál habría sido

la reacción de los rivales de Prince? ¿Habrían reconocido la inteligencia de su jugada y la habrían copiado? No es probable. En lugar de eso, habrían ordenado a sus subordinados que se apresurasen a ocupar el negocio que Citi estaba abandonando. Las ganancias a corto plazo de Citi se habrían resentido en relación con las de sus colegas; el precio de sus acciones se habría sometido a una gran presión; y Prince, que ya hacía frente a las críticas debido a problemas de otras áreas del negocio de Citi, habría sido rechazado por sus ideas anticuadas. En una entrevista con *Financial Times* en julio de 2007, Prince reconocía las limitaciones con las que trabajaba. «En lo que a liquidez se refiere, cuando la música deje de sonar, las cosas se complicarán —comentaba—. Pero mientras suene la música, tienes que levantarte y bailar. Todavía estamos bailando.» Cuatro meses más tarde, Citi dio a conocer unas pérdidas de miles de millones de dólares en deudas corporativas incobrables e hipotecas de riesgo. Prince dimitió, su reputación estaba hecha trizas.<sup>3</sup>

En la teoría de juegos el dilema que afrontaba Prince se denomina el dilema del prisionero e ilustra que el comportamiento totalmente racional por parte de los individuos que están compitiendo puede dar lugar a resultados colectivos negativos. Cuando los resultados de nuestras acciones dependen del comportamiento de otras personas, la teoría de la mano invisible no ofrece mucha orientación sobre el resultado probable. Hasta la formulación de la teoría de juegos en los años cuarenta y cincuenta, los economistas sencillamente no tenían las herramientas necesarias para averiguar lo que ocurre en estos casos. Pero ahora sabemos muchas más cosas sobre cómo el comportamiento decidido pero contraproducente, o lo que denomino irracionalidad racional, puede desarrollarse y persistir.

En la tercera parte, «La gran crisis», indico cómo la irracionalidad racional fue esencial para la burbuja inmobiliaria, el crecimiento del mercado de las hipotecas de alto riesgo y el subsiguiente desmoronamiento del sistema financiero. Por mucho que queramos imaginar que los últimos años fueron una aberración, no lo fueron. Los ciclos de auge y depresión orientados hacia los créditos han plagado las economías capitalistas durante siglos. En los últimos cuarenta años, ha habido 124 crisis bancarias sistémicas en todo el mundo. En la década de los años ochenta, muchos países latinoamericanos experimentaron una. A finales de los años ochenta y noventa les tocó el turno a varios países desarrollados, incluidos Japón, Noruega, Suecia y Estados Unidos. El colapso del sector del ahorro y el préstamo hizo que el Congreso estableciera la Resolution Trust Corpo-

ration, que se encargaba de cientos de entidades de ahorros que habían quebrado. Posteriormente, en los noventa, muchos países asiáticos de rápido desarrollo, incluidos Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, soportaron graves colapsos financieros. En el período 2007–2008, nos tocó el turno de nuevo, y esta vez la crisis involucró a los grandes bancos situados en el centro del sistema financiero.<sup>4</sup>

Durante años, Greenspan y otros economistas argumentaron que el desarrollo de productos financieros complicados y difíciles de entender, tales como las titulizaciones hipotecarias (MBS), obligaciones de deuda garantizada (CDO) y permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (CDS), hacían que el sistema fuera más seguro y eficaz. La idea básica era que poniendo un precio de mercado al riesgo y distribuyéndolo a inversores que estuvieran dispuestos y fueran capaces de soportarlo, estos complejos valores reducirían en gran medida las posibilidades de una crisis sistémica. Pero la diversificación de riesgos resultó ser ilusoria y los precios a que cotizaban estos productos resultaron estar basados en la premisa de que los movimientos de los mercados financieros seguían patrones regulares, que su distribución global, cuando no sus giros diarios, se podía prever: una falacia a la que denomino la ilusión de la previsibilidad, la tercera ilusión que ocupa el centro de la economía utópica. Cuando comenzó la crisis, los mercados reaccionaron de maneras que prácticamente ninguno de los participantes habían previsto.

Al contar esta historia y extenderla hasta el verano de 2009, he intentado relacionar sucesos recientes con antiguos debates intelectuales sobre el rendimiento de los sistemas de mercado. Los últimos diez años se pueden considerar un experimento natural único, diseñado para responder a las siguientes preguntas: ¿qué le ocurre a una economía del siglo XXI orientada a las finanzas cuando se desregula y se le suministra una gran cantidad de crédito fácil?, ¿garantiza la mano invisible que todo funcione de la mejor manera posible? Éste no es un manual de economía, pero sí que invita al lector a moverse más allá de los titulares diarios y a pensar con bastante profundidad en cómo funciona el capitalismo moderno y en las teorías que han nutrido las políticas económicas. Por política solemos entender todo aquello relacionado con movimientos políticos e intereses particulares, que ciertamente desempeña un papel, pero detrás de los debates en el Congreso, en la televisión por cable y en los editoriales hay también ciertas ideas complejas y abstractas que rara vez obtienen reconocimiento. «Los hombres prácticos, que se creen totalmente exentos de

cualquier influencia intelectual, generalmente son esclavos de algún economista ya fallecido», como bien señalara John Maynard Keynes en la página final de *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. «Cuando los locos que ocupan puestos de mando oyen voces en el aire, están destilando el frenesí de algún escritor académico de años anteriores.»<sup>5</sup> Keynes sentía debilidad por las florituras retóricas, pero las ideas económicas sí tienen importantes consecuencias prácticas: eso es lo que las hace dignas de estudio. Si lo que viene a continuación ayuda a algunos lectores a comprender algunas cosas que anteriormente resultaban desconcertantes, el esfuerzo que he invertido en ello habrá sido bien recompensado. Si además ayuda a consignar la economía utópica en los libros de historia, eso supondrá una gratificación adicional.