Apuntes del **CENES**
ISSN 0120-3053
Vol. XXVIII - No. 47
Págs. 185 - 194
Junio 2009

¿Cómo pudieron equivocarse tanto los economistas?

PAÚL KURGMAN*
Economista
Profesor de la Universidad de Princeton

Fecha de recepción: 05 de junio de 2007
Fecha de aprobación: 30 de junio de 2007

* *Premio Nobel de Economía 2008.* Este artículo es tomado del periódico EL PAIS.COM, España, 13 de septiembre *2009.*

1. CONFUNDIENDO LA BELLEZA CON LA VERDAD

Es difícil creerlo ahora, pero no hace tanto tiempo los economistas se felicitaban mutuamente por el éxito de su especialidad. Estos éxitos -o al menos así lo creían ellos- eran tanto teóricos como prácticos y conducían a la profesión a su edad dorada.

En el aspecto teórico, creían que habían resuelto sus disputas internas. Así, en un trabajo titulado *The State of Macro* (es decir, de la macroeconomía, el estudio de cuestiones panorámicas como lo son las recesiones), Olivier Blanchard, del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT), actualmente economista jefe del Fondo Monetario Internacional, declaraba que había habido «una amplia convergencia de puntos de vista».

Y en el mundo real, los economistas creían que tenían las cosas bajo control: «El problema central de la prevención de la depresión está resuelto», declaraba Robert Lucas, de la Universidad de Chicago, en su discurso inaugural como presidente de la American Economic Association en 2003. En 2004, Ben Bernanke, un antiguo profesor en Princeton que ahora preside la Reserva Federal, celebraba la Gran Moderación del comportamiento económico comparado con las dos décadas precedentes, y que atribuía en parte al mejorado desempeño de la política económica.

El año pasado, todo esto se vino abajo.

En el despertar de la crisis, las líneas de falla de la profesión de economista han bostezado con más amplitud que nunca. Lucas dice que los planes de estímulo de la Administración de Obama son «economía de baratija» y su colega de Chicago John Cochrane dice que están basados en desacreditados «cuentos de hadas». Como respuesta, Brad DeLong, de la Universidad de California en Berkeley, escribe sobre el «derrumbe intelectual» de la Escuela de Chicago, y yo mismo he escrito que estos comentarios de los economistas de Chicago son el producto de una Edad Oscura de la macroeconomía, donde el conocimiento tan arduamente conseguido ha quedado olvidado.

¿Qué le ha sucedido a la profesión de economista? ¿Y adónde va a partir de ahora?

2. DE SMITH A KEYNES Y VUELTA ATRÁS

El nacimiento de la economía como disciplina se atribuye habitualmente a Adam Smith, quien publicó *La Riqueza de las Naciones* en 1776. Durante los siguientes 160 años se desarrolló un extenso cuerpo de economía teórica, cuyo mensaje central era: confía en el mercado. Ésta era la presunción básica de la economía *neoclásica* (llamada así al haber sido elaborada por los teóricos de finales del siglo XIX sobre conceptos de sus predecesores *clásicos)*.

Esta fe, sin embargo, quedó hecha pedazos por la Gran Depresión. Con el tiempo, la mayoría de los economistas sustentó las consideraciones de John Maynard Keynes tanto acerca de la explicación de lo que había pasado como de la solución de futuras depresiones.

A pesar de lo que usted haya podido oír, Keynes no quería que el gobierno dirigiera la economía. En su obra capital, *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, escrita en 1936, él mismo describió su análisis como «moderadamente conservador en sus repercusiones». Quería organizar el capitalismo, no remplazarlo. Pero cuestionó la noción de que las economías de libre mercado puedan funcionar sin un vigilante. Y apeló a la activa intervención del gobierno -imprimiendo más moneda y, si fuera necesario, con un fuerte gasto en obras públicas- para combatir el desempleo durante las depresiones.

La historia de la economía a lo largo del último medio siglo es, en gran medida, la historia de una retirada del keynesianismo y de un retorno al neoclasicismo. El renacer neoclásico fue guiado inicialmente por Milton Friedman, de la Universidad de Chicago, quien afirmó ya en 1953 que la economía neoclásica sirve adecuadamente como descripción del modo en que la economía funciona realmente, al ser «extremadamente fructífera y merecedora de plena confianza». Pero ¿qué hay de las depresiones?

El contraataque de Friedman contra Keynes comenzó con la doctrina conocida como monetarismo. Los monetaristas,

en principio, no discrepaban de la idea de que una economía de mercado necesite una deliberada estabilización. Los monetaristas afirmaban, sin embargo, que una intervención gubernamental muy limitada y restringida -a saber, instruir a los bancos centrales a mantener el flujo del dinero, la suma del efectivo circulante y los depósitos bancarios creciendo a ritmo estable- es todo lo que se requería para prevenir depresiones.

Friedman empleó un argumento convincente contra cualquier esfuerzo deliberado del gobierno por reducir el desempleo por debajo de su nivel *natural* (actualmente calculado en torno al 4,8% en Estados Unidos): las políticas excesivamente expansionistas, predijo, llevarían a una combinación de inflación y alto desempleo; una predicción que fue confirmada por la estanflación de los años setenta, la cual impulsó en gran medida la credibilidad del movimiento antikeynesiano. A la postre, sin embargo, la posición de Friedman vino a resultar relativamente moderada comparada con la de sus sucesores.

Por su parte, ciertos macroeconomistas consideraban que las recesiones eran algo bueno que formaba parte del ajuste al cambio de una economía. E incluso quienes no eran partidarios de llegar tan lejos argüían que cualquier intento de enfrentarse a una depresión económica provocaría más mal que bien.

Muchos macroeconomistas llegaron a autoproclamarse como neokeynesianos, ya que seguían creyendo en el papel activo del gobierno. Aun así, la mayoría aceptaba la noción de que inversores y consumidores son racionales y que los mercados por lo general lo hacen bien.

Por supuesto que unos pocos economistas no aceptaban la asunción del comportamiento racional, cuestionaban la creencia de que los mercados financieros merecen confianza y hacían ver la larga historia de crisis financieras que tuvieron devastadoras consecuencias económicas. Pero eran incapaces de hacer muchos progresos frente a una complacencia que, vista retrospectivamente, era tan omnipresente como insensata.

3. FINANZAS DE CASINO

En los años treinta, los mercados financieros, por razones obvias, no suscitaron mucho respeto. Keynes consideró que era una mala idea la de dejar a semejantes mercados, en los que los especuladores pasaban su tiempo tratando de pisarse la cola el uno al otro, que dictaran decisiones importantes de negocios: «Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en un subproducto de las actividades de un casino, es muy probable que el trabajo resulte mal hecho».

Hacia 1970 más o menos, sin embargo, la discusión sobre la irracionalidad del inversor, sobre las burbujas, sobre la especulación destructiva, había desaparecido virtualmente del discurso académico. El terreno estaba dominado por

la *hipótesis del mercado eficiente*, promulgada por Eugene Fama, de la Universidad de Chicago, la cual sostiene que los mercados financieros valoran los activos en su preciso valor intrínseco si se da toda la información públicamente disponible.

Y por los años ochenta, hubo economistas financieros, en particular Michael Jensen, de la Harvard Business School, que defendían que, dado que los mercados financieros siempre aciertan con los precios, lo mejor que pueden hacer los jefes de las empresas, no sólo en su provecho sino en beneficio de la economía, es maximizar los precios de sus acciones. En otras palabras, los economistas financieros creían que debemos poner el desarrollo del capital de la nación en manos de lo que Keynes había llamado un «casino».

El modelo teórico desplegado por los economistas financieros al asumir que cada inversor equilibra racionalmente riesgo y recompensa -el llamado Capital *Asset Pricing Model*, o CAPM (pronúnciese cap-em)- es maravillosamente elegante. Y si uno acepta sus premisas también es algo sumamente útil. Este CAPM no sólo te dice cómo debes elegir tu cartera de inversiones, sino, lo que es incluso más importante desde el punto de vista de la industria financiera, te dice cómo poner precio a los derivados financieros. La elegancia y aparente utilidad de la nueva teoría produjo una sucesión de premios Nobel para sus creadores, y muchos profesores de escuelas de negocios se convirtieron en ingenieros espaciales de Wall Street, ganando salarios de Wall Street.

Para ser justos, los teóricos de las finanzas produjeron gran cantidad de pruebas estadísticas, lo que en un principio pareció de gran ayuda. Pero esta documentación era de un formato extrañamente limitado. Los economistas financieros rara vez hacían la pregunta aparentemente obvia (aunque no de fácil contestación) de si los precios de los activos tenían sentido habida cuenta de fundamentos del mundo real, tales como los ingresos. En lugar de ello, sólo preguntaban si los precios de los activos tenían sentido habida cuenta de los precios de otros activos.

Pero los teóricos de las finanzas continuaron creyendo que sus modelos eran esencialmente correctos, y así lo hizo también mucha gente que tomaba decisiones en el mundo real. No fue el menos importante de ellos Alan Greenspan, quien era entonces el presidente de la Reserva Federal y que durante mucho tiempo respaldó la desregulación fiscal, cuyo rechazo a los avisos de poner freno a los créditos *subprime* o de enfrentarse a la creciente burbuja inmobiliaria descansaban en buena parte en la creencia de que la economía financiera moderna lo tenía todo bajo control.

En octubre del pasado año, sin embargo, Greenspan admitió encontrarse en un estado de «conmocionada incredulidad», debido a que «todo el edificio intelectual» se había «derrumbado».

4. NADIE PODÍA HABERLO PREDICHO…

En los recientes y atribulados debates sobre economía se ha generalizado una frase clave: «Nadie podía haberlo predicho…». Es lo que uno dice con relación a desastres que podían haber sido predichos, debieran haber sido predichos y que realmente fueron predichos por unos pocos economistas que fueron tomados a broma por tomarse tal molestia.

Tomemos, por ejemplo, el precipitado auge y caída de los precios de la vivienda. Algunos economistas, en particular Robert Shiller, identificaron la burbuja y avisaron de sus dolorosas consecuencias si llegaba a reventar. Pero, aún en 2004, Alan Greenspan descartó hablar de burbuja inmobiliaria: «Una grave distorsión nacional de precios», declaró, era «muy improbable». El incremento en el precio de la vivienda, dijo Ben Bernanke en 2005, «en gran medida es el reflejo de unos fuertes fundamentos económicos».

¿Cómo no se dieron cuenta de la burbuja? Para ser justo, los tipos de interés eran inusualmente bajos, lo que posiblemente explica parte del alza de precios. Puede ser que Greenspan y Bernanke también quisieran celebrar el éxito de la Reserva Federal en sacar a la economía de la recesión de 2001; conceder que buena parte de tal éxito se basara en la creación de una monstruosa burbuja debiera haber puesto algo de sordina a esos festejos.

Pero había algo que estaba sucediendo: una creencia general de que las burbujas sencillamente no tienen lugar. Lo que llama la atención, cuando uno vuelve a leer las garantías de Greenspan, es que no estaban basadas en la evidencia, sino que estaban basadas en el aserto apriorístico de que simplemente no puede haber una burbuja en el sector inmobiliario.

Y los teóricos de las finanzas eran todavía más inflexibles en este punto. En una entrevista realizada en 2007, Eugene Fama, padre de la hipótesis del mercado eficiente, declaró que «la palabra *burbuja* me saca de quicio» y continuó explicando por qué podemos fiarnos del mercado inmobiliario: «Los mercados inmobiliarios son menos líquidos, pero la gente es muy cuidadosa cuando compra casas. Se trata normalmente de la mayor inversión que van a hacer, de manera que estudian el asunto con cuidado y comparan precios».

De hecho, los compradores de casas comparan concienzudamente el precio de su compra potencial con los precios de otras casas. Pero eso no dice nada sobre si el precio en general de las casas está justificado.

En pocas palabras, la fe en los mercados financieros eficientes cegó a muchos, si no a la mayoría, de los economistas ante la aparición de la mayor burbuja financiera de la historia. Y la teoría del mercado eficiente también desempeñó un

significante papel en inflar esa burbuja hasta ese primer puesto.

Ahora que ha quedado al descubierto la verdadera peligrosidad de los activos supuestamente seguros, las familias de Estados Unidos han visto evaporarse su dinero por valor de 13 billones de dólares. Se han perdido más de 6 millones de puestos de trabajo y el índice de desempleo alcanza su más alto nivel desde 1940. Así que ¿qué orientación tiene que ofrecer la economía moderna ante el presente aprieto? ¿Y deberíamos fiarnos de ella?

5. LA PELEA POR EL ESTÍMULO

Durante una recesión normal, la Reserva Federal responde comprando Letras del Tesoro -deuda pública a corto plazo- de los bancos. Esto hace bajar los tipos de interés de la deuda pública; los inversores, al buscar un tipo de rendimiento más alto, se mueven hacia otros activos, haciendo que bajen también otros tipos de interés; y normalmente esos bajos tipos de interés finalmente conducen a la recuperación económica. La Reserva Federal abordó la recesión que comenzó en 1990 bajando los tipos de interés a corto plazo del 9 al 3%. Abordó la recesión que comenzó en 2001 bajando los tipos de interés del 6,5 al 1%. E intentó abordar la actual recesión bajando los tipos de interés del 5,25 al 0%.

Pero resultó que el cero no es lo suficientemente bajo como para acabar con esta recesión. Y la Reserva Federal no puede poner los tipos a menos de cero, ya que con tipos próximos al cero los inversores sencillamente prefieren acaparar efectivo en lugar de prestarlo. De tal modo que a finales de 2008, con los tipos de interés básicamente en lo que los macroeconomistas llaman *zero lower bound*, o límite inferior cero, como quiera que la recesión continuaba ahondándose, la política monetaria convencional había perdido toda su fuerza de tracción.

¿Y ahora qué? Ésta es la segunda vez que Estados Unidos se ha tenido que enfrentar al límite inferior cero, habiendo sido la Gran Depresión la ocasión precedente. Y fue precisamente la observación de que hay un límite inferior a los tipos de interés lo que llevó a Keynes a abogar por un mayor gasto público: cuando la política monetaria es infructuosa y el sector privado no puede ser persuadido para que gaste más, el sector público tiene que ocupar su lugar en el sostenimiento de la economía. El estímulo fiscal es la respuesta keynesiana al tipo de situación económica depresiva en la que estamos inmersos.

Tal pensamiento keynesiano subyace en las políticas económicas de la Administración de Obama. John Cochrane, de la Universidad de Chicago, indignado ante la idea de que el gasto gubernamental pudiera mitigar la última recesión, declaró: «Eso no forma parte de lo que todos hemos enseñado a los estu-

diantes graduados desde los años sesenta. Ésas (las ideas keynesianas) son cuentos de hadas que han demostrado ser falsas. Es muy reconfortante en los momentos de tensión volver a los cuentos de hadas que escuchamos de niños, pero eso no los hace menos falsos».

Pero como ha señalado Brad DeLong, la actual postura académica viene también siendo de generalizado rechazo a las ideas de Milton Friedman. Friedman creía que la política de la Reserva Federal, más que para cambios en el gasto público, debía ser utilizada para estabilizar la economía, pero nunca afirmó que un aumento del gasto público no puede, en cualesquiera circunstancias, aumentar el empleo. De hecho, al volver a leer el sumario de las ideas de Friedman de 1970, *Un marco teórico del análisis monetario*, lo que llama la atención es lo keynesiano que parece.

Y ciertamente Friedman nunca se creyó la idea de que el paro masivo represente una voluntaria reducción del esfuerzo de trabajo o la idea de que las recesiones en realidad sean buenas para la economía. Sin embargo, Casey Mulligan, también de Chicago, sugiere que el desempleo es tan elevado porque muchos trabajadores están optando por no aceptar trabajos.

Ha sugerido, en particular, que los trabajadores están prefiriendo seguir desempleados porque ello mejora sus probabilidades de recibir ayudas a sus deudas hipotecarias. Y Cochrane declara que el alto desempleo en realidad es bueno: «Debiéramos tener una recesión. La gente que pasa su vida machacando clavos en Nevada necesita algo distinto que hacer».

Personalmente, pienso que eso es una locura. ¿Por qué debería el desempleo masivo en todo el país hacer que los carpinteros se fueran de Nevada? ¿Puede alguien alegar seriamente que hemos perdido 6,7 millones de puestos de trabajo porque hay pocos estadounidenses que quieran trabajar? Claro que si empiezas por asumir que la gente es perfectamente racional y los mercados perfectamente eficientes, tienes que llegar a la conclusión de que el desempleo es voluntario y la recesión es deseable.

6. DEFECTOS Y FRICCIONES

La economía, como disciplina, se ha visto en dificultades debido a que los economistas fueron seducidos por la visión de un sistema de mercado perfecto y sin fricciones. Si la profesión ha de redimirse a sí misma tendrá que reconciliarse con una visión menos seductora, la de una economía de mercado que tiene unas cuantas virtudes pero que está también saturada de defectos y de fricciones.

Existe ya un modelo bastante bien desarrollado del tipo de economía que tengo en mente: la escuela de pensamiento conocida como finanzas conductuales. Quienes practican este planteamiento ponen el énfasis en dos cosas. Primero, en el mundo real hay muchos inversores

que tienen un escaso parecido con los fríos calculadores de la teoría del mercado eficiente: casi todos están demasiado sometidos al comportamiento de la manada, a ataques de entusiasmo irracional y de pánicos injustificados. Segundo, incluso aquellos que tratan de basar sus decisiones en el frío cálculo se encuentran con que a menudo no pueden, que los problemas de confianza, de credibilidad y de garantías limitadas les fuerzan a ir con la manada.

Entretanto ¿qué ocurre con la macroeconomía? Los acontecimientos recientes han refutado de manera decisiva la idea de que las recesiones son una óptima respuesta a las fluctuaciones en los índices del progreso tecnológico; un punto de vista más o menos keynesiano es la única alternativa plausible. Pero los modelos del neokeynesianismo estándar no dejan espacio para una crisis como la que estamos padeciendo, ya que esos modelos generalmente aceptaron el punto de vista del sector financiero sobre el mercado eficiente.

Una línea de trabajo, encabezada por nada menos que Ben Bernanke en colaboración con Marc Gertler, de la Universidad de Nueva York, ha puesto el acento en el modo en el que la carencia de garantías suficientes puede dificultar la capacidad de los negocios para recabar fondos y forjar oportunidades de inversión. Una línea de trabajo similar, en gran parte establecida por mi colega de Princeton Nobuhiro Kiyotaki y por John Moore, de la London School of Economics, sostenía que los precios de activos tales como las propiedades inmobiliarias pueden sufrir desplomes de los que salen fortalecidos pero que, a cambio, deprimen a la economía en su conjunto. Pero hasta ahora el impacto de las finanzas disfuncionales no ha llegado ni siquiera al núcleo de la economía keynesiana. Claramente, eso tiene que cambiar.

7. RECUPERANDO A KEYNES

Así que esto es lo que pienso que tienen que hacer los economistas. Primero, tienen que enfrentarse a la incómoda realidad de que los mercados financieros distan mucho de la perfección, de que están sometidos a falsas ilusiones extraordinarias y a las locuras de mucha gente. Segundo, tienen que admitir que la economía keynesiana sigue siendo el mejor armazón que tenemos para dar sentido a las recesiones y las depresiones. Tercero, tienen que hacer todo lo posible para incorporar las realidades de las finanzas a la macroeconomía.

Al replantearse sus propios fundamentos, la imagen que emerge ante la profesión puede que no sea tan clara; seguramente no será nítida, pero podemos esperar que tenga al menos la virtud de ser parcialmente acertada.