
CARTA A LA REINA*

Su Majestad la Reina
Buckingham Palace
London

MADAM,

Cuando Su Majestad visitó la London School of Economics en noviembre pasado, preguntó muy acertadamente: ¿por qué nadie advirtió que la crisis de crédito estaba en camino? La Academia Británica convocó un foro el 17 de junio de 2009 para debatir su pregunta, con contribuciones de un conjunto de expertos de las empresas, la City, sus reguladores, la academia y el gobierno. Esta carta resume los puntos de vista de los participantes y los factores que mencionaron en nuestra discusión, y que esperamos den una respuesta a su pregunta.

Muchas personas previeron la crisis. Pero nadie previó la forma exacta que tomaría ni el momento en que empezaría ni su ferocidad. Lo que importa en tales circunstancias no es solamente predecir la naturaleza del problema sino también el momento en que aparecerá. Y también hay que detectar la voluntad para actuar y estar seguros de que, como parte de sus poderes, las autoridades tienen los instrumentos correctos para enfrentar el problema.

Hubo muchas advertencias sobre los desbalances de los mercados financieros y de la economía mundial. Por ejemplo, el Banco de Pagos Internacionales expresó repetidas preocupaciones porque los riesgos no parecían reflejarse realmente en los mercados financieros. Nuestro

* Carta enviada a la Reina el 22 de julio de 2009 por la Academia Británica. Publicada en [<http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>]. Traducción de Alberto Supelano.

propio Banco de Inglaterra publicó muchas advertencias acerca de ello en sus informes semestrales sobre la estabilidad financiera. Se consideraba que la administración de riesgos era una parte importante de los mercados financieros. Según se dice, uno de nuestros bancos principales, hoy casi totalmente de propiedad pública, tenía 4.000 administradores de riesgos. La dificultad era percibir el riesgo del sistema en su conjunto y no el de un préstamo o instrumento financiero específico. Los cálculos de riesgos muy a menudo se confinaban a pequeños segmentos de la actividad financiera, usando algunas de las mejores mentes matemáticas de nuestro país y del extranjero. Pero frecuentemente perdían de vista el panorama general.

Muchos también estaban preocupados por los desequilibrios de la economía mundial. Habíamos disfrutado de un período de expansión mundial sin precedentes en el que muchas personas de los países pobres, en particular de China e India, mejoraron sus niveles de vida. Pero esta prosperidad condujo a lo que hoy se conoce como el “exceso de ahorro global”. Esto llevó a que los rendimientos de las inversiones de largo plazo más seguras fueran muy bajos, lo que a su vez indujo a muchos inversionistas a buscar rendimientos más altos a costa de riesgos mayores. Países como el Reino Unido y Estados Unidos se beneficiaron con el ascenso de China, que disminuyó el costo de muchos bienes que compramos, y el fácil acceso directo al capital en el sistema financiero llevó a que las familias y las empresas del Reino Unido se endeudaran. Esto a su vez alimentó el incremento de los precios de la vivienda aquí y en Estados Unidos. Muchos advirtieron que esto tenía peligros.

Pero a pesar de quienes lo advirtieron, la mayoría estaba convencida de que los bancos sabían lo que estaban haciendo. Creían que los magos financieros habían encontrado nuevas y brillantes formas de manejar los riesgos. Incluso algunos sostenían que se habían dispersado tanto a través de un imponente conjunto de nuevos instrumentos financieros que virtualmente se habían eliminado. Es difícil recordar un peor ejemplo de pensamiento basado en ilusiones mezclado con arrogancia. También existía la firme creencia de que los mercados financieros habían cambiado. Y los políticos de todo tipo estaban seducidos por el mercado. Estos puntos de vista fueron instigados por modelos financieros y económicos que eran buenos para predecir riesgos pequeños y de corto plazo, pero pocos eran adecuados para decir qué ocurriría cuando las cosas salieran mal, como sucedió. La gente confiaba en los bancos cuyas juntas directivas y cuyos altos ejecutivos estaban atestados de talento reclutado globalmente y cuyos

directores no ejecutivos incluían personas de probada trayectoria en la vida pública. Nadie quería creer que sus juicios fueran defectuosos o que carecían de competencia para escudriñar los riesgos de las organizaciones que administraban. Una generación de banqueros y financieros se engañó a sí misma y a quienes pensaban que eran los ingenieros que marcan el paso de las economías avanzadas.

Todo esto pone de presente las dificultades para desacelerar la progresión de tales desarrollos en presencia de un factor general de “buena percepción”. Las familias se beneficiaban de un bajo desempleo, bienes de consumo baratos y crédito fácil. Las empresas se beneficiaban de unos costos de endeudamientos más bajos. Los banqueros obtenían bonificaciones exorbitantes y extendían sus negocios a todo el mundo. El gobierno se beneficiaba de altos recaudos fiscales que le permitían aumentar el gasto público en escuelas y hospitales. Esto generó fatalmente una psicología de la negación. Fue un ciclo alimentado, en gran medida, no por la virtud sino por falsas ilusiones.

Las autoridades encargadas de manejar estos riesgos también tenían dificultades. Algunos dicen que su tarea debía de haber sido la de “guardar el trago cuando la fiesta estaba prendida”. Pero esto supone que tenían los instrumentos necesarios para ello. Había una presión general por una regulación más laxa, por un leve tirón de orejas. La City de Londres (y la Autoridad de Supervisión Financiera, FSA) era elogiada como el mejor ejemplo de regulación financiera global por esta razón.

Había consenso en que era mejor enfrentar las secuelas de las burbujas de las bolsas de valores y de los mercados de vivienda que tratar de evitarlas por adelantado. Se dio carta de credencia a esta opinión cuando, debido a la experiencia, mal que bien se evitó una recesión, especialmente en Estados Unidos, luego de que explotara la burbuja “punto com” a principios del milenio. Esto alimentó la opinión de que podríamos rescatar la economía después del evento.

La inflación siguió siendo baja y no dio ninguna señal de advertencia de que la economía estaba recalentada. El Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra había contribuido a generar un período de inflación baja y estable sin precedentes conforme a su mandato. Pero esto significaba que las tasas de interés eran bajas para los estándares históricos. Y algunos dijeron que en consecuencia la política no estaba suficientemente engranada para prevenir los riesgos. Algunos países sí elevaron las tasas de interés para “orzar en contra del viento”. Pero, en general, la opinión predominante era que

lo mejor era usar la política monetaria para prevenir la inflación y no para controlar los grandes desequilibrios de la economía.

Entonces, ¿cuál fue el problema? Todo el mundo parecía estar haciendo su tarea adecuadamente por su propio mérito. Y conforme a los indicadores estándar de éxito, a menudo se hacía bien. Se falló para ver que colectivamente se acumulaban una serie de desequilibrios interconectados sobre los que no tenía jurisdicción ninguna autoridad individual. Esto, combinado con la sicología de rebaño y el mantra de los gurús financieros y políticos, dio pie a una receta peligrosa. Se podía considerar correctamente que los riesgos individuales eran pequeños, pero el riesgo para el sistema en su conjunto era enorme.

En resumen, Su Majestad, aunque la falla para prever el momento, la extensión y la gravedad de la crisis y evitarla tuvo muchas causas, fue ante todo una falla de la imaginación colectiva de muchas personas inteligentes, de este país y del extranjero, para entender los riesgos para el sistema en su conjunto.

Puesto que la falla de previsión es la médula de su pregunta, la Academia Británica presentará algunas reflexiones para que los servidores de la Corona en la Tesorería, la Oficina del Gabinete y el Ministerio de Negocios, Innovación y Capacitación, así como el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Supervisión Financiera puedan desarrollar una nueva capacidad para escudriñar el horizonte y usted nunca tenga que volver a hacer esa pregunta. La Academia patrocinará otro seminario para examinar más ampliamente la cuestión de “nunca jamás”. Informaremos los resultados a Su Majestad. Los eventos del año pasado fueron un choque saludable. Que resulte benéfico dependerá de la franqueza con la que diseccionemos las lecciones y las apliquemos en el futuro.

Tenemos el honor de seguir siendo, Madam,
los servidores más humildes y obedientes de Su Majestad

Profesor Tim Besley, FBA

Professor Peter Hennessy, FBA

FORO DE LA ACADEMIA BRITÁNICA, 17 DE JUNIO DE 2009,
LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL – ¿POR QUÉ NADIE LA ADVIRTIÓ?
LISTA DE PARTICIPANTES

Professor Tim Besley, FBA, London School of Economics; Bank of England Monetary Policy Committee

Professor Christopher Bliss, FBA, University of Oxford

Professor Vernon Bogdanor, FBA, University of Oxford

Sir Samuel Brittan, *Financial Times*

Sir Alan Budd
Dr Jenny Corbett, University of Oxford
Professor Andrew Gamble, FBA, University of Cambridge
Sir John Gieve, Harvard Kennedy School
Professor Charles Goodhart, FBA, London School of Economics
Dr David Halpern, Institute for Government
Professor José Harris, FBA, University of Oxford
Mr Rupert Harrison, Economic Adviser to the Shadow Chancellor
Professor Peter Hennessy, FBA, Queen Mary, University of London
Professor Geoffrey Hosking, FBA, University College London
Dr Thomas Huertas, Financial Services Authority
Mr William Keegan, *The Observer*
Mr Stephen King, HSBC
Professor Michael Lipton, FBA, University of Sussex
Rt Hon John McFall, MP, Commons Treasury Committee
Sir Nicholas Macpherson, HM Treasury
Mr Bill Martin, University of Cambridge
Mr David Miles, Bank of England Monetary Policy Committee
Sir Gus O'Donnell, Secretary of the Cabinet
Mr Jim O'Neill, Goldman Sachs
Sir James Sassoon
Rt Hon Clare Short, MP
Mr Paul Tucker, Bank of England
Dr Sushil Wadhwani, Wadhwani Asset Management LLP
Professor Ken Wallis, FBA, University of Warwick
Sir Douglas Wass
Mr James Watson, Department for Business, Innovation and Skills
Mr Martin Weale, National Institute of Economic and Social Research
Professor Shujie Yao, University of Nottingham