Las finanzas en una sociedad justa

Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo

Robert J. Shiller

Coautor de *Animal Spirits* y primer economista en predecir el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU.

DEUSTO

Las finanzas en una sociedad justa

Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo

Robert J. Shiller

Coautor de *Animal Spirits* y primer economista en predecir el estallido de la burbuja inmobiliaria en EE.UU.

DEUSTO

Prefacio

Empecé a escribir este libro inicialmente para mis alumnos del curso de finanzas que desde hace veinticinco años imparto en la Universidad de Yale. Muchos de estos jóvenes, imagino, todavía no han encontrado su lugar en el mundo y se siguen preguntando cómo adaptarán sus sueños y objetivos a la dura realidad. Con esta obra quise ayudarlos a entender el sistema moderno del capitalismo financiero en el que han de vivir, ahora y en las décadas que vendrán, sea cual sea la profesión que elijan.

Desde 2008, este curso está disponible en la red a través de los vídeos de todas mis clases, producidos para el público por Open Yale Courses, y en 2012[1] aparecerá una nueva versión en vídeo de mis conferencias. Las necesidades de los alumnos lejanos que acceden a mis clases por la red han formado parte también de mi motivación a la hora de escribir el libro.

No obstante, desde que empecé a trabajar en él, este libro ha adquirido un objetivo más grande y más apremiante, y no sólo para los estudiantes. Nuestras vidas se desarrollan en un mundo de capitalismo financiero, un sistema económico que está guiado cada vez más por instituciones financieras y que, como consecuencia de la grave crisis económica iniciada en 2007, muchos consideran agotado. Todos debemos plantearnos si esta sociedad está siquiera un poco bien encaminada, tanto para nuestra generación como para la de nuestros hijos.

El capitalismo financiero es una invención, y el proceso de inventarlo no ha terminado en absoluto. El sistema ha de guiarse cuidadosamente hacia el futuro. Y, lo más importante, ha de extenderse, democratizarse y humanizarse, de modo que seamos capaces de llegar a un momento en el que las instituciones financieras tengan un impacto todavía más omnipresente y positivo. Eso significa dar a las personas la capacidad de participar de igual a igual en el sistema financiero, con pleno acceso a la información y con los recursos, tanto humanos como electrónicos, para hacer un uso activo e inteligente de sus oportunidades. Esto hará que se sientan plenamente integrados en el capitalismo financiero moderno, en vez de considerarse víctimas de las acciones agresivas y egoístas de un círculo financiero cínico. Eso comportará además el diseño de nuevos inventos financieros que tengan en cuenta la teoría financiera más avanzada, además de la revolución de las investigaciones en economía conductual y finanzas conductuales que ha explorado las limitaciones humanas reales que inhiben la toma de decisiones racional y humana. Crear e implementar tales inventos será la mejor táctica para combatir la desigualdad económica. Este futuro está en las manos de la gente, mayor y joven, que pueda leer este libro.

Este asunto es especialmente evidente en el momento de redactar este libro, en el que muchos países del mundo siguen luchando contra los efectos de la crisis económica iniciada en 2007. Es difícil poner una fecha exacta a esta crisis, puesto que, mientras escribo, en 2012, no creemos en

absoluto que haya terminado, y hasta es posible que lo peor esté todavía por llegar. Los esfuerzos de los gobiernos por resolver los problemas subyacentes responsables de la crisis todavía no han surtido mucho efecto, y las «pruebas de estrés» que los gobiernos han utilizado para promover el optimismo sobre nuestras instituciones financieras han sido de dudosa rigurosidad.

Las protestas callejeras tanto contra los gobiernos como contra las instituciones financieras estuvieron en las portadas de todos los periódicos en 2011, mucho después de haber iniciado la redacción de este libro. Las protestas, al parecer, se inspiraron en las de la llamada primavera árabe contra los gobiernos dictatoriales de Oriente Próximo. Empezaron contra las instituciones financieras con el Movimiento 15-M en Madrid, luego con Occupy Wall Street en Nueva York, junto con Occupy Boston, Occupy Los Ángeles, Occupy London, Occupy Melbourne, Occupy Rome y otras variantes. Las manifestaciones de diciembre de 2011 contra las irregularidades en las elecciones rusas reflejaban asimismo la insatisfacción con la cómoda situación que vivían los ricos «oligarcas de los negocios». El tema más repetido en todos estos movimientos ha sido la petición de una democracia más transparente, y el lamento por lo que se percibe como una conspiración entre gobiernos y sus instituciones financieras asociadas. Aunque sus argumentos y su retórica no siempre son coherentes, los manifestantes representan, en gran medida, una bienvenida afirmación de los valores democráticos y de la responsabilidad ciudadana.

Los movimientos no son necesariamente de izquierdas. Hasta aquellos que se consideran ideológicamente opuestos al movimiento Occupy Wall Street en Estados Unidos —los activistas de derechas del Tea Party— también parecen molestos con la aparente concentración de riqueza y poder en Nueva York y otros centros financieros, mientras que la «América media» se carga con todo el trabajo. Parece haber unanimidad entre los seguidores de todas las tendencias políticas en que los intereses económicos más favorecidos no han de usar su influencia sobre los gobiernos para obtener más riqueza, como parece haber sido el caso en asuntos que han desembocado y han seguido a la crisis. Pero parece haber mucha menos unanimidad respecto de lo que hay que hacer a continuación.

Mucha gente parece convencida de la idea de que los responsables de la crisis financiera han de ir a la cárcel. A finales de 2011 di una conferencia, al anochecer, patrocinada por el Chicago Council on Global Affairs, ante un público numeroso, aparentemente conformado por una mayoría de empresarios. Al acabar, algunos de entre el público me criticaron por no haber hecho hincapié en las muchas acusaciones de fraude hechas contra algunas firmas financieras a raíz de la crisis. Me sorprendió percibir tanta rabia entre miembros de la comunidad empresarial, que no tenían nada que ver con los manifestantes de la calle y que, probablemente, eran tanto de tendencia republicana como demócrata. Me provocó la misma sorpresa comprobar que el tema de mi charla —la necesidad de democratizar las finanzas haciendo que los mercados financieros funcionen mejor para todos— no fuera percibido como más comprensivo con sus preocupaciones. De hecho, este tema parece promover los objetivos más profundos del movimiento Occupy Wall Street.

Aunque resulta imposible dejar de lado la ilegalidad como causa del actual colapso financiero, creo que situar el problema en este aspecto nos impide apreciar el conjunto. Nuestro sistema financiero es disfuncional debido a múltiples factores. Si no nos enfrentamos a los

orígenes más profundos de estos problemas para mejorar el sistema, nos habremos perdido la clave del conflicto... y la oportunidad de corregirlo.

Es obvio que cualquiera que haya cometido fraudes ha de pagar por ello, pero es difícil atribuir la crisis a un estallido repentino de maldad. La situación durante el *boom* que provocó la crisis se parecía más bien a la de una autopista en la que la mayoría de los coches sobrepasan un poco el límite de velocidad permitida. En una situación así, los conductores bienintencionados se limitan a adaptarse al tráfico. La U.S. Financial Crisis Inquiry Commission, en su informe final de 2011, describió el *boom* como una «locura»,[2] pero, fuera lo que fuese, no fue mayoritariamente criminal.

Y, si llevamos un poco más lejos la metáfora de la autopista, podríamos sugerir que los diseñadores de coches harían mejor si se limitaran a aplicar las nuevas tecnologías a una mejor gestión del tráfico de vehículos por parte de los conductores, con reguladores de velocidad mejorados, una información electrónica externa de los coches, e incluso vehículos que se conduzcan solos —nuevos sistemas complejos que permitirían a la gente llegar a sus destinos con mayor facilidad y seguridad—. Si éste es el futuro de nuestras autopistas, algo parecido debería ser también el futuro de nuestras instituciones financieras.

Todos estos movimientos de protesta son sólo los signos más visibles del malestar, ostensibles a través de conversaciones y blogs ya desde que empezó la crisis financiera. Las palabras, tanto de los manifestantes como de los empresarios indignados, no tienen un objetivo común ni son claras respecto de lo que no funciona o de lo que hay que hacer. Y, a pesar de todo, la insatisfacción subyacente con el sistema financiero, a raíz de la crisis, refleja problemas reales con el sistema, a los que hay que aportar soluciones; problemas que la nueva legislación y las normativas aplicadas tras la crisis todavía no han resuelto.

En Estados Unidos, la crisis económica empezó a percibirse después de 2006, cuando los precios de la vivienda comenzaron a caer. Según el índice nacional de precios de la vivienda de Standard & Poor’s / Case-Shiller, en los cinco años que van de 2006 a 2011, los precios reales en el sector inmobiliario estadounidense cayeron un 40 por ciento. En 2007, este declive había hecho descender los precios de las hipotecas inmobiliarias lo bastante como para crear una crisis para los que habían invertido en ellas. Se llamó la crisis de las *subprime* («hipotecas de alto riesgo») porque la caída de los precios fue especialmente fuerte para los que habían adquirido hipotecas de alto riesgo; es decir, los compradores de viviendas que se consideran más propensos al impago debido a factores como su historial de liquidez y laboral. Las innovaciones financieras relacionadas con estos préstamos de alto riesgo fueron acusadas de desencadenar la crisis. Pero la crisis no permaneció limitada a las hipotecas *subprime*; esto fue sólo el detonante inicial de una inmensa catástrofe.

La consecuencia fue una caída de los precios inmobiliarios y la quiebra de las instituciones financieras, no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y en el resto del mundo.

En primavera de 2009, la crisis era ya tan aguda que se describía como el mayor desastre financiero desde la Gran Depresión de la década de los treinta, peor que la crisis financiera asiática de la década de los noventa y que las crisis provocadas por el precio del petróleo de 1974-1975 y 1981-1982. A comienzos de 2010, la situación se agravó con una crisis de deuda

soberana y una crisis bancaria en Europa, que en 2012 tuvo como resultado varias rebajas en la deuda de los gobiernos, e incluso del fondo de rescate de la Eurozona, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Esta crisis sigue teniendo repercusiones en todo el mundo.

A pesar de los problemas en el negocio de las hipotecas y de muchas grandes instituciones financieras —algunos basados simplemente en un exceso de entusiasmo y en la ingenuidad, otros en los esfuerzos descarados por manipular y defraudar—, nunca he tenido la sensación, como la han tenido muchos, de que estos problemas fueran una sentencia condenatoria contra el conjunto de nuestro sistema financiero.

Con todas sus imperfecciones, sigo admirando este sistema por lo que hace, así como sigo imaginando lo mucho más impresionante que puede resultar en el futuro.

Me doy cuenta de que los críticos pueden pensar que preparar a los estudiantes para una carrera profesional en el campo de las finanzas no hace más que exacerbar una tendencia hacia mayores penalidades económicas para la mayoría.

Desde luego, algunos de los que trabajan en finanzas o en campos relacionados con ellas cosechan a menudo grandes beneficios materiales por sus esfuerzos, mientras que otros ganan mucho menos. De hecho, la sociedad moderna, en la actualidad, está sumida en la tendencia hacia mayores niveles de desigualdad económica,[3] y a esta propensión ha contribuido la inclinación a gratificar especialmente bien a algunos de los que participan en actividades relacionadas con las finanzas, mientras que aquellos que se ganan la vida básicamente en otros sectores de la economía, incluida buena parte de la clase media y de los pobres, han ido perdiendo pie. Los rescates a banqueros adinerados promovidos por los gobiernos han incrementado la preocupación pública por la desigualdad.

No obstante, las finanzas no deben considerarse como algo intrínsecamente o exclusivamente elitista, ni como un motor de la injusticia económica. Las finanzas, con todos sus defectos y excesos, son una fuerza que posee el potencial de ayudarnos a crear una sociedad mejor, más próspera y más equitativa. De hecho, las finanzas han sido fundamentales para la pujanza de las prósperas economías de mercado de la era moderna, y, desde luego, esta subida hubiera sido inimaginable sin ellas. Más allá de los titulares que incriminan a banqueros y financieros como los egoístas perpetradores del descalabro y del sufrimiento económicos, las finanzas siguen siendo una institución social esencial, necesaria para gestionar los riesgos que permiten a la sociedad transformar los impulsos creativos en productos y servicios vitales, desde protocolos quirúrgicos mejorados hasta tecnologías avanzadas de producción, pasando por sofisticadas empresas de investigación científica y por sistemas enteros de bienestar público. Para la sociedad, las conexiones que se establecen entre las instituciones financieras y los individuos son fundamentales. Aclarar los términos de estas conexiones y establecer un contexto adecuado para implementarlos y mejorarlos es el objeto de este libro.

Parece paradójico que el mismo sistema financiero que ha sido facilitador de algunos de nuestros grandes logros pueda también haber implosionado y creado un desastre de tamaña magnitud.

Así y todo, la mejor manera de proceder para la sociedad no es restringir la innovación financiera, sino, al contrario, dejarle el camino libre. Un enfoque de estas características es capaz

de reducir el impacto del desastre y, al mismo tiempo, de democratizar las finanzas. En varios momentos de este libro describo las innovaciones financieras que se están desarrollando actualmente, y propongo también innovaciones nuevas, ejemplos de cómo las personas creativas y bienintencionadas pueden mejorar todavía nuestra sociedad y democratizar sus finanzas. Pero la crisis nos recuerda que la innovación debe aplicarse de tal manera que apoye la administración de los bienes de la sociedad. Y la mejor manera de hacerlo es construyendo una buena conducta moral en la cultura de Wall Street, mediante la creación y la observancia de las mejores prácticas en sus varias profesiones: CEO (Chief Executive Officer, «consejero delegado»), Traders, contables, bancos de inversión, abogados, filántropos.

Cuando Adam Smith escribió su clásico tratado *La riqueza de las naciones* en 1776, un libro aclamado durante mucho tiempo por haber marcado el inicio de la economía moderna, el asunto que apremiaba a los pensadores y críticos de la época eran los aranceles.[4] Los intereses privados presionaban a los gobiernos para que atendieran sus demandas por delante del interés público y elevaran de tal forma los aranceles que los productores extranjeros de menor coste no tuvieran la posibilidad de competir con ellos. Pero Adam Smith y otros economistas que le siguieron lograron describir la importancia del comercio para extender la riqueza de las naciones. Desde Adam Smith, los *lobbys* o grupos de presión de intereses específicos han tenido muchas más dificultades para aumentar los aranceles, y hoy en día el comercio es esencialmente libre, una institución vital para crear el importante crecimiento y la extendida prosperidad que hemos visto desde las revoluciones del siglo XVIII.

En estos momentos de grave crisis financiera lo que se discute entre críticos y pensadores no es el comercio, sino las finanzas en sí mismas. Abunda la hostilidad hacia las instituciones sociales que puedan asociarse, ni que sea tangencialmente, con el mundo de las finanzas. Esta hostilidad recuerda el estado mental que prevalecía entre el público durante la última gran crisis económica —la Gran Depresión posterior a 1929—, que acabó llevando a un grado de malestar que paralizaría buena parte de la economía mundial y contribuiría a las tensiones que desembocaron en la segunda guerra mundial.

La hostilidad social generada por la crisis puede provocar el desgraciado efecto de inhibir el progreso financiero. Irónicamente, lo que necesitamos para reducir la probabilidad de crisis financieras en el futuro no es reducir la actividad financiera, sino mejorar los instrumentos financieros. Hay un elevado nivel de indignación entre la ciudadanía contra lo que se percibe como las fortunas que han estado ganando la gente de las finanzas, y esta indignación inhibe la innovación: cualquier novedad es recibida con desconfianza. El clima político podría acabar asfixiando la innovación e impidiendo que el capitalismo financiero progrese hacia lo que podría ser beneficioso para todos los ciudadanos. Desde luego, la innovación financiera se sigue propagando, a un ritmo lento y conservador, pero actualmente no se pueden lanzar nuevos inventos financieros debido al miedo predominante. En este libro defiendo que la crisis financiera no se debió simplemente a la avaricia o a la falta de honestidad de algunos actores en el mundo de las finanzas, sino que, al final, se debió a defectos estructurales fundamentales de nuestras instituciones financieras. Sin embargo, estas deficiencias, como la incapacidad de gestionar los riesgos en el sector inmobiliario o la incapacidad de regular la deuda, en realidad

todavía no se han corregido. La respuesta a la crisis no ha consistido en innovar de manera firme para reorientar los aspectos en los que han fallado nuestras instituciones; en cambio, la atención principal se ha dirigido a evitar rescates y a reducir la deuda nacional recortando el gasto gubernamental. Las iniciativas desarrolladas por los políticos como reacción a la indignación ciudadana se han generado a partir de lo que el público percibe como el problema, no mediante las contribuciones de los visionarios.

Las innovaciones financieras socialmente productivas podrían estar avanzando con rapidez, teniendo en cuenta la revolución en el campo de la información y con tantos países más que están experimentando con estructuras económicas distintas y compitiendo en el mercado mundial. En las décadas futuras podríamos ser testigos de un rápido desarrollo en la amplitud de los contratos financieros, con ampliaciones de las posibilidades de mercados, con el fin de preservar nuestros bienes económicos fundamentales. Las innovaciones podrían incluir la implementación de nuevas y mejores garantías contra la crisis económica, incluyendo la proliferación de nuevos tipos de contratos de seguros para permitir que la gente pueda ser más aventurera en su vida sin temer la catástrofe económica. También podríamos observar el desarrollo de medidas innovadoras para restringir la creciente plaga de desigualdad económica que amenaza con crear graves problemas en nuestra sociedad.

Lo que más deseo que sepan mis alumnos —los que están cerca y los que están lejos, los jóvenes y los mayores— es que las finanzas tienen realmente el potencial de dar esperanzas de un mundo más justo y equitativo, y que necesitamos su energía y su inteligencia para ayudar a servir a esta meta.

Introducción

Las finanzas, la administración y nuestras metas

¿Qué podemos pensar de un libro que se titula *Las finanzas en una sociedad justa*? Para algunos lectores, éste puede parecer un emparejamiento de conceptos incongruente. La palabra *finanzas* se considera de manera corriente como la ciencia y la práctica de gestionar la riqueza —de ampliar carteras de inversión, de gestionar sus riesgos y sus garantías, de asegurar que los ricos se hacen más ricos. Revisaremos —y cuestionaremos— esta definición de las finanzas más avanzado el capítulo. La locución *sociedad justa* ha sido utilizada por generaciones de filósofos, historiadores y economistas para describir el tipo de sociedad a la que debemos aspirar. Suele entenderse que es una sociedad igualitaria, en la que todas las personas se respetan y se aprecian entre ellas. De modo que, a primera vista, las finanzas, al menos tal y como se perciben de manera general, parecen jugar en contra de los logros de una *sociedad justa*.

Sin embargo, no es tan sencillo. Las finanzas se han ido asociando cada vez más con el capitalismo. Desde la revolución industrial, los intelectuales han centrado sus a menudo acalorados debates sobre la sociedad justa en temas relacionados con el capitalismo, incluyendo el sistema de mercados, la propiedad privada, las normas legales y las relaciones de clase. Estas instituciones y conceptos han definido cada vez más la sociedad moderna en todo el mundo. Junto con la democracia, pocas ideas han sido tan dominantes y beligerantes a la hora de definir una sociedad justa como el capitalismo.

Los debates sobre el capitalismo y la sociedad justa, desde las incendiarias críticas de Karl Marx en el siglo XIX hasta la vehemente defensa del libre mercado de Milton Friedman en el XX, han tendido a centrarse en el *capitalismo industrial*: el sistema de producción, banca y comercio que dio forma a la sociedad moderna desde el final de la segunda guerra mundial. Pero las décadas pasadas han sido testigo de la ascensión del *capitalismo financiero*, un sistema en el que las finanzas, antaño siervas de la industria, se han posicionado como motor que guía el capitalismo. Se ha dedicado mucha tinta a comentar los aspectos puramente económicos del capitalismo financiero. Yo mismo he contribuido también a esta discusión, en mis textos académicos sobre la volatilidad del mercado y en libros como *Irrational Exuberance*. La actual y grave crisis financiera ha planteado preguntas no sólo sobre las partes del sistema, sino también sobre el capitalismo financiero en su conjunto. Esta crisis —bautizada por Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff como la «segunda gran contracción», un período de economías debilitadas en todo el mundo que empieza en 2007 pero que se prolonga durante varios años, a la manera de la gran contracción que siguió a la crisis financiera de 1929— ha provocado furiosos rechazos al

valor del capitalismo financiero.

Ante esta experiencia, muchos se preguntan: ¿cuál es el papel de las finanzas en una sociedad justa? ¿Cómo pueden las finanzas, como ciencia, como práctica y como fuente de innovación económica, utilizarse para avanzar hacia los objetivos de una sociedad justa? ¿Cómo pueden las finanzas promover la libertad, la prosperidad, la igualdad y la seguridad económica? ¿Cómo podemos democratizar las finanzas, de modo que funcionen bien para todos nosotros?

¿Qué contiene una frase? La evolución del capitalismo financiero

La locución *capitalismo financiero* adquirió connotaciones negativas nada más popularizarse en la década de los treinta, con la publicación de *The Evolution of Finance Capitalism,[5]* de George W. Edwards. Este autor vio una conspiración de las grandes instituciones financieras, con J. P. Morgan a la cabeza, a la que bautizó como la *Pax Morgana*. Durante la Gran Depresión, los críticos y buena parte de la opinión pública culparon al sistema financiero de sus dificultades; lo consideraban como algo casi feudal, con financieros en lugar de señores.

El término ha sido resucitado recientemente, y de nuevo se utiliza con hostilidad. El antiguo ex presidente de Francia, Nicolas Sarkozy, dijo:

> El capitalismo puramente financiero ha pervertido la lógica del capitalismo. El capitalismo financiero es un sistema irresponsable y es [...] inmoral. Es un sistema en el que la lógica del mercado lo excusa todo.[6]

Tony Blair, antiguo primer ministro británico, hablando de las graves crisis financieras que empezaron en 2007, comentó:

> Lo que está claro es que el sistema financiero ha alterado sus fundamentos y nunca podrá volver a ser el mismo. Lo que necesitamos son acciones radicales para enfrentarnos a la salida de la crisis.[7]

Grigory Yavlinsky redactó el Programa de 500 Días de 1990, que esbozaba la transición de Rusia hacia una economía de libre mercado, y fue nombrado delegado del primer ministro para implementarlo. Empezó a expresar dudas similares después de la crisis. En su libro de 2011 *Realpolitik*, en un apartado titulado «Structural Shift: From Industrial Capitalism to Financial Capitalism» («Cambio estructural: del capitalismo industrial al capitalismo financiero») apuntaba:

> Los cambios estructurales fundamentales [están] directamente relacionados con una disminución de los límites morales en los países desarrollados. Los cambios estructurales como éstos siguen a un crecimiento muy rápido del sector financiero y de los servicios relacionados con él.[8]

En este libro defiendo que, aunque los críticos están en lo cierto en algunas de sus acusaciones, los cambios que deben hacerse, en vez de provocar el efecto de restringir el poder innovador del capitalismo financiero, han de ampliar su alcance. Avanzaremos poco si nos limitamos a condenar el capitalismo financiero como un «sistema irresponsable», pero tendremos

el potencial necesario para apoyar los grandes objetivos de las sociedades justas —sociedades prósperas y libres tanto del mundo industrializado como de los países en vías de desarrollo— si expandimos, corregimos y reajustamos las finanzas.

La inexorable expansión del capitalismo financiero

En el momento de escribir este libro seguimos sumidos en la grave crisis financiera iniciada en 2007. Así, tendemos a asociar las finanzas con los problemas recientes, como la resaca hipotecaria y de deuda que arrastramos en Estados Unidos y en Europa, y con los errores legales y normativos que precedieron a estos hechos. Pero no debemos perder de vista el panorama global, pues la noticia más importante es la proliferación y la transformación de ideas financieras de éxito. Innovaciones de este tipo surgidas en un primer momento en Ámsterdam, Londres y Nueva York se están desarrollando posteriormente en Buenos Aires, Dubái y Tokio.

La economía de mercado socialista, con sus estructuras financieras cada vez más avanzadas, fue introducida en China por Deng Xiaoping en 1978, adaptando al entorno de este país los ejemplos de otras ciudades muy prósperas de habla china: Hong Kong, Singapur y Taipéi. La liberalización económica de la India, que permitió una aplicación más libre de las finanzas modernas, se inauguró en 1991 bajo el mandato del primer ministro P. V. Narasimha Rao, de la mano de su ministro de finanzas (luego primer ministro), Manmohan Singh, que se había formado en Economía en el Nuffield College, de la Universidad de Oxford. El sistema de privatización a base de bonos que el ministro Anatoly Chubais introdujo en Rusia en 1992-1994, bajo el gobierno de Boris Yeltsin, siguiendo una modificación del plan Yavlinsky, fue una estrategia agresiva y deliberada para transformar la economía rusa. La intención no fue simplemente igualarse con el resto del mundo en el grado en que las finanzas estaban presentes en la vida cotidiana de los ciudadanos rusos, sino poner a este país en el primer rango mundial en cuanto a propiedad pública de capital.

En estos países, tales integraciones repentinas de estructuras financieras sofisticadas, diseñadas en un primer momento en países financieramente más avanzados, no se lograron de una forma totalmente pacífica, y hubo cierto grado de ira en cuanto a las cifras de beneficios que acumulaban algunos, puesto que durante la transición los oportunistas amasaron rápidamente grandes fortunas. A pesar de ello, China, la India y Rusia han vivido un despertar de la sofisticación financiera y unas asombrosas tasas de crecimiento económico. Y no han sido sólo estos países: según datos del Fondo Monetario Internacional, todo el mundo emergente —incluida la Commonwealth de Estados Independientes, todo Oriente Próximo, el África subsahariana y América Latina—, durante la década pasada, cuando no estaba condicionado por las crisis financieras mundiales, demostró ser capaz de generar un crecimiento del producto interior bruto (PIB) anual de más del 6 por ciento.[9]

Además, hay una serie de acuerdos internacionales que han creado instituciones que trabajan para la mejora de la humanidad mediante sofisticadas herramientas financieras. El Banco Mundial, fundado en 1944 y hoy ampliado en el enorme World Bank Group, tiene grabado en su

sede central de Washington, D.C., el lema «Trabajamos por un mundo sin pobreza». El Banco Mundial fue sólo el primero de los bancos de desarrollo multilateral: el Banco de Desarrollo Africano, el Banco de Desarrollo Asiático, el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo, el Grupo de Bancos de Desarrollo Interamericano, y muchos otros.

Las instituciones financieras modernas son omnipresentes en todo el mundo actual. Además, los mercados financieros no están sólo representados por las acciones y los bonos. Tal vez, de entrada, no se nos ocurra que los precios de las materias primas agrícolas son importantes a la hora de hablar de instrumentos financieros, pero los precios que alcanzan en los mercados de futuros son totalmente análogos a los precios en los mercados de valores. Los mercados del trigo y del arroz son también mercados financieros, en el sentido de que participan de actividades parecidas y se apoyan en un aparato técnico comparable, y son similares en sus fluctuaciones y en su impacto sobre la economía.

El hecho de que las propias vidas de personas de todo el mundo con ingresos muy bajos dependan del precio de los alimentos en algunos de estos mercados no hace más que subrayar la importancia de nuestras instituciones financieras y la importancia de lograr que éstas funcionen correctamente.

El capitalismo financiero y el comunismo marxista

El triunfo del capitalismo financiero o sus equivalentes desde la década de los setenta, incluso en países en los que antes había un sistema comunista marxista, es una de las revoluciones más significativas de la historia y una desviación radical respecto del pasado.

El comunismo, en su forma moderna, tiene su momento definitorio en 1848, año en que tuvieron lugar una serie de revueltas populares en ciudades de toda Europa. Estas revueltas de la clase obrera no contaban con un líder efectivo ni tenían, por ellas mismas, un carácter comunista. Surgieron de la insatisfacción general que se gestaba en las raíces de la sociedad, pero crearon la oportunidad para que el movimiento comunista se afianzara.

Karl Marx y Friedrich Engels reconocieron la importancia de estos acontecimientos y, el mismo año, con el apoyo de la Liga Comunista (una organización originariamente cristiana), publicaron su breve *Manifiesto comunista*, que fue percibido como bastante radical y poco cristiano. En él se defendía la revolución violenta, y Marx y Engels fueron finalmente percibidos por muchos como los que vendrían a llenar el vacío de liderazgo en las revoluciones de 1848. Aunque estas revoluciones fueron breves, su manifiesto se consideró que hablaba por los muchos que antes habían permanecido en silencio.

La palabra *comunismo* proviene del francés arcaico *commun*, que significa «común», y se refiere al principio básico original de esta corriente: la propiedad comunitaria del capital y los sistemas de producción. En este libro hago referencia a la forma tradicional de comunismo, no a la economía de mercado socialista promovida actualmente en China por el Partido Comunista, que permite —y hasta fomenta activamente— la propiedad privada.

El argumento central de la propiedad pública del capital era, según Marx en su libro *El*

capital, acabar con el ciclo vicioso de la pobreza:

> Un hombre no se hace capitalista por ser líder de la industria; más bien al contrario, se hace líder de la industria porque es capitalista. El liderazgo de la industria es un atributo del capital, al igual que en la época feudal las funciones de general y juez se atribuían a la propiedad de la tierra. [...] El sistema capitalista presupone la separación completa de los trabajadores de toda propiedad en los medios por los cuales pueden realizar su trabajo [...]. Por lo tanto, el proceso que abre camino para el sistema capitalista no puede ser otro que el proceso que desposee al trabajador de su medio de producción; un proceso que, por un lado, transforma el medio de subsistencia y de producción en capital, y por el otro, a los productores inmediatos en asalariados. [10]

Marx no explica nunca claramente por qué los trabajadores no tienen acceso al capital. Da a entender que, en el capitalismo, los objetivos de la sociedad los marcan aquellos que están arriba —los que tienen acceso al capital— y no el conjunto del pueblo. Se asume, sin afirmarse, que un trabajador pobre no sería nunca capaz de montar un negocio mediante el crédito de un banco o capital de inversores ricos.

Sin embargo, en un sistema ideal, las personas que tienen buenas ideas emprendedoras, al menos en principio, pueden hacer exactamente esto. Nuestras instituciones capitalistas no cumplen todavía plenamente este ideal, pero a lo largo de la historia ha habido una extensa tendencia hacia la democratización de las finanzas, hacia la apertura de las oportunidades financieras a todo el mundo, y es de esperar que se mantenga en el futuro.

Es cierto que las barreras sociales impiden a algunos aplicar y aprovechar sus talentos. A un chico de granja analfabeto de una región remota no le resulta fácil entrar en una oficina bancaria de una gran ciudad y pedir dinero para montar un negocio.

Para personas así hay verdaderos obstáculos para acceder al capital, y una prueba importante de tal barrera está en la extrema variación de tipos de interés que pagan los prestatarios en las distintas zonas y categorías. La economista del desarrollo Esther Duflo lo resume así: «Este conjunto de pruebas dificulta mucho que pueda creerse que los mercados del crédito, al menos en los países en vías de desarrollo, se encuentran cerca del mercado ideal que haría que la distribución de la riqueza resultara irrelevante para las inversiones.»[11]

Pero éste no es un problema fundamental del capitalismo financiero; es más bien un problema de *democratizar, humanizar y ampliar el ámbito del capitalismo financiero*. El mismo problema básico que permanecería en la nueva sociedad de Marx. Es un dilema social que se puede tratar a base de implantar cambios en nuestro sistema educativo. En realidad ya hemos empezado a cambiar el sistema en todo el mundo, con una educación pública y unas comunicaciones mejoradas.[12]

El capitalismo financiero alcanza la madurez

Desde luego, vivimos en la época del capitalismo financiero, y no debemos lamentarlo. Se pueden y se deben aplicar regulaciones y restricciones en las instituciones financieras para ayudarlas a funcionar por el mejor interés de la sociedad, pero la lógica y el poder subyacentes

de estas instituciones siguen siendo esenciales para su papel. Las instituciones financieras y las variables financieras son tanto una fuente de dirección y un principio de orden en nuestras vidas como el amanecer y la puesta del sol, las estaciones y las mareas.

Está claro que no parece haber una alternativa viable. No oímos nunca hablar de un capitalismo *no financiero* como modelo, aunque uno podría usar este término para hacer referencia a una economía de mercado con instituciones financieras escasamente desarrolladas, tal y como las encontramos todavía hoy en día en algunas de las zonas más pobres del mundo. Por mucho que nos guste criticar las finanzas, nadie parece considerar estas alternativas como modelos adecuados para el futuro de nadie.

Nuestra tarea, tanto en el sector financiero como en la sociedad civil, es ayudar a la gente a encontrar significado al sistema económico, así como un objetivo social más elevado en él. No es tarea fácil, con todas las concentraciones aparentemente absurdas de riqueza que el sistema provoca, la complejidad a menudo desconcertante de sus estructuras, y los juegos —con frecuencia desagradables y poco satisfactorios— a los que obliga a participar a la gente.

Las definiciones importan, así que, la manera como definimos el capitalismo financiero —dar con una buena definición— nos ayudará a desarrollar una teoría de trabajo de esta fuerza tan importante. Ha de establecer una norma de cómo funcionan las finanzas y qué deben hacer los líderes del empresariado, el sector público y la sociedad civil para contener los desarrollos emergentes dentro del campo de las finanzas con el fin de apoyar los objetivos de una economía robusta y próspera, corregir sus excesos, atenuar su volatilidad, y plantear cómo se pueden enfocar las finanzas para hacer frente a las necesidades tanto de las economías avanzadas como de aquellas que se encuentran en vías de desarrollo.

Hacia una teoría de trabajo del capitalismo financiero

En su nivel más amplio, las finanzas son la ciencia de la arquitectura de los objetivos, de la estructuración de los acuerdos económicos necesarios para alcanzar un conjunto de metas y de la administración de los bienes necesarios para este logro. Los objetivos pueden ser los de los hogares, los pequeños negocios, las corporaciones, las instituciones civiles, los gobiernos y la propia sociedad. Una vez especificado un objetivo —como el pago de una formación universitaria, una jubilación desahogada para una pareja, la apertura de un restaurante, la adición de una nueva ala a un hospital, la creación de un sistema de seguridad social o un viaje a la luna —, las partes implicadas han de disponer de las herramientas financieras adecuadas, y a menudo de la asesoría de un experto, para alcanzar sus objetivos.

En este sentido, las finanzas funcionan como la ingeniería. Es un hecho curioso y que a menudo no se tiene en cuenta que la propia palabra *finanzas*, de hecho, deriva del término latino, *finis*, que normalmente se traduce como «fines» o «conclusión». Un diccionario indica que *finis* evolucionó en la palabra *finanza* porque un aspecto de ésta es la conclusión, o repago, de las deudas. Pero, para nuestra discusión, nos conviene fijarnos en que *finis*, ya en la Antigüedad, se utilizaba también para expresar «meta», como el término moderno *fin*.

La mayoría de la gente define las finanzas de una manera más estrecha. Y, sin embargo, financiar una actividad consiste en realidad en hallar la arquitectura para alcanzar un objetivo —y en proporcionar la administración necesaria para proteger y preservar los bienes necesarios para el logro y el mantenimiento de esta meta.

Las metas a las que atienden las finanzas parten de cada uno de nosotros. Reflejan nuestros intereses en la vida profesional, nuestras esperanzas para nuestras familias, las ambiciones en nuestros negocios, las aspiraciones de nuestra cultura y los ideales de nuestra sociedad; las finanzas, en ellas y por ellas mismas, no nos dicen cuáles han de ser los objetivos. Las finanzas no representan una finalidad. No se centran en «ganar dinero» per se. Son una ciencia «funcional» en el sentido en que existen para dar apoyo a otros fines, los fines de la sociedad. Cuanto mejor alineadas estén las instituciones financieras de una sociedad con sus metas y sus ideales, más fuerte y próspera será esta sociedad. Si sus mecanismos fallan, las finanzas tienen la capacidad de subvertir estos fines —como lo hicieron con el mercado de las hipotecas *subprime* en la década pasada—. No obstante, si funcionan correctamente, tienen un potencial único para promover grandes niveles de prosperidad.

El logro de objetivos importantes y la administración de los bienes necesarios para su alcance casi siempre requieren la colaboración de mucha gente, que debe reunir adecuadamente la información que necesita y debe asegurarse de que los incentivos de cada uno coinciden. Imaginemos la creación de un nuevo laboratorio, la financiación de un proyecto de investigación médica, la fundación de una universidad o la construcción de un sistema de metro. Las finanzas proporcionan estructura a estas y otras iniciativas e instituciones de toda la sociedad, por lo que si aquéllas funcionan bien para todos nosotros, ayudarán a crear una sociedad justa y buena. Cuanto mejor entendamos este punto, mejor captaremos la necesidad de una innovación financiera continuada.

Lo que hacen las finanzas

Los economistas y los profesionales de las finanzas tienden a definir y a hablar de finanzas en términos más limitados de los que estamos empleando aquí. Hay muchas investigaciones en el campo de las finanzas académicas que se centran en las estrategias y los resultados a corto plazo, y en el tema relacionado de la gestión del riesgo. En su forma canónica, las finanzas académicas son la ciencia de diseñar carteras de inversión óptimas. De la misma manera, las actividades cotidianas en Wall Street tienden a concentrarse en actividades altamente específicas. No obstante, esto es sólo un segmento de lo que las finanzas tratan en realidad.

Una parte esencial de lo que los profesionales de las finanzas hacen realmente consiste en negociar y llegar a acuerdos —estructurar proyectos, iniciativas y sistemas, grandes y pequeños —, una actividad que intenta cuadrar los objetivos a menudo divergentes de los distintos individuos. Los acuerdos financieros —incluyendo la estructuración de pagos, préstamos, garantías, acciones, opciones de incentivos y estrategias de salida— son sólo los elementos superficiales de estos tratos. Negociar significa facilitar acuerdos que motiven acciones reales

hechas por personas reales, y a menudo entre grupos muy numerosos de éstas. La mayoría de nosotros podemos conseguir poca cosa de valor duradero sin la cooperación de otros. Hasta el prototipo de poeta solitario requiere financiación para practicar su arte, unos ingresos para vivir, editores, impresores, organizadores de lecturas públicas, la construcción o el mantenimiento de locales adecuados para presentar sus obras... hay una arquitectura financiera oculta detrás de todo esto.

Todas las partes de un acuerdo han de querer alcanzar la meta, hacer el trabajo y aceptar los riesgos; también deben creer que las demás personas implicadas en el trato trabajarán de manera productiva por el fin común y que harán lo que la mejor información sugiere que hay que hacer. Las finanzas aportan la estructura de incentivos necesaria para definir estas actividades y asegurar estos objetivos.

Además, las finanzas implican el descubrimiento del mundo y de sus oportunidades, lo que las vincula a la tecnología de la información. Siempre que hay comercio, hay un descubrimiento de los precios; es decir, la oportunidad de aprender el valor de mercado de lo que sea que se está intercambiando. Esto, a su vez, implica la revelación de los sentimientos y motivaciones de las personas, y de las oportunidades que existen entre los grupos de gente, que a su vez pueden abrir posibilidades hacia metas más ambiciosas.

Aparte de ser la ciencia que estructura la consecución de objetivos, las finanzas abarcan una tecnología vital. Como tal, han demostrado un progreso continuo a lo largo de los siglos, desde los inicios del préstamo de dinero en la Antigüedad hasta el desarrollo de los modernos mercados hipotecarios, además de las estructuras legales y normativas necesarias para sustentar estas innovaciones. Y seguirán progresando. Las finanzas, configuradas adecuadamente para el futuro, pueden ser la fuerza más sólida para promover el bienestar y la satisfacción de una población global en expansión con el objetivo de alcanzar los mayores objetivos de una sociedad mejor.

Las finanzas se encuentran con la sociedad justa

La cura real del problema que Marx planteaba no se encuentra en la destrucción del sistema capitalista, sino en su mejora y su democratización, y mejorarlo significa servir a las metas más elevadas de la sociedad justa. Ésta ha sido siempre la mejor respuesta, para desgracia de los radicales.

El reto esencial que tienen que asumir los dirigentes a la hora de conciliar el futuro de las finanzas es entender que se pueden emplear para ayudar a aumentar la prosperidad de un abanico cada vez más amplio de clases sociales, que se puede conseguir que sus productos sean más fáciles de utilizar por parte de la gente, y que puedan integrarse mejor en el conjunto de la economía.

En cuanto a lo primero, no hay nada en la teoría financiera que indique que el control del capital ha de limitarse a unos cuantos «peces gordos». Pensemos en la amplia proliferación democrática de los seguros, las hipotecas y las pensiones —todos ellos innovaciones financieras básicas— para asegurar la prosperidad de millones de personas durante el siglo pasado. Seguir

perfeccionando las instituciones y los instrumentos financieros a través de pequeñas y grandes innovaciones permitirá a la sociedad ampliar el alcance de esta prosperidad e invertir la tendencia creciente hacia la desigualdad social.

En cuanto a lo segundo, diseñar instituciones financieras alrededor de peculiaridades humanas reales facilitará que las personas adapten las innovaciones financieras a sus vidas y que el conjunto del sistema financiero funcione mejor. Eso significa que los psicólogos han de formar parte del equipo financiero, y también debemos tener en cuenta la revolución en economía y finanzas conductuales que han tenido lugar a lo largo de las últimas décadas.[13] Eso significa que debemos limar las aristas de nuestro sistema financiero; es decir, los aspectos que pueden provocar problemas cuando la gente se equivoca. Significa, asimismo, que a las personas hay que contarles la verdad sobre los contratos financieros a los que se comprometen, y sobre las posibilidades de que éstos los perjudiquen en el futuro, de manera que puedan asumir totalmente sus emociones y sus deseos antes de firmarlos.

Si extrapolamos tendencias históricas, es posible extender más el alcance y el ámbito del capitalismo financiero y considerar las críticas de Marx —base fundamental de su visión del extremo comunista— definitivamente obsoletas. Cumplir este objetivo requerirá un grado de intervención del gobierno, pero no tanto como para frustrar las soluciones de mercado. La función del gobierno en este esfuerzo es aportar una serie de normas claras para el juego, un sistema que proteja a los consumidores y promueva el interés público mientras facilite que los jugadores compitan en hacer lo que mejor se les da: ofrecer productos y servicios mejores. El auténtico desafío de este esfuerzo es que estas normas han de tener una dimensión internacional, puesto que los mercados financieros actuales son tanto globales en alcance como instantáneos en su efecto.

La oportunidad del mañana: El capitalismo financiero en la Edad de la Información

En su libro de 1995 *The Road Ahead* (publicado en español como *Camino al futuro*), Bill Gates hizo una serie de predicciones sobre nuestro futuro en la edad de la información; la mayoría —extravagantes y divertidas— no se han cumplido. Por ejemplo, predijo que algunos de nosotros grabaríamos toda nuestra vida, tendríamos siempre grabadoras encendidas y guardaríamos toda nuestra biografía en vídeo para su visionado futuro. Esta idea era adecuada para un libro provocador, pero todavía no se ha hecho realidad. Lo que Gates no predijo fueron otros muchos desarrollos fundamentales, como el sitio web eBay (fundado en 1995, el mismo año de la publicación de su libro), Wikipedia, Facebook, LinkedIn, Zipcar, CouchSurfing y millones de otros que han cambiado nuestra manera de vivir. No hay que culparle por no haber acertado en predecirlas; de hecho, nadie podía haberlo hecho. En vez de ello, debemos plantearnos el proceso por el cual ocurren tales innovaciones, y por qué más en ciertos entornos que en otros. Éste es el verdadero objeto de las finanzas.

Bill Gates no presentaba una visión del futuro del capitalismo o de la sociedad justa; estaba cautivado con los detalles de la ingeniería. Sus predicciones parecían centrarse en pequeñas

cosas, en los trucos. Además, tampoco eligió ir mucho más adelante. El problema real es: ¿qué puede hacer el capitalismo por el bien de la sociedad, con toda la complejidad y las asociaciones de información que una sociedad implica? ¿Qué pequeñas cosas, vinculadas a otras pequeñas cosas, tienen el potencial de reforzar nuestra sensación de satisfacción en la vida? Pongamos una «pequeña» cosa como Facebook, no predicha por Bill Gates en 1995, que es capaz de reunir a viejos amigos a través del tiempo. ¿Se trata de una innovación importante para alcanzar una sociedad justa? Podría serlo, en el sentido de que aporta a la gente una sensación de conclusión a sus vidas.

El rápido avance de la tecnología de la información en nuestro siglo presagia numerosos —y a menudo aterradores— cambios, puesto que las máquinas están sustituyendo rápidamente a la inteligencia humana. Hay un programa informático llamado Soar que tiene la capacidad no sólo de jugar contra los humanos, sino también de aprender a jugar a nuevos tipos de juegos.[14] El programa DeepQA inventado en IBM por un grupo dirigido por David Ferruci puede reconocer el habla y responder a preguntas de conocimiento general. El programa ha sido probado en apariciones simuladas en el concurso de televisión estadounidense *Jeopardy!*, y parece ser capaz de superar a los concursantes humanos.[15]

Enterarse de tales innovaciones puede resultar desmoralizador. Todos queremos desarrollar nuestras capacidades para competir lo más efectivamente posible y tener éxito en el mundo laboral. Pero adquirir aptitudes que pueden ser sustituidas por máquinas no tiene sentido. Por desgracia, resulta difícil de prever cuáles son los talentos que al final importarán.

En su libro de 2005 *The New Division of Labor: How Computers Are Creating the Next Job Market*, los economistas laborales Frank Levy y Richard J. Murnane afirman que los ordenadores están sustituyendo las funciones rutinarias pero no pueden todavía ejercer lo que ellos llaman el «pensamiento experto» o «la comunicación compleja». De hecho, es más probable que los ordenadores *creen* puestos de trabajo que requieran estas aptitudes humanas que no que alejen a los humanos de éstos.[16]

El pensamiento experto representa un pensamiento amplio, capaz de interpolar fuentes de información distintas así como de perspectivas diferentes, tanto sobre lo que es nuevo y actual como sobre lo que es perenne y ha sido olvidado. Un ejemplo de pensador experto que dan Levy y Murnane es el mecánico de automóviles que está familiarizado con las rutinas de diagnóstico informatizado requeridas por los fabricantes de coches modernos, que sabe dónde se pueden encontrar recambios baratos, conoce las necesidades de sus distintos clientes y puede detectar, conduciendo un automóvil, lo que hay que hacerle realmente.

La comunicación compleja hace referencia a la combinación de capacidades interpersonales y a la comprensión de situaciones complejas. Un ejemplo que ofrecen los autores es el de un abogado, que no sólo conoce los intríngulis de la ley, sino que además comprende lo que juega realmente a favor de su cliente, teniendo en cuenta la situación de éste, y es capaz de comunicarle estos conocimientos de manera convincente.

Es imposible predecir qué categorías laborales amplias sobrevivirán frente a la cada vez más sofisticada tecnología de la información, puesto que cada grupo laboral principal seguirá incluyendo algunos trabajos que ofrecen oportunidades tanto para el pensamiento experto como

para la comunicación compleja. Pero las finanzas, de manera amplia, son un campo en el que estos trabajos pueden tener una tendencia especial a sobrevivir, y tal vez incluso a proliferar. Las profesiones relacionadas con las finanzas son un poco como la del mecánico y el abogado. Uno ha de entender los aspectos técnicos de la ingeniería financiera de la misma manera que el mecánico entiende la ingeniería mecánica, y ser capaz de aplicar estos conocimientos y sensibilidad a los problemas humanos. Uno ha de entender los intríngulis de las instituciones financieras (y el marco legal que las define) y ser capaz de transmitir este conocimiento a su cliente. Este proceso lleva generaciones definiendo la historia de la innovación financiera.

En la década de 1840, por las calles de Nueva York era habitual ver a chicos corriendo de un lado a otro, entregando cheques, letras y otros instrumentos negociables a las distintas ventanillas de los bancos, y recibiendo oro y billetes de banco a cambio. Todo esto desapareció después de 1853, con la creación de la New York Clearing House («Cámara de Compensación»), que pronto contó con 54 bancos miembros. Ésta fue una importante innovación de la tecnología de la información, aunque puede no ajustarse a nuestra idea actual de tal tecnología, puesto que no tenía nada que ver con lo electrónico. Cada mañana, a las diez en punto, representantes de todos los bancos principales se sentaban en una sala grande, cada uno en su pupitre designado, y con todos los pupitres colocados en círculo. Un ayudante de cada uno de los representantes se levantaba de cada mesa y, simultáneamente con todos los demás empleados, se ponía a hacer la ronda por los otros 53 pupitres, en los que dejaba 53 fardos de documentos, uno para cada uno de los demás bancos. Todo este proceso se completaba en menos de seis minutos. Cualquier desajuste se calculaba y se pagaba en oro o en billetes de banco, no entre los bancos, sino a la Cámara de Compensación. El oficio de recadero de documentos y dinero en efectivo fue desapareciendo. No obstante, el mundo de las finanzas no desapareció.[17]

La tecnología de la compensación mejoró de manera notoria con la llegada de los ordenadores. Está claro que pronto habrá disponibles sistemas de inteligencia artificial como el DeepQA, capaces de responder a preguntas tipo *Jeopardy!* sobre finanzas. Con todos estos avances imparables en tecnología, uno tal vez se pregunte qué quedará por hacer laboralmente en el futuro. Sin embargo, en el futuro predecible, los ordenadores no serán capaces de aconsejar a las personas con efectividad sobre lo que realmente necesitan hacer con sus carteras de inversión, ni tampoco de facilitar acuerdos entre empresas, ni de aconsejar a un departamento de universidad sobre un nuevo proyecto de investigación, ni de desempeñar ninguno de una serie larga de trabajos. Puesto que las finanzas siguen centradas en el logro de objetivos humanos, se trata de una tarea que las máquinas no pueden asumir más que en sus funciones más básicas.

En este libro veremos cómo la democratización de las finanzas supone el desarrollo tanto de las disposiciones humanas —como las dedicadas a la asesoría financiera y legal, a la formación financiera— como de la tecnología que colabora con estas disposiciones para hacer posible que todo el mundo pueda participar de manera inteligente en el sistema financiero.

Actividades financieras en la economía

Las actividades financieras consumen una enorme cantidad de tiempo y de recursos, cada vez mayores con el paso de los años. En 2010, el valor bruto añadido por el negocio financiero corporativo fue de un 9,1 por ciento del PIB estadounidense, siguiendo con una larga tendencia al alza. En comparación, en 1948 fue sólo del 2,3 por ciento del PIB.[18] Estas cifras excluyen a muchos trabajadores relacionados con las finanzas, como los de las aseguradoras,[19] por lo que es seguro que la tecnología de la información no ha reducido ni el número ni las posibilidades de trabajos en finanzas.

Para algunos críticos, el porcentaje actual de actividad financiera en el conjunto de la economía es demasiado alto, y la tendencia al alza es motivo de preocupación. Pero ¿cómo podemos saber si es realmente demasiado alto, o si la tendencia está, de hecho, justificada por nuestra economía en desarrollo? ¿Qué patrón seguimos? Los habitantes de Estados Unidos consumen el mismo 40 por ciento (3,7 por ciento del PIB) comiendo en restaurantes que consume el sector financiero corporativo.[20] ¿Es comer fuera de casa un derroche, cuando la gente podría quedarse a comer en casa? Es seguro que al menos una parte de lo que hacen todos estos profesionales de las finanzas es productiva: un gran número de ellos se dedican a evaluar negocios y a dedicar recursos a los más productivos de ellos. No obstante, hay otros tipos de actividades financieras —por ejemplo, anticiparse a la psicología del mercado, llevar a cabo comercio de alta frecuencia o anunciar productos financieros dudosos— que no parecen ser muy productivos.

Arjun Jayadev y Samuel Bowles han calculado que en 2002, un 19,7 por ciento de los trabajadores estadounidenses —supervisores, personal de seguridad, miembros del ejército— estaba relacionado con algún tipo de vigilancia.[21] El alto porcentaje de nuestros ciudadanos a los que se paga por protegernos a nosotros y a nuestras instalaciones y pertenencias es en esencia más preocupante que el porcentaje que se dedica a las actividades básicamente productivas de las finanzas. Sin embargo, a muy pocos parece preocuparles esta estadística.

El capitalismo financiero y el reto de la innovación financiera

Aunque el capitalismo financiero, inevitablemente, ha de canalizarse para que sirva al bien de la sociedad, no se puede resumir en términos simplones. Y es así porque representa a una serie impresionantemente amplia y transversal de instituciones, instrumentos y mercados, cada uno de los cuales ha evolucionado a través de un proceso de invención que no difiere de los que han dado como resultado nuestros automóviles y aviones, y mediante los cuales siguen evolucionando.

La innovación financiera es un fenómeno infravalorado. Según Google Ngram, la locución *innovación financiera* apenas se utilizó hasta finales de la década de los setenta y la de los ochenta. El término parece que se amplió primero hacia los controvertidos mercados de futuros financieros que se crearon hacia esa época. Poco después, las oficinas de patentes empezaron a aceptar las reclamaciones de innovación financiera. Por ejemplo, en 1982, la U.S. Patent and Trade Mark («Oficina de patentes y marcas estadounidense») concedió la patente número

4.346.442 a lo que ahora es Merrill Lynch por su CMA (Cash Management Account).

Éste fue un cambio de referencia. ¿Por qué a las autoridades de patentes no se les había ocurrido nunca antes pensar en los métodos financieros como productos patentables? Una pista puede hallarse en una decisión de 1908 del U.S. Second Circuit Court en el caso de Hotel Security Checking Co. vs. Lorraine, que establece una «doctrina de exención de método comercial» que prevalece hasta más o menos la época de la decisión de la CMA de Merrill. El tribunal de 1908 sostenía que los métodos de negocio, fuesen o no originales, eran uniformemente impatentables.[22] Con su decisión, el tribunal establecía que la patente otorgada, un método para detectar el fraude en contabilidad, se servía solamente de papel y tinta y de sentido común empresarial. La formulación sugería que el tribunal buscaba alguna prueba de innovación concreta tal y como se manifestaba en el «medio físico utilizado».[23] Así, las patentes financieras tuvieron que esperar a la aplicación de la informática a la innovación financiera, como en la patente de 1982 de Merrill Lynch; un ordenador programado para prestar un servicio financiero podía, al menos según los criterios de 1908, considerarse un medio físico.

Un problema que presenta el hecho de patentar las innovaciones financieras es que éstas interactúan con la economía entera; son capaces de producir consecuencias —incluidos ganadores y perdedores— que no son evidentes hasta años más tarde. El que solicita una patente financiera no puede demostrar la eficacia de su invento como puede hacerlo el inventor de un aparato presentado para una patente de ingeniería. Como las innovaciones financieras interactúan con las debilidades de las personas —sus esperanzas, sus promesas, sus ahorros—, las patentes sobre ellas parecen ser intrínsecamente más controvertidas que las de ingeniería.

La mayoría de las patentes financieras que no requieren una implementación informática compleja es probable que tengan un largo historial previo implementado de alguna forma rudimentaria, aunque nunca se haya documentado bien. De hecho, una reacción habitual en muchas patentes financieras (incluida la original de 1982 de la CMA de Merril Lynch) es que carecen de la originalidad que tienen los inventos de aparatos físicos.

No obstante, el proceso de innovación financiera sigue siendo importante, aunque sea más en cuanto a innovación corporativa y social que en cuanto a la creatividad del típico inventor de laboratorio solitario. Cuando describimos las finanzas, y cómo consiguen acertar, estamos hablando de un objetivo cambiante. Los dirigentes han de entender que la innovación financiera es un proceso caótico y a menudo perjudicial. En este libro, las descripciones de los productos y las instituciones financieras tendrán intercaladas reflexiones sobre posibles vías para la innovación y el cambio futuros.

Lo que sigue en este libro

Este libro desarrolla una teoría de trabajo del capitalismo financiero para ayudar a guiar la discusión más amplia sobre las finanzas para una sociedad justa. Empieza, en la primera parte, con las realidades del capitalismo financiero, tal y como está constituido hoy y estará constituido en el futuro. Esta parte analiza las funciones y las responsabilidades que asumen las personas en

el terreno de las finanzas, desde los banqueros especializados en inversiones hasta los abogados, legisladores y docentes. Examina los distintos órganos que configuran el cuerpo del capitalismo financiero, que funcionan juntos para producir una entidad económica viva, que adoptan la forma de grupos de gente unida en organizaciones y con tradiciones y maneras de operar particulares.

Hay una tendencia desafortunada a hablar sobre el sistema financiero en abstracto, como si se redujera a las acciones y los bonos, o a una serie de ecuaciones matemáticas. Sin embargo, los pilotos del capitalismo financiero son hombres y mujeres reales, que interpretan cierto papel en nuestra sociedad y convierten los objetivos inherentes a estos papeles en sus propios objetivos personales, y las responsabilidades asociadas a estos roles en sus propias responsabilidades. Cada uno de estos papeles tiene su propio código ético y de conducta profesional, y depende de cada persona que interpreta este papel que el código sea respetado. Aquí tenemos en cuenta una amplia muestra de estos papeles, para ofrecer un panorama amplio de las acciones reales del capitalismo financiero. A medida que vamos comentando estas distintas funciones, plantearemos cómo se pueden mejorar, y cómo la innovación financiera alterará estas funciones y hará que las personas que las desempeñan resulten más efectivas.

La hostilidad pública hacia el capitalismo financiero que vemos hoy en día se canaliza a menudo en forma de ira dirigida contra la gente que cumple algunas de estas funciones. Una misión importante de la primera parte de este libro es tener en cuenta esta hostilidad pública, intentar entender, función a función, por qué los personajes concretos del sistema financiero son tan polémicos.

En la segunda parte del libro se elabora un análisis más crítico del sistema financiero que han creado todas las personas descritas en la primera parte, y se ofrecen algunas ideas sobre cómo puede mejorarse en el futuro. Asimismo, nos fijamos en algunos de los puntos fuertes e inspiraciones del sistema, pero también en sus ansiedades y fracasos, todos ellos pertinentes en cualquier discusión sobre el papel de las finanzas en una sociedad justa. El sistema financiero se adapta en buena parte a la teoría financiera, que contiene una especie de belleza capaz de inspirar las mentes, pero también una suerte de fealdad, al menos en su forma presente. Las crisis financieras que vivimos de vez en cuando son sólo parte de esta historia. Esa fealdad puede provocar que algunos descarten el concepto entero de capitalismo financiero. No obstante, hacerlo sería una insensatez, puesto que el precio que habría que pagar es la pérdida de la capacidad de cumplir algunos de nuestros objetivos más deseados.

La historia del desarrollo económico que ha llevado al mundo hasta su estado de prosperidad e ilustración actual es una historia de muchos ajustes técnicos a nuestro sistema financiero, de innovaciones inspiradas por la teoría financiera, pero también basadas en evaluaciones realistas de naturaleza humana. En esta parte del libro nos detenemos en extrapolaciones de tendencias pasadas que han producido sistemas financieros cada vez mejores; también se plantea una serie de ideas concretas sobre cómo se puede mejorar el sistema en las próximas décadas.

En el epílogo se ofrecen algunas ideas finales sobre cómo se ejerce realmente el poder en las finanzas, sobre nuestros sentimientos negativos hacia la concentración de poder que vemos en el mundo financiero, y sobre cómo, en una democracia financiera, este poder se puede gestionar y reconciliar con los valores humanos básicos.

Primera parte

Funciones y responsabilidades

Hay un viejo dicho que afirma que si el problema del socialismo es el socialismo, el problema del capitalismo son los capitalistas. Algunos de los titulares de la década pasada —desde las proezas de los ejecutivos de Enron y Satyam hasta las de gente como Bernard Madoff— parecen confirmar que el problema del capitalismo financiero son, desde luego, los capitalistas financieros. No obstante, lograr una sociedad justa depende de contar con un sector financiero saludable y robusto, incluidas las personas que ocupan puestos que permiten que el sistema financiero funcione y, por lo tanto, ayudan a que la economía siga en marcha. Si las finanzas son la ciencia de la arquitectura de los objetivos, los que trabajan en su campo son los arquitectos que estructuran estos objetivos y gestionan los riesgos de las pequeñas empresas, las familias, los sistemas educativos, las ciudades, las corporaciones y todo el resto de las instituciones vitales de nuestra sociedad. Si las finanzas, entendidas propiamente dentro de una sociedad justa, son la administración de los bienes de la sociedad, son estas mismas personas las que reciben el encargo de gestionar y cultivar estos bienes.

En esta parte del libro repasamos toda una serie de funciones desempeñadas por los profesionales de las finanzas, desde los consejeros delegados hasta los contables y los filántropos. La idea no es hacer una especie de biopsia para detectar los fallos de estos personajes, sino más bien llegar al corazón de su valor, entender sus funciones; apreciar mejor cómo los factores como las gratificaciones, los efectos de la reputación y los códigos de conducta promueven mejores prácticas profesionales; y también predecir cómo estas funciones podrían cambiar en el futuro. Asimismo, se debe tratar de entender por qué hay tanta gente que no parece apreciar la función de estos personajes, y por qué detectamos una hostilidad tan frecuente hacia los que la desempeñan. Con todo lo que se ha hablado a favor y en contra de Wall Street, hasta ahora todavía no se ha hecho ningún retrato claro de las funciones y las relaciones que realmente consiguen poner en marcha el sistema. Pero cualquier discusión sobre el futuro de las finanzas y su conexión con los objetivos de una sociedad justa presupone un conocimiento de estas funciones, de modo que empezaremos por aquí.

1

Los consejeros delegados

El consejero delegado de una empresa tiene un cargo muy especial, porque representa una idea: la idea esencial que hay detrás de las actividades de la empresa, una manera de pensar que define el trabajo de todos sus empleados, y una cultura que incluye sus valores corporativos, conectando la empresa con el conjunto de la sociedad.

El consejero delegado es responsable de la formulación de objetivos a corto plazo que promuevan esa misma idea. El consejero delegado encarna la intención de la empresa. Esta responsabilidad se tiene que confiar, en buena parte, a un individuo y no a un comité de iguales, de la misma manera que la redacción de una novela suele confiarse a una sola persona. La sociedad humana tiene una serie de tendencias naturales que pueden coordinar las actividades de equipos de personas que desempeñan tareas rutinarias; los equipos parecen formarse de manera natural, pero son también vulnerables al conflicto y a ser apartados por las metas individuales de sus miembros. Seguimos necesitando del córtex prefrontal de un individuo —sin importar cómo funciona— para que coordine las actividades de los grupos numerosos de personas, pues los grupos grandes no pueden ser estratégicos ni resolutivos sin un líder.

Una sucesión de consejero delegado

Dicho esto, la corporación tiene un problema fundamental: debe enfrentarse a una sucesión de consejero delegado. Las empresas, con suerte, pueden vivir durante siglos; los consejeros delegados, sujetos a la mortalidad humana, no.

La esencia de una corporación es su longevidad. Las corporaciones prósperas no tienen fecha de muerte, no tienen caducidad, no tienen límites inherentes sobre la cantidad de tiempo que pueden funcionar. La sucesión de consejero delegado de una corporación es como la de los reyes de una monarquía, cada uno de los cuales recoge la bandera de su predecesor caído y reinterpreta y sigue desarrollando la causa. Excepto que los consejeros delegados no pueden relajarse y disfrutar de la vida de los reyes: deben trabajar especialmente duro.

Por norma general, un consejero delegado tan sólo desempeñará sus funciones durante unos cuantos años, período en el cual debe establecer una serie de objetivos para una empresa que ha vivido mucho más tiempo que su mandato. Por tanto, debe haber un sistema efectivo de recompensas que centre al consejero delegado en el largo plazo. Y éste es un problema que se

presta a soluciones financieras.

Los consejeros delegados tienen egos e intereses personales que no necesariamente coinciden con los de largo plazo de las empresas. Éstas deben encontrar maneras de mantener a sus directivos centrados en el trabajo, atendiendo las tareas aburridas y a menudo poco apreciadas que ocupan buena parte de su tiempo. Una corporación necesita un líder que haga un trabajo inspirado, con el que logre que todo funcione a largo plazo, anticipe tendencias y cambios de rumbo, y aporte visión para la empresa, al tiempo que deja sus propias necesidades y deseos en segundo plano.

El ego de un consejero delegado es más fácil de satisfacer si, además de ejercer como tal, éste es fundador de la empresa, puesto que ser el primero de cualquier sucesión supone la mayor gratificación personal. El consejero delegado fundador de una empresa tiene una importancia especial: si la empresa dura, es muy posible que se convierta en una figura legendaria para las generaciones futuras, y que años o hasta siglos más tarde sea recordado por los empleados como una figura casi mítica.

Los antropólogos han destacado una figura universal llamada mito creador —una leyenda que todos los miembros de una sociedad determinada conocen, una leyenda que describe sus orígenes—.[24] Este mito se suele humanizar con la identidad de un líder principal. Un consejero delegado fundador es parte del mito fundacional de una empresa. Él lo sabe e, instintivamente, persigue este estatus legendario, representando una versión moderna de esta misma leyenda antigua. Sin embargo, esto ocurre sólo con el primer consejero delegado.

Detrás de la sucesión de consejero delegado se encuentra una estructura financiera, que, de hecho, hace posible el trabajo de cada uno de estos ejecutivos. El consejero delegado de una corporación moderna, técnicamente, es tan sólo un empleado que sirve a discreción de la junta directiva. Su función se define mediante un contrato financiero, con cláusulas relativas a la compensación por el rendimiento de la empresa y sus acciones; es decir, depende de cierta estructura financiera, de un invento financiero, para motivarse.

Aunque el CEO no acostumbra a ser el consejero delegado fundador, se le pide igualmente que sea un visionario, pues las corporaciones modernas deben reinventarse una y otra vez, en respuesta a las exigencias de la nueva información y de los nuevos mercados.

El éxito en la reinvención de la empresa se refleja en los precios financieros. Cuando el consejero delegado acierta, el precio de las acciones de la empresa sube; cuando el consejero delegado fracasa, el precio baja. Un consejero delegado observa ávidamente el precio de la acción de la empresa, por lo que es como un informe continuo de sus actividades, emitido minuto a minuto. Es, asimismo, la señal de gratificación del centro cognitivo de la empresa, y guarda cierta analogía con el sistema de gratificación del aparato de toma de decisiones de la mente humana —un punto que trataremos más adelante—, pues en la empresa, como en el cerebro, el sistema de gratificaciones es esencial aunque imperfecto.

El acuerdo financiero de un consejero delegado estándar está cuidadosamente tramado por el cerebro humano, diseñado para incentivar que esa persona permanezca en el puesto el tiempo suficiente y con un papel lo bastante destacado como para que su relación con los demás como líder quede firmemente fijada en las mentes de todos.

La cesión al consejero delegado de acciones u opciones de las propias participaciones de la empresa es una manera de asegurar que sus aspiraciones coinciden con las de ésta. La opción de comprar una participación a un precio especificado sólo tiene valor si el precio de mercado actual es mayor, de modo que otorgar opciones al consejero delegado crea un incentivo con el fin de que actúe para incrementar el precio de la participación.

Una participación en acciones no tiene una fecha de término, como sí la tiene el puesto del consejero delegado. Suponiendo que el precio de mercado de las acciones de una participación en la empresa sea un buen indicador de su auténtico valor a largo plazo, el cambio en el precio de las acciones es un buen indicador de la contribución del consejero delegado al valor a largo plazo de la empresa.

El precio de las acciones indica una gratificación sólo si hay buenas noticias; reacciona a las noticias reales y no anima a regodearse sobre los logros pasados. Así, el consejero delegado tiene incentivos para ser el portador —para los inversores atentos— de buenas noticias sobre el potencial a largo plazo de la organización —pero que aparecen hoy, ahora mismo— y, por lo tanto, con el fin de planificar para el futuro indefinido, no sólo para su período en el puesto.

El incentivo a base de acciones puede ser mucho mejor que otorgar primas al consejero delegado por obtener grandes beneficios: las primas basadas en los beneficios pueden animar al consejero delegado a meramente exprimir la empresa a corto plazo, mientras descuida los problemas a más largo plazo y acaba dejando una situación desastrosa para su sucesor. Con los incentivos relacionados con el precio de las acciones, en cambio, se anima al consejero delegado a conducir la empresa hacia oportunidades que podrían mejorar su valor a largo plazo.

Establecer el nivel de gratificación

Los sueldos y las primas de los consejeros delegados son objeto de muchos noticiarios, debido a sus niveles desorbitados, en especial en las últimas décadas y en especial en Estados Unidos. La rabia y el resentimiento por las compensaciones que reciben los ejecutivos configuran buena parte de la hostilidad pública hacia el capitalismo financiero en general.

Sin embargo, a veces, las altas compensaciones de los consejeros delegados son fácilmente comprensibles. Pongamos el ejemplo de un hombre que era el muy eficaz consejero delegado de la Corporación A, que le ha dado la vuelta a la empresa y la ha llevado desde el borde de la quiebra al éxito rotundo. Por el camino se ha enfrentado a numerosas tareas desagradables, como despedir a personas clave, librar batallas normativas contra fuerzas atrincheradas dentro de la organización, y cerrar operaciones, y lo ha hecho de una manera políticamente tan hábil que los que han quedado en sus puestos no sienten rencor y han sido motivados para ayudar a la empresa a dar nuevos pasos hacia adelante. Ha recibido una gran recompensa económica por hacer este trabajo y actualmente preside una empresa próspera y bien gestionada. Tal vez esté pensando en jubilarse antes de tiempo y disfrutar parte de su fortuna.

Ahora, supongamos que la junta directiva de la Corporación B cree que necesita tomar estas mismas medidas drásticas. Es totalmente plausible que le pidan a nuestro consejero delegado que

deje su actual trabajo y se convierta en su nuevo consejero delegado. Se lo podrían proponer a alguien que no tuviera esta experiencia para hacer lo que ha hecho, pero esa otra persona no tendría la misma personalidad ni el mismo criterio. Lo quieren a él.

Es posible que nuestro consejero delegado responda que ya ha tenido bastante de este desagradable negocio y que, en realidad, ya tiene más dinero del que podrá gastar en su vida. No, no quiere volver a pasar por esto.

Así, también sería plausible a su vez que la junta de la Corporación B le ofreciera un paquete realmente atractivo para seducirle —un paquete, por ejemplo, que consista en opciones de la empresa con un valor potencial de entre 30 y 50 millones de dólares si consigue reflotar la empresa—. Esta cantidad no es enorme si la comparamos con los beneficios de una gran empresa. Una junta diligente que ejerza su responsabilidad fiduciaria presidiendo una compañía con unos ingresos de miles de millones podría plantearse el fichaje de un CEO altamente cualificado y con experiencia contrastada que valiera todo ese dinero.

Dirigir o darle la vuelta a una empresa, de nuevo, cuando ya se ha hecho, tal vez no parezca tan glorioso en sí mismo la segunda o hasta la tercera vez. Sin embargo, son precisamente los que ya han dirigido una misión tan importante en el pasado quienes disponen de las mejores credenciales para volver a hacerlo. Los consejeros delegados, hasta los de las empresas incluidas en la lista Fortune 500, no suelen ser especialmente apreciados ni famosos, con sólo unas pocas excepciones. Por lo tanto, una compensación alta es la mejor manera de atraer a candidatos cualificados para estos puestos.

Se comenta a menudo que, hace ya algunas décadas, cuando los salarios de los consejeros delegados eran mucho menores, las empresas todavía encontraban a gente dispuesta a dedicarse a este cargo. Como presidente de American Motors de 1954 a 1962, George Romney, el padre de Mitt Romney, rechazó primas enormes.[25] En 1978, Lee Iacocca se ofreció para servir como consejero delegado de Chrysler para salvar la empresa de la bancarrota, por un sueldo de tan sólo un dólar.[26] Éstos son buenos ejemplos, pero no significan que las empresas puedan siempre contratar a bajo precio a los consejeros delegados que ellas quieren. Romney y Iacocca fueron raras excepciones: ambos tenían una fuerte personalidad pública, y para ellos estos gestos simbólicos pudieron haber sido especialmente importantes. Romney se convirtió luego en gobernador de Michigan, y Iacocca escribió luego tres libros sobre su filosofía empresarial que se convertirían en bestsellers, y en algún momento de sus carreras ambos dieron señales de querer aspirar a la presidencia de Estados Unidos.[27]

Por otro lado, el incremento de salarios altos que hemos visto en décadas recientes podría explicarse en parte como resultado de las mejoras en nuestro sistema capitalista, pues a medida que éste empieza a reconocer la importancia de directivos cualificados, se niega a someterse a convenciones salariales arbitrarias.

Es por esto que el Squam Lake Group (un grupo no partidista, no afiliado, de quince académicos que ofrece asesoría sobre regulación financiera, del que yo mismo formo parte) aconsejaba en su informe de 2009 que el gobierno no regulara el nivel de compensaciones de los consejeros delegados. Hay consejeros delegados que son y serán siempre de inmenso valor para sus empresas. Por otro lado, el grupo sí creía que era necesaria la regulación de la estructura de

compensaciones de los consejeros delegados.[28]

Riesgo moral y compensación prorrogable

Hay un motivo por el cual el gobierno debe intervenir en el proceso de determinación de los salarios de los ejecutivos: mitigar un riesgo moral específico que parece haber desempeñado un papel sustancial como causante de la crisis financiera iniciada en 2007, al menos para las empresas grandes y las llamadas sistémicamente importantes. Este riesgo moral aparece porque los consejeros delegados y otros grandes ejecutivos de estas empresas clave tienen incentivos para correr riesgos extraordinarios. Creen que sus empresas son demasiado grandes como para que se les permita fracasar; es decir, debido a que la bancarrota de su empresa sería simplemente demasiado grave para el conjunto de la economía, arguyen que el gobierno no dejará que ello ocurra.

Con esta actitud presente, al consejero delegado puede no preocuparle demasiado el riesgo de precipitar una crisis financiera internacional. Asimismo, puede interesarle mucho hacer una apuesta que le dé un 50 por ciento de posibilidades de lograr un aumento enorme del precio de las acciones para así cosechar unos beneficios inesperados de sus opciones de compra de acciones, aunque esta misma apuesta tenga un 50 por ciento de probabilidades de llevarse a la empresa por delante y hundir buena parte de la economía global. En un caso, él se hace rico; en el otro, bueno, sus opciones no valen nada, pero también podrían no haber valido nada si no se hubiera arriesgado.

Aparte, un consejero delegado con una compensación basada en el esquema de opciones de compra de acciones tiene el incentivo de manipular el flujo de información que sale de la empresa y de adulterar informes financieros, para retrasar la aparición de información desfavorable hasta después de que él haya recibido su compensación. Y estas prácticas no entran en conflicto con la teoría de los mercados eficientes —de la que discutiremos en varios momentos más adelante en este libro—, que sostiene que los precios de mercado incorporan de manera rápida y eficiente toda la información pública de una empresa. El consejero delegado forma parte de la empresa y está al tanto de cuestiones que se ocultan deliberadamente al mercado. Por todo esto, el Squam Lake Group recomendó al gobierno que las empresas sistémicamente importantes aplazaran una parte sustancial de las gratificaciones de sus consejeros delegados durante un período extenso de, pongamos, cinco años.

La Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección del Consumidor de 2010 en Estados Unidos contiene términos parecidos a la recomendación del Squam Lake Group. En especial, la ley incluye provisiones que requieren que el consejero delegado devuelva las «compensaciones otorgadas erróneamente» que hayan sido resultado del «no cumplimiento material del emisor de algún requerimiento de informe financiero previsto por las leyes de valores».[29] Pero la propuesta del Squam Lake Group es aún más profunda en cuanto a que retiraría al consejero delegado el resto de las compensaciones si se llegara a producir el rescate o la quiebra de la empresa.

Nepotismo en la junta

Es obvio que hay varias circunstancias en las cuales un consejero delegado puede recibir un sueldo especialmente alto: podría tratarse de fraude; o podría ser que la junta directiva votase a favor de un salario alto por un sentido de cortesía profesional o por simpatía de clase; y hasta podrían existir expectativas individuales por parte de los miembros de la junta de recibir el mismo trato en el futuro.

Lucian Bebchuk y Jesse Fried, ambos profesores de Harvard Law School, afirman en su libro *Pay without Performance* (2006) que el incremento en los salarios de los altos ejecutivos ha sido en buena parte el resultado de un fracaso en el proceso de negociación de tú a tú entre las juntas directivas y los altos ejecutivos a los que contratan. Cuando la «negociación» es entre buenos amigos, puede que sólo tenga la apariencia de ser justa: «Los directores han tenido varios incentivos económicos para apoyar, o al menos para aceptar, disposiciones favorables a los altos ejecutivos de la empresa. Hay varios factores sociales y psicológicos —camaradería, espíritu de equipo, el deseo natural de evitar los conflictos dentro del equipo directivo, y a veces la amistad y la lealtad— que también han empujado a los miembros de la junta en esta dirección».[30]

Por lo tanto, al final son las tendencias psicológicas las que subyacen en el problema del nepotismo en la junta directiva. Ha habido una percepción pública de este problema, y los legisladores ya han empezado a introducir reformas que refuerzan la independencia de los directores. No obstante, el problema persiste.

La cuestión, según Bebchuk y Fried, no está en el capitalismo financiero, sino en ciertos detalles de su implementación. Para limitar el problema del favoritismo en las juntas, proponen la reforma de la elección de los miembros de éstas, medidas para facilitar la sustitución de una junta y procedimientos para dar a los accionistas la posibilidad de introducir cambios en los estatutos corporativos.

El aumento durante la segunda mitad del siglo XX de las firmas de capital riesgo —que se especializan en proporcionar financiación a empresas de nueva creación que tienen una alta probabilidad de fracaso, con lo que esperan sacar beneficios de las pocas que triunfen— ha ayudado a enfrentarse a estos problemas, al menos para empresas recién creadas o en sus primeras etapas. Han sustituido a muchos de los inversores privados o «business angels» (inversores ricos independientes que han apoyado a empresas de nueva creación en el pasado, inversores no profesionales y que, debido a su inexperiencia, están expuestos al error).

Las sociedades de capital riesgo, con los años, han aprendido algunas cosas sobre el talento y la compensación de los consejeros delegados. Han aprendido que el talento y la dedicación del consejero delegado y de los altos ejecutivos marcan una enorme diferencia para el éxito de la empresa, aunque éstos, en una etapa de sus vidas en la que tienen más ambición y energía, no son necesariamente caros de contratar. Las firmas de capital riesgo se aseguran de que los altos ejecutivos de las empresas que ellos financian participarán sustancialmente del posible éxito de sus empresas.

Estas firmas han aprendido a estructurar los contratos, normalmente incluyendo en ellos opciones de acciones que motiven a los ejecutivos y los protejan del alto riesgo de la quiebra. Una firma de capital riesgo casi siempre exige un puesto en la junta directiva, un lugar privilegiado desde el cual puede revocar con contundencia cualquier pacto descompensado que sea excesivamente generoso con los consejeros delegados. Asimismo, estas firmas también serán más propensas que los inversores providenciales a sustituir al fundador por un consejero delegado externo cuando las cosas se tuerzan.[31] Por desgracia, las firmas de capital riesgo acostumbran a vender sus participaciones y a salir de los negocios cuando las empresas en las que han invertido prosperan y crecen.

Los inversores institucionales —los gestores de carteras, de los que hablaremos más adelante — pueden a veces imponer límites parecidos a la sobrecompensación de los ejecutivos. Sin embargo, sigue habiendo la necesidad de mejorar sus métodos y organización para ayudarlos a hacerlo mejor.

Otra causa fundamental de la compensación excesiva de los consejeros delegados es la incapacidad pública de comprender el problema que Bebchuk y Fried han descrito. El público general, al menos en Estados Unidos, no es capaz de apreciar realmente todos los asuntos relacionados con los salarios altos en extremo que se pagan a algunos ejecutivos y, por lo tanto, el público ha estado exageradamente dispuesto a consentir en estos salarios.

La incapacidad de reconocer el problema de las negociaciones descompensadas entre las juntas directivas y sus altos ejecutivos fue un síntoma de la época a finales del siglo XX, cuando había una complacencia excesiva en la capacidad de que un sistema de mercado libre no regulado funcionara perfectamente. El final del siglo xx fue la época del «consejero delegado carismático», sobrevalorado por el público e incentivado para que arriesgara demasiado e hiciera milagros que justificaran su salario.[32]

Desde luego, había una burbuja en los sueldos de los ejecutivos que reflejaba las burbujas inmobiliaria y bursátil.

La universalidad del problema de incentivación de los consejeros delegados

La naturaleza fundamental del problema de las compensaciones a los consejeros delegados se puede mirar desde el punto de vista de que hasta en los países comunistas surgieron las mismas cuestiones. El economista yugoslavo Milovan Djilas, en su libro de 1957 *The New Class: An Analysis of the Communist System*, mostró claros paralelismos entre el comportamiento de los ejecutivos en los países comunistas y el de los de los países occidentales.[33] Estas críticas al sistema comunista truncaron sus esperanzas de suceder a Josip Broz Tito como líder de Yugoslavia. Expuso los problemas con candidez, incluido el sistema de gratificaciones de los ejecutivos del gobierno, parecido al sistema de primas de las corporaciones occidentales. Los dirigentes del partido en el gobierno recibían una casa lujosa y otros beneficios si actuaban con eficacia. Los gestores comunistas forman un sistema clientelista para exprimir las empresas en beneficio propio, al igual que ciertos gestores en los países capitalistas.

David Granick, en su libro de 1960 *The Red Executive* (publicado en español como *El hombre de empresa soviético*), señalaba muchos más paralelismos entre la *nomenklatura* soviética y la clase financiera occidental. La gestión de empresas en la Unión Soviética se apoyaba en los comités de partido, y en los comités regionales que tenían interés en el éxito de una empresa y que desempeñaban un papel bastante parecido al de los accionistas y las juntas directivas de los países occidentales: elegir, motivar y, a veces, penalizar a los directivos.[34] Los soviéticos habían redescubierto las ventajas de un sistema que otorgaba incentivos a los ejecutivos que se esforzaban para la prosperidad de una empresa.[35]

El problema de la motivación de los consejeros delegados es básico y difícil de resolver; pero, a medida que evoluciona nuestra comprensión del funcionamiento de la economía, de alguna manera nos vamos liberando de los errores del pasado. El papel de los altos directivos (al igual que sus títulos) está abocado a cambiar a medida que vayamos descubriendo maneras mejores de encontrar e incentivar a personas que asuman el liderazgo y que se responsabilicen de los objetivos más profundos de las organizaciones que dirigen.

En el futuro, seguiremos oyendo de algunos consejeros delegados con salarios y beneficios extraordinariamente altos. Eso formará parte de la historia del capitalismo financiero, pero podemos esperar que haya una mayor racionalidad en el proceso de otorgar estos beneficios y, por lo tanto, una mayor aceptación pública de éstos. Esto y una mejor apreciación pública de los principios que subyacen en la corporación harían coincidir mejor los intereses de la corporación con los de la sociedad en su conjunto.

2

Gestores de inversión

Los gestores de inversión «investment managers», los que gestionan las carpetas de participaciones en empresas, los bonos y otras inversiones, figuran entre los más importantes administradores de nuestra riqueza y, por lo tanto, son actores vitalmente importantes en el servicio de las democracias de mercado saludables y prósperas, al servicio de una sociedad justa. Están empleados por todo tipo de organizaciones, desde corporaciones multinacionales y fondos de pensiones sindicales a gobiernos municipales, universidades, bibliotecas y parroquias.

Los fondos que gestionan son de tipos y formas legales muy distintos, con nombres como fondos de inversión o «mutual funds», fondos de inversión unitarios o «unit investment trust», fondos cotizados en el mercado o «exchangetraded funds», *hedge funds*, «private equity funds» («fondos de capital privado» o «fondos de inversión de alto riesgo»). En este capítulo metemos a los gestores de todos estos distintos tipos de fondos en el mismo saco debido a que su función es común a todos ellos: determinar la composición de carteras de inversión de parte de sus clientes y comprar y mantener estas carteras para estos clientes, los inversores finales.

Estos gestores proporcionan muchos servicios a los inversores que les confían su dinero, incluyendo servicios rutinarios como la protección de los títulos, la distribución de las inversiones por carteras muy diversificadas, el registro de archivos y la minimización del impacto fiscal de las inversiones teniendo en cuenta el perfil de cada cliente. También se ocupan de las preocupaciones especiales de cada cliente, relacionadas con sus objetivos a corto y a largo plazo, de sus necesidades de liquidez; de los riesgos a los que se enfrentan, como los riesgos regionales o políticos; y de sus prioridades en cuanto a inversiones «verdes» o éticas. No obstante, hacen mucho más que esto, puesto que son un motor que mueve la economía. Cuando seleccionan inversiones activamente, dirigen el capital hacia usos particulares a expensas de los demás, y tienen un incentivo para tratar de dirigirlo hacia sus mejores usos.

Los asesores financieros tienen una importancia fundamental, pues sirven a millones de personas en todo el mundo, incluyendo aquellos grupos que tienen necesidades especiales: los jubilados, los enfermos, los maestros, los policías, los dependientes, los jóvenes estudiantes.

Y, sin embargo, como los consejeros delegados a los que hacíamos referencia en el capítulo anterior, están sujetos a la hostilidad pública, que en parte proviene de la misma sensación generalizada de que están excesivamente bien pagados, de que están ganando sumas «obscenas» de dinero.

No obstante, la hostilidad hacia los asesores financieros también surge de otra fuente: la

sensación de que, de hecho, no pueden hacer lo que pretenden: obtener rendimientos superiores a la media con las inversiones que gestionan. De ahí la falta de confianza entre estos gestores y el público al que sirven.

Superar al mercado

A pesar de la gran variedad de servicios que ofrecen, la mayoría de los asesores financieros se presentan como capaces de conseguir rendimientos superiores a través de una gestión activa de sus carteras y de seleccionar acciones que prevén que tendrán un buen comportamiento futuro. Durante buena parte de la historia, la mayor parte de los asesores financieros se han dedicado realmente al negocio de «superar al mercado».

Mucha gente piensa que la popular teoría de los mercados eficientes que ha cuajado en los ambientes académicos implica que tales asesores financieros están, de hecho, y para decirlo sin rodeos, cometiendo fraudes. Si las pruebas estadísticas demuestran que nadie puede superar una estrategia de elegir inversiones al azar, entonces sus pretensiones de hacerlo deben de ser básicamente deshonestas. Este punto de vista académico contiene un elemento de verdad: muchos asesores financieros han logrado crear una falsa impresión de su superioridad como inversores.

Las pruebas en la literatura financiera académica muestran que los fondos de inversión cotizados en bolsa gestionados activamente, en décadas recientes, en general han sido peores inversiones que los fondos que siguen una estrategia de inversión pasiva y se limitan a invertir en todas las acciones de Bolsa. Por ejemplo, Martin Gruber observó en 1996 que los fondos de inversión obtenían un rendimiento inferior a una inversión de Bolsa diversificada en un 1,5 por ciento anual.[36] Este bajo rendimiento reflejaba las tarifas programadas regularmente que imponen los fondos mobiliarios a sus inversores, pero no las tarifas de entrada y salida (fuertes comisiones de una sola vez que se imponen cuando se invierte o se retira el dinero), de modo que el rendimiento real de los fondos mobiliarios era todavía peor.

Los gestores financieros profesionales tampoco parecen hacerlo especialmente bien a la hora de seleccionar sus propias carteras de inversión. Un estudio de 2011 de Andriy Bodnaruk y Andrei Simonov obtuvo datos de las carteras personales de varios directores de carteras mobiliarias en Suecia.[37] (En Suecia es posible obtener estos datos porque el país impuso una tasa sobre la riqueza hasta 2007, de modo que la gente rica tenía que informar al gobierno de todas sus carteras personales.) Descubrieron que los gestores financieros no habían corrido mejor suerte con sus inversiones que el inversor medio, ni tampoco habían diversificado más sus carteras.

Y, sin embargo, en el medio siglo pasado, la inversión en fondos activamente gestionados ha crecido de forma espectacular. Pareciera que los inversores, al confiar sus activos a los asesores, hubieran actuado con irracionalidad. En su estudio, Gruber concluía que no todos los inversores de estos fondos mobiliarios habían sido irracionales, puesto que hay cierta persistencia en el tiempo en los rendimientos de los fondos mobiliarios, y algunos inversores, dispuestos a seguir

los mejores fondos de este tipo con su dinero, explotan esta situación. No obstante, la mayoría de las personas que invierten en fondos mobiliarios no son tan sofisticadas y permanecen en fondos de bajo rendimiento. En muchos casos lo hacen porque sus fondos mobiliarios están vinculados a planes de jubilación que no les permiten la libertad de elegir fondos.

La diversificación y los servicios de cartera básicos que ofrecen los fondos de inversión mobiliaria siguen pareciéndoles lógicos a muchos, y no es porque los inversores saquen grandes ventajas del sistema actual. Desde luego, puede que haya muchos inversores que no elijan bien a sus asesores financieros, una cuestión que se deberá tratar y remediar en el futuro. Con todo, no debemos llegar a la conclusión injustificada de que los asesores financieros, como los fondos de inversión mobiliaria, no están proporcionando un servicio al público.

Las finanzas académicas modernas a veces parecen partir del bajo rendimiento de los asesores financieros como prueba de que nadie debería poner sus activos en manos de este tipo de profesional puesto que, teniendo en cuenta los mercados extremadamente eficientes, no hay nada que estos asesores puedan hacer. Si llegamos a su conclusión lógica, esta misma teoría de los mercados eficientes también parece suponer que cualquiera que negocie en los mercados financieros se está equivocando. Siguiendo esta lógica, uno debería limitarse a adquirir una cartera diversificada y no hacer nada más, aparte de un reequilibrado periódico para mantenerla diversificada. Todo ello significaría, por lo tanto, que los asesores financieros no pueden hacer nada por superar al mercado.

La teoría moderna, que ha ejercido una gran influencia en las últimas décadas, afirma que no hay manera de mostrarse astuto con los rendimientos de las inversiones. En palabras de Andrew Redleaf y Richard Vigilante, ellos mismos gestores de un *hedge fund*, «si la mentalidad de las finanzas modernas tuviera un lema, éste sería “pensar no funciona”».[38]

No obstante, ésta no puede ser la conclusión acertada a la que llegar sobre los asesores financieros. Está claro que la atención profesional a la inversión de la fortuna de las personas, a la larga, no puede ir en detrimento de la sociedad, aunque a estos profesionales se les paga para que piensen lo que los inversores tienen que hacer.

La teoría de los mercados eficientes presenta problemas y, en particular, con la noción de que el mercado es tan perfectamente eficiente debido a que los agentes listos lo han hecho posible. Si todo el mundo es tan racional, ¿por qué hay tantas operaciones en estos mercados? Si no puedes obtener beneficios contratando, ¿qué lógica tiene que haya tantas operaciones en danza?

Tal vez las contrataciones tienen lugar porque algunos corredores disponen de información privilegiada que otros no tienen. Pero en un artículo muy comentado de 1982, los teóricos financieros Paul Milgrom y Nancy Stokey afirmaban —asumiendo que los mercados son perfectamente racionales e incorporan toda la información pública en los precios— que ni siquiera las personas con información privilegiada, información no conocida por el público, operarían. Si reducimos el argumento de estos autores a su forma más simple, decían que no operarían porque no podrían encontrar socios de operaciones entre la gente que no compartiese su información, y asimismo porque cualquier socio potencial se negaría a contratar a alguien que estuviese motivado a hacerlo tan sólo porque poseyese información privilegiada.[39]

No obstante, sí observamos contratación en los mercados financieros —una enorme cantidad

de operaciones— y, por tanto, a partir de la teoría de Milgrom y Stokey, uno podría concluir que toda esta contratación está mal aconsejada desde el punto de vista de al menos una de las dos partes contratantes. Uno acaba preguntándose si los principios psicológicos, como el exceso de confianza, son el motivo dominante de la contratación en los mercados financieros o si aquellos que se benefician de tales operaciones, incluyendo los agentes de Bolsa y otros, no le están tomando el pelo al menos a la mitad de sus clientes.

Con todo, tal vez la teoría de Milgrom y Stokey no prueba realmente que este exceso de confianza domine. En cambio, podemos contemplar la teoría como la reducción *ad absurdum* de la teoría de los mercados eficientes: ¿cómo pueden llegar a ser eficientes los mercados si este mismo resultado implicaría que nadie contratase?

Si los mercados van a presentar precios que incorporen eficientemente toda la información, tiene que haber cierta actividad, y parte de ésta consistiría en la contratación, y otra en la recogida de información. Todo esto lleva tiempo y esfuerzo, y cuesta dinero. ¿Quién se dedicaría a estas actividades si todos los mercados fueran perfectamente eficientes? Este punto de vista se refleja en otro artículo clásico de la teoría financiera, «The Impossibility of Informationally Efficient Markets», escrito por los teóricos financieros Sanford Grossman y Joseph Stiglitz.[40] Enmarcan su conclusión en términos de la «no existencia» de un «equilibrio» de los mercados eficientes. Dicho de otro modo, está claro que carece de sentido suponer que los mercados son realmente, y de manera general, eficientes por completo.

Persistencia de la función de gestor de inversión

Salta a la vista que el inversor medio nunca podrá vencer al mercado, puesto que el mercado es en sí mismo la definición del inversor medio. Y, a medida que los inversores profesionales van dominando cada vez más las operaciones bursátiles, el inversor profesional medio se está convirtiendo rápidamente en este inversor medio. Pero para la sociedad sigue habiendo algo útil en la competición entre estos profesionales —una competición que al final premia a los inversores institucionales más ingeniosos— porque ésta conduce a que los mejores se eleven al frente del mundo de la gestión financiera y tomen el control de la distribución de capital en nuestra economía.

Sin embargo, esta teoría se apoya en la suposición de que los inversores más astutos sí tienden a ganar, y no hay nada en la teoría financiera que lo desmienta. Existen tan sólo dudas sobre si el sistema financiero premia realmente a los inversores más avispados, basadas en estudios empíricos que algunos interpretan como una afirmación de que los resultados financieros son en realidad sólo aleatorios, como un juego de dados.

Una observación superficial sugiere de hecho que los inversores más astutos tienden a ganar. Por ejemplo, las donaciones en forma de inversión en las mejores universidades estadounidenses han funcionado excepcionalmente bien. Mi propia universidad, Yale, se sitúa a la cabeza de ellas, con un rendimiento anual medio del 14,2 por ciento de su cartera de donaciones, dirigida por David Swensen, en los veintiséis años desde que empezó —en 1985—, incluso si contamos

el período de crisis financiera desde 2007.[41] A otras universidades les ha ido casi igual de bien en los últimos años, en especial a Harvard y a Princeton. Sin embargo, a estas mismas universidades no siempre les ha ido tan bien con sus dotaciones: no fue hasta que establecieron departamentos modernos de finanzas y empezaron a cultivar un sentimiento real de rigor intelectual en las inversiones que los miembros de sus consejos de administración permitieron tal mentalidad, en lugar de las inversiones tradicionales del sentido común, para dictar la composición de sus carteras.

No obstante, estos ejemplos aislados no demuestran que los inversores más listos tiendan a obtener mejores rendimientos. Es difícil descubrir si la gente más astuta puede generalmente vencer al mercado, puesto que es difícil medir quién es más listo. Pero podemos averiguar los nombres de las universidades a las que los asesores financieros han asistido, y existen datos sobre los resultados medios en los Scholastic Aptitude Test para los estudiantes que iban a estas universidades. Judith Chevalier y Glenn Ellison hallaron pruebas de que el ingenio sí que genera rendimientos entre los gestores de fondos mobiliarios.[42] Haitao Li, Xiaoyan Zhang y Rui Zhao obtuvieron resultados similares para los directores de *hedge funds*.[43] Mark Grinblatt, Matti Keloharju y Juhani Linnainmaa dedujeron que en Finlandia los individuos con mejores resultados de IQ (coeficiente intelectual que se les midió cuando se presentaron al servicio militar obligatorio de este país) mostraban pruebas de un mejor rendimiento en su selección de inversiones, una vez hechas las correcciones de riesgo.[44]

Otra táctica es observar la *persistencia* del rendimiento de los inversores profesionales. Podemos medir su inteligencia indirectamente si observamos el rendimiento de sus inversiones hasta un momento determinado, y luego vemos si el rendimiento posterior de éstas es igualmente alto o bajo. Esto nos permitirá determinar si el éxito inversor es simplemente arbitrario de un año al otro o, de lo contrario, está relacionado con algún rasgo, presumiblemente la inteligencia, de su gestor.

Hay una serie de estudios que han encontrado una modesta persistencia en el rendimiento de los gestores de fondos de inversión mobiliarios, aunque ésta no parece durar más de un año. Harry Kat y Faye Menexe estudiaron los *hedge funds* y hallaron un pequeño grado de persistencia en el rendimiento medio de éstos, aunque su capacidad de medirlo quedó anegada por la enorme variabilidad de sus rendimientos.[45] Steven Kaplan y Antoinette Schoar estudiaron las firmas de capital privado (private equity), firmas que invierten en acciones que no se subastan públicamente en la Bolsa. Concluyeron que «los socios generales [...] cuyos fondos superan a la industria con un fondo es probable que superen a la industria con el siguiente, y viceversa».[46] Cuando medimos la persistencia, que a menudo parece pequeña, debemos tener en cuenta que para un profesional de las inversiones que gestione una cartera amplia de mil millones de dólares, el rendimiento extra que este gestor debe ganar para justificar su compensación de un millón de dólares al año es de tan sólo un 0,1 por ciento anual. La teoría económica estándar implica que la competición entre asesores financieros ha de llevarlos hasta el punto en que se limiten a ganarse sus honorarios, de modo que el rendimiento adicional que generan puede reducirse a una cifra tan pequeña que resultaría difícil de detectar entre todo ese ruido, y, con todo, se ganan su gratificación.

La competición debe reducir sus rendimientos al nivel en que se encuentren a punto de buscar trabajo en otro tipo de negocio. Parte de la competición adopta la forma siguiente: nuevos asesores financieros aterrizan en el negocio, con la esperanza de competir con los ya existentes y, con ello, privándolos de oportunidades de inversión. Otra parte de la competición adopta la forma de los inversores que piden a un prestigioso director de cartera existente que invierta más dinero por ellos; al encontrarse con una cartera todavía más amplia que gestionar, el director se queda sin buenas oportunidades de inversión y ve declinar los rendimientos de su fondo.[47]

Burbujas en la remuneración de los asesores financieros

¿Son los asesores financieros lo bastante listos como para esperar ganar sistemáticamente un millón de dólares al año en otra línea de trabajo? De ser así, y si los ingresos alternativos son predecibles, tendrán un incentivo para abandonar la gestión de carteras de inversión cuando los rendimientos de sus inversiones bajen a este nivel o por debajo, y la remuneración de un millón de dólares anual para los gestores de carteras tenderá, por un principio básico, a conservarse. El arbitraje laboral de las distintas ocupaciones se inclinará a mantener los rendimientos de las inversiones profesionales a este nivel, sin tampoco dejar que descienda por debajo de él. Si la capacidad de los asesores financieros de ganar rendimientos adicionales a través de la inversión cayera por debajo de este nivel, algunos de ellos optarían por profesiones alternativas.

No obstante, hay una complicación: uno no puede saber exactamente cuál es el rendimiento adicional posible que puede obtener en el futuro como gestor de una cartera, ni tampoco es fácil encontrar otra ocupación que proporcione un millón de dólares anuales.

Tanto saber sobre posibles rendimientos adicionales como prepararse para otra ocupación llevan tantos años que el proceso de equilibrar carreras alternativas puede alcanzar a una generación o más. Mientras tanto, pueden existir burbujas especuladoras —tanto positivas como negativas— en los salarios de los asesores financieros. Si en cualquier momento ha habido una escasez de gestores de inversión capacitados, los que están en el negocio obtendrán rendimientos mayores. Para los demás será más difícil, en otras líneas de negocio, formarse rápidamente para rendir al máximo de la gestión financiera, y la nueva generación de gente joven tardará años en entrar en el negocio a un nivel capaz de competir con ellos. Igualmente pasarán años hasta que los competidores potenciales se den cuenta de que los gestores existentes han logrado realmente buenos rendimientos porque han invertido con inteligencia.

Al final, habrá mucha más gente que intente entrar en el negocio de la gestión financiera. El sector se sobresaturará y los rendimientos resultarán decepcionantes. Y entonces, cuando hayan transcurrido todavía más años, los inversores estarán menos dispuestos a pagar buenas compensaciones a los gestores de fondos y la burbuja se pinchará; la tendencia de las compensaciones hasta puede dispararse hacia abajo.

Las burbujas en las retribuciones de los asesores financieros pueden tender a sincronizarse con las burbujas en los propios mercados, hasta el punto de que los inversores que asignan fondos a los asesores se queden confundidos y supongan que los rendimientos debidos sólo al

mercado son atribuibles a los conocimientos del gestor. Nos parece haber visto una burbuja así en las retribuciones de los gestores de inversiones a finales de la década de los noventa y a principios de 2000, cuando las bolsas de todo el mundo iban viento en popa. La burbuja ha generado una ira tan grande entre la población que ha habido numerosas tentativas de limitar las ganancias de los gestores de inversiones, además de las retribuciones de los altos ejecutivos.

No obstante, tal vez no sea necesario que los gobiernos pongan límites a los salarios que ganan los asesores financieros, puesto que es posible que ya estén actuando las fuerzas del mercado necesarias para rebajárselos. Si se produce un pinchazo de la burbuja en las retribuciones de los asesores financieros, puede que vengan tiempos duros para las personas que trabajan en esta línea de negocio. Cualquiera que se plantee dedicarse a ello ha de tener presentes estas consideraciones.

En su libro *Enough! True Measures of Money, Business, and Life*, el fundador de Vanguard Funds, John C. Bogle, lamenta que muchos en la comunidad financiera estén explotando a la sociedad usando sus falsas esperanzas de beneficios extraordinarios. Tal vez haya en ello algún elemento de veracidad, pero la verdadera magnitud de esta «explotación» resulta difícil de concretar, como el propio Bogle reconoce: «No conozco ni un solo estudio económico que haya intentado sistemáticamente calcular el valor extraído por nuestro sistema financiero de los rendimientos ganados por los inversores».[48]

Igual de difíciles de medir serán los beneficios que aporta la comunidad financiera a mejorar la asignación de recursos e incentivos para lograr el éxito en el negocio. Partiendo de un enfoque sencillo, uno puede observar que Estados Unidos y Suiza son los dos países con la mayor renta per cápita, y que también se encuentran entre los países con los sectores financieros más avanzados. Ross Levine ha llevado estas comparaciones a un nivel superior y más sistemático, comparando muchos países.[49] Pero la causalidad real es difícil de determinar. ¿Son prósperos los países más progresistas debido a sus avanzados mercados financieros, o es su prosperidad la causa de su desarrollo financiero? El problema real es que demostrar hasta qué punto las cosas serían distintas si la comunidad financiera no existiera resulta difícil. Es posible computar cuánto ganan los que forman parte de la comunidad financiera, y el impacto combinado de esta compensación sobre los rendimientos de los inversores también ha sido documentado.[50] No obstante, el beneficio agregado de todas estas personas, compensando este coste, es difícil de medir.

Buena parte de este beneficio tiene una forma que es ajena a la decisión del inversor individual: el proceso de gestionar las inversiones hace que los mercados sean más eficientes y, por lo tanto, dirige los recursos de una manera mejor.

Juegos engañosos de los asesores financieros

Los teóricos de las finanzas han desarrollado una abundante literatura sobre cómo evaluar el éxito de los gestores de carteras de inversión. Un importante problema fundamental es que puede parecer que estos asesores financieros cosechan muchos éxitos durante mucho tiempo,

invirtiendo en activos que otros inversores rechazan debido a la percepción de riesgo, mientras tales riesgos no generen noticias. El gestor puede llevarse altas cuotas de gestión durante todos los años que el riesgo no aparece, y luego marcharse cuando la catástrofe llega finalmente.

Durante años se ha enseñado a los estudiantes de finanzas a utilizar la ratio Sharpe para evaluar si un gestor de cartera está realmente superando al mercado. La ratio Sharpe, llamada así por el profesor de finanzas William Sharpe, de la Universidad Stanford, es el rendimiento medio que excede el historial de la cartera de ese gestor por encima del rendimiento del mercado del conjunto de todas las inversiones posibles, dividido por la desviación estándar del rendimiento por encima del historial de la cartera del gestor. Una ratio Sharpe elevada se interpreta como síntoma de que es un buen gestor de inversiones. Si el gestor tiene un historial de superar al mercado, entonces el numerador de la ratio ha de ser alto; pero si el gestor corre riesgos considerables para conseguir un alto rendimiento en comparación con el mercado, eso aparecerá en el denominador en forma de alta variabilidad en el rendimiento de la cartera de ese gestor, lo que, por lo tanto, rebajará la ratio Sharpe.

No obstante, la ratio Sharpe no es necesariamente un indicador fiable de la eficacia de un asesor financiero, puesto que los riesgos no necesariamente aparecen en una desviación de alto grado de los rendimientos para la cartera a lo largo de casi toda su vida. Si no hay noticias de los riesgos, los precios no cambiarán hasta que llegue la catástrofe.

Pongamos por ejemplo el riesgo de invertir en economías políticamente inestables. Estas inversiones son de por sí muy arriesgadas. Pero supongamos que el país es Egipto bajo el mando de Hosni Mubarak. El final de su régimen llegó de una manera alarmantemente inesperada en 2011 y podría rastrearse al estallido de los disturbios en la vecina Túnez. Al cabo de un mes, la rápida caída del gobierno tunecino había animado a unos levantamientos parecidos en Egipto por aquellos que tenían la sensación de que Túnez marcaba un importante punto de inflexión y que las circunstancias favorecían la revuelta popular contra Mubarak.

Los gestores financieros pueden buscar este tipo de inversiones, las que no se expandirán hasta el futuro. Si su único objetivo es embolsarse las tarifas de gestión de inmediato, y no tienen sentido de la integridad ni de compromiso con sus clientes, tienen un fuerte incentivo para hacer exactamente esto. Saben que no se les puede acusar de negligencia: ¿a quién se puede culpar en realidad por no haber predicho algo como el derrocamiento de Mubarak? Así, si son cínicos, no dedicarán a tales riesgos ni un segundo de preocupación.

William Goetzmann y algunos de sus colegas en el grupo de finanzas de Yale han calculado la estrategia óptima de un gestor de un fondo de inversiones que quiera engañar a los inversores generando buenos rendimientos durante una serie de años, y luego llevarse las comisiones y salir corriendo en ese año raro en que el fondo tiene un comportamiento muy malo.[51] Una estrategia tan vil genera un riesgo conocido como *tail risk* («riesgo de suceso extremo»), el riesgo en las colas de la distribución de probabilidad de los rendimientos de la inversión o, dicho de otro modo, «cisnes negros»; es decir, hechos que son tan raros que los inversores no pueden preverlos, aunque cuando ocurren sean enormes. Mientras tanto, el fondo de inversión puede beneficiarse de la aparición de rendimientos buenos y seguros. La estrategia óptima implica añadir opciones a la cartera, de tal manera que se vendan los beneficios de cualquier (raro)

rendimiento excepcionalmente alto de la cartera y también para beneficiarse a corto plazo doblando cualquier (raro) rendimiento excepcionalmente bajo de la cartera.

Las agencias de inversiones se pueden embarcar legalmente en este tipo de chanchullos si los comunican. La empresa privada de inversiones Integral Investment Management, dirigida por el ex biólogo Conrad Seghers, anunciaba, según una noticia aparecida en el *Wall Street Journal*, una ratio Sharpe altísima pero revelaba que andaba detrás de algunas actividades derivativas poco habituales.[52] Según Goetzmann y sus coautores, Integral se estaba acercando a la manipulación óptima de la ratio Sharpe vendiendo masivamente *out-of-the-money puts* («opciones de venta sobregiradas») en fondos indexados (índices del mercado de valores estadounidense) y una posición *short call* («opción de compra a crédito»)* implícita en las comisiones cobradas por los *hedge funds*.

La manipulación funcionó, e Integral consiguió convencer al Art Institute of Chicago de que invirtiera 43 millones de dólares de su dotación en fondos de Integral y relacionados. Después de desplomarse la Bolsa en 2001, con una pérdida de al menos 20 millones de dólares de su inversión, el Art Institute of Chicago denunció a Integral, que fue hallado culpable de una serie de violaciones de la ley de valores, pero no fue penalizado debido a su excepcional estrategia de la ratio Sharpe.[53]

Este ejemplo ilustra el motivo por el que invertir es algo que no se puede hacer siguiendo solamente los números. Las cifras de Integral Investment Management tenían un aspecto magnífico, pero las ventajas eran meramente ilusorias. Otras firmas que persiguen estrategias parecidas no basadas en operaciones de opciones pueden tener todavía mejor suerte jugando al mismo juego que el que utilizó Integral. Es por esto que uno no puede simplemente asignar fondos a la agencia de inversiones que haya tenido el historial de rendimientos o las ratios Sharpe, o cualquier otra estadística, más altos. Estas altas cifras tal vez sean la prueba de algo que no tiene mucho que ver con la competencia de sus gestores. Uno ha de juzgar la integridad de las personas que gestionan el fondo por el conjunto de sus acciones a lo largo del tiempo, y por otras pistas de su comportamiento. El temperamento es importante, y se refleja en la reputación de ciertas agencias, para lo bueno y para lo malo.

Las regulaciones pueden impedir todavía más que las agencias de inversiones hagan estas jugarretas. Las leyes de valores en Estados Unidos y en otros países prohíben a las agencias ocultar datos materiales si tal omisión es susceptible de volver engañosos sus informes de ganancias pasadas. Sin embargo, estas normativas son necesariamente imperfectas. ¿Qué «dato material» anterior a 2011 podía haber sido acusado de ocultar a un fondo que pudiera haber predicho el derrocamiento de Hosni Mubarak? Las regulaciones tampoco consiguieron impedir los engaños que tanto contribuyeron a la gravedad de la crisis financiera iniciada en 2007.[54]

La integridad en la gestión de las inversiones

La teoría de los mercados eficientes funciona todo lo bien que parece porque se pone a prueba casi siempre con activos sujetos a mucha contratación, cuyo precio los gestores profesionales han

hecho todo lo posible por determinar con precisión, apoyándolos así de manera efectiva como inversiones honestas al precio actual. De esta manera, la profesión de los inversores —incluyendo sus organizaciones autorreguladoras, que trabajan junto a los organismos reguladores del gobierno— es responsable colectivamente de la integridad que existe en nuestros mercados financieros. Confiamos en los precios de mercado de los activos de inversión no sólo porque hayan pasado una prueba de mercado, sino porque confiamos en la integridad de los muchos analistas que los evalúan.

Como concluyó Henry Kaufman, director gerente de Salomon Brothers, en su libro *On Money and Markets* (2001): «En esta vida, la confianza es la piedra angular de la mayoría de las relaciones. Las instituciones financieras y los mercados también han de apoyarse sobre una base de confianza».[55] Es también la conclusión de Anna Bernasek en su libro *The Economics of Integrity*, también de 2001, en el que se refiere a la «constante tentación de saltarse pasos para ahorrarse dinero o abusar de la confianza de los demás». Pero los empresarios con principios morales se resisten a esta tentación: «La integridad funciona creando riqueza, haciendo que la economía sea más eficiente».[56]

Al final, la idea de que el conjunto de los gestores de fondos de inversión son unos «farsantes» porque, como grupo, son incapaces de superar al mercado es errónea. Aportan multitud de servicios, incluyendo una vigilancia honesta de las carteras de inversión, con empatía con las necesidades de los clientes, y los mejores de ellos, al parecer, sí que logran vencer al mercado. La comunidad intelectual que forman constituye también una externalidad que beneficia a la sociedad, porque dirigen recursos e incorporan información a los precios de mercado. En el futuro, una mejor regulación y una mejor asesoría financiera para los inversores generales pueden ayudar a mejorar el estado global del sector de la gestión de inversiones.

3

Los banqueros

Los bancos y los banqueros han sobrevivido a siglos de evolución financiera y, así, han podido encontrar un importante nicho ecológico dentro de la economía. La forma que adoptan los bancos ha ido evolucionando gradualmente; su función ha seguido siendo prácticamente la misma. Sus actividades son fundamentales para el entorno económico; en concreto, ofrecen servicios de transacciones y contribuyen al aporte de dinero, lo que a su vez facilita el comercio. Están tan implicados en nuestras vidas cotidianas que todo el mundo los conoce y la banca es un concepto integral de la cultura moderna mundial.

Y a pesar de ello, hoy día inspiran una gran hostilidad. En Estados Unidos, la palabra *bankster* (que rima con *gangster*) se ha vuelto a poner de moda para describirlos. Este término fue acuñado inicialmente en plena ira por la Gran Depresión de la década de los treinta, y hoy día se ha recuperado con el malestar público contra la comunidad financiera. Buena parte de este veneno se dirige hacia los bancos porque han sido rescatados por los gobiernos y porque sus compensaciones se han mantenido muy altas mientras la economía seguía estancada.

Los gobiernos han implantado elaborados conjuntos de leyes y normativas para que estas instituciones pudieran minimizar los daños que han generado tanta hostilidad. En particular, los gobiernos quieren evitar que las inestabilidades en el sistema bancario provoquen recesiones y depresiones económicas, como tantas veces lo han hecho a lo largo de la historia. Y, sin embargo, los propios bancos están cambiando de manera constante y fundamental, sofisticando e universalizando mucho más sus actividades, una tendencia que complica cada vez más el problema de su regulación, para consternación y desespero de los organismos reguladores bancarios.

Es curioso que por muchas críticas que se hagan a los banqueros, la gente no les critique lo mismo que critican a los gestores de fondos de inversión por sus pretensiones de que son capaces de superar al mercado. Desde luego, los banqueros están prácticamente en el mismo negocio que los gestores de inversiones: cuando los bancos prestan dinero, de hecho, están haciendo una inversión arriesgada, al igual que lo hacen los gestores de fondos. No obstante, de alguna manera, se considera que los banqueros deben saber lo que hacen. Esta distinción, en parte, debe tener que ver con el hecho de que los banqueros suelen mantenerse alejados de los mercados más volátiles y espectaculares. Pero tal vez también es porque los banqueros, a diferencia de los gestores de *hedge funds* y cosas parecidas, siguen una tradición larga y consagrada, que se remonta varios cientos de años, que ha evolucionado para solucionar ciertos problemas —

incluyendo la liquidez, el riesgo moral y el sesgo de selección, más los problemas del servicio de transacción— para servir a la mayoría de la gente la mayor parte del tiempo.

La rabia hacia los banqueros adopta una forma muy distinta. Es más bien rabia por su prepotencia y arrogancia, por su búsqueda descarada del dinero. Y la rabia se enciende siempre que hay una crisis bancaria y los gobiernos del mundo acuden al rescate de sus ricos intereses.

Pero el público también percibe la centralidad, la sobriedad y la seguridad de los bancos, y ha de saber que los que los gestionan tienen una gran influencia sobre cómo se determinan los resultados económicos de nuestra sociedad. Las personas al frente de los bancos, de hecho, desempeñan un papel de guía o dirección de la comunidad entera.

Históricamente, la banca había sido un tipo de negocio fundamental de la sociedad, aquel que aporta un grado de recompensa extramonetaria para los que se implican en él, al menos en tiempos normales, cuando las cosas van bien. Sin embargo, en la actualidad —al menos mientras escribo estas líneas— esta sensación de recompensa no es tan aparente.

Los orígenes de la banca

La metáfora actual de un banco es una caja fuerte o una cámara acorazada donde se almacena oro o dinero. La imagen está tan arraigada en nuestras mentes que el banco se considera, de manera visceral, como una institución que representa una opción de inversión segura y práctica. En realidad, la palabra moderna *banco* no tiene que ver con la idea de caja fuerte, sino que deriva del italiano arcaico *banca*, relacionado con nuestro banco físico, referido a las tablas en las que los banqueros contaban el dinero delante de sus clientes.

Así y todo, en la cultura popular la metáfora tiene más fuerza que la etimología, y parte del nicho ecológico que ocupan los bancos es todavía un lugar perfectamente seguro en el que colocar nuestro dinero.

En relación con el dinero siempre existirá la ansiedad sobre cuál es el lugar más seguro donde guardarlo. Proteger la riqueza del robo o la pérdida es un problema fundamental que ha animado a la gente desde los primeros inicios de la economía del intercambio. Hasta en el ambiente antifinanciero de nuestros tiempos, la gente sigue agradecida por los servicios que los bancos ofrecen y sigue confiando en ellos.

Durante miles de años, la mejor manera de proteger los metales preciosos, las joyas o el dinero no era metiéndolos en un banco, sino sencillamente enterrarlos en un lugar discreto del jardín. Por desgracia, esta práctica también tiene sus inconvenientes, como lo ilustra Molière en *El avaro*, donde el rico Harpagón tiene enterrada su fortuna precisamente en su jardín. La preocupación constante sobre si todavía seguía allí su dinero, al final, le lleva a revelar descuidadamente su ubicación, y entonces se lo roban. Además, enterrar oro ya no es tan seguro como lo era antiguamente, puesto que los detectores de metales modernos son capaces de encontrarlo. No podemos volver al pasado.

Todos necesitamos un proveedor moderno de seguridad para nuestros ahorros. La metáfora del banco que se desarrolló después del Renacimiento era la de la antigua ciudadela, o fortaleza,

en el centro de una ciudad, como la Acrópolis en la antigua Grecia. La gente más rica e influyente podía guardar allí su dinero para tenerlo seguro. Éste es en parte el motivo por el cual los edificios bancarios, durante siglos, se construyeron imitando la Acrópolis y otras edificaciones clásicas de las que se hallaban en las ciudadelas.

Los banqueros como proveedores de un rendimiento seguro con liquidez

El problema de enterrar oro o de guardarlo en una ciudadela es que no genera intereses. Así, la gente aprendió a intercambiar parte de esta seguridad a cambio de un interés, y hasta en la Antigüedad dejaban una parte de su oro a los prestamistas. En la Roma antigua, a estos establecimientos se los llamaba *tabernae argentariae* (literalmente, «tiendas de dinero»). Pagaban un interés sobre los depósitos que se les entregaban y sacaban un beneficio cargando un interés más alto por los préstamos que hacían. Cerca del Panteón, en las ruinas de la antigua Pompeya, se encontraron siete ejemplos del siglo I de estas *tabernae argentariae*, poco más que pequeños puestos a lo largo de una calle, con algunas de las monedas todavía en ellas. No eran organizaciones grandes como los actuales bancos, sino tiendas sencillas en las que trabajaban el prestamista y unos pocos ayudantes. Los pedestales de las mesas alargadas sobre las que los prestamistas contaban el dinero siguen siendo visibles. Con tantos donde elegir, el depositario podía diversificar el riesgo fácilmente y repartir su dinero entre varios de ellos.

Así que los bancos son los gestores de las inversiones de los clientes, exactamente igual que otros tipos de gestores de inversiones, pero con una mayor atención a la seguridad. La característica que define a los bancos ha sido en general que sus inversiones adoptan la forma de depósitos que pagan una tasa de interés fija, en vez de unos rendimientos inciertos, y que los depósitos acostumbran a ser líquidos; es decir, que el dinero puede ser retirado sin aviso previo. Los depósitos bancarios son, por tanto, de tan libre acceso como el dinero enterrado en el jardín, pero mejoran su enfoque en aspectos como la seguridad y el rendimiento esperado.

La seguridad y el rendimiento que ofrecen los bancos se pueden examinar un poco más a fondo. ¿Cómo lo hacen para poder ofrecer un interés respetable con una gran liquidez y poco riesgo? ¿Es sólo porque están respaldados por el gobierno, debido a su preocupación por la economía, que no los dejará caer? Los bancos ya prosperaban mucho antes de que los gobiernos se implicaran de manera general en asegurar sus depósitos o en rescatarlos cuando tenían problemas.

Los bancos resuelven un problema fundamental con el que potencialmente puede encontrarse cualquier persona que busca un rendimiento de sus inversiones. Si tú, a título personal, prestas dinero a otra persona, que a su vez usa el dinero para poner en marcha o ampliar un negocio, o para comprarse una casa, no puedes pedir que te lo devuelva de manera inmediata. Deberás esperar a que el negocio madure y empiece a dar beneficios, o a que la casa se pueda vender con un margen de beneficio. Probablemente tampoco podrás venderle tu préstamo fácilmente a otro inversor. De modo que, en términos de liquidez inmediata, tienes las manos atadas: no tienes liquidez.

Los bancos tampoco pueden recuperar el dinero de la mayoría de sus inversiones rápidamente, así que obtienen la liquidez de sus depositarios de otra manera: reúnen las inversiones de muchos depositarios. No invierten todo el dinero que se deposita en ellos en inversiones no líquidas, sino que conservan en forma de dinero líquido una cantidad de capital suficiente para cubrir el volumen normal de reintegros. De esta forma, todo el mundo puede hacer ingresos que están respaldados por inversiones no líquidas, pero al mismo tiempo conservar una alta liquidez. Parece casi un milagro.

Este sistema acostumbra a funcionar conforme a lo previsto, pero es vulnerable al pánico repentino o a los pánicos bancarios: si la gente empieza a desconfiar del banco, demasiados clientes pueden pedir disponer de su dinero a la vez, con lo que son capaces de agotar las existencias de liquidez de un banco.[57] Aun en casos así, e incluso si los depósitos no estaban asegurados, si el gobierno permite que el banco suspenda temporalmente la liquidez, los depositarios seguirán, muy probablemente, recuperando la mayor parte de sus fondos cuando el banco convierta algunos de sus activos en efectivo.

Los actuales reguladores bancarios intentan reducir todavía más el problema del pánico bancario exigiendo a los bancos que conserven una cantidad adecuada de reservas (dinero en la caja o depósitos en otros bancos, para poder satisfacer con inmediatez cualquier aumento repentino de los reintegros por parte de los depositarios) y de capital (el almohadón total de activos, una vez restado el pasivo, disponibles para realizar las promesas a los depositarios), para que no tengan que poner al gobierno en la posición de tener que rescatar a los bancos. En Estados Unidos, los requerimientos específicos de reservas se remontan a los inicios de la Reserva Federal, en 1917.[58] En Estados Unidos los requerimientos de capital para los bancos empezaron a imponerse en 1982.[59] Los acuerdos internacionales de capital se iniciaron con el Acuerdo de Basilea de 1988, y fueron reformados por el Comité de Basilea en respuesta a la crisis financiera que empezó en 2007, para evitar más rescates por parte de los gobiernos en crisis futuras. La regulación bancaria se va volviendo más complicada a medida que pasan los años, al igual que lo hace el propio negocio bancario.

Además de proporcionar liquidez, los bancos hacen frente a otro problema con el que los individuos que buscan obtener rendimientos de sus inversiones se encuentran si intentan invertir directamente: un problema de riesgo moral. Si los individuos invierten directamente en empresas, prestándoles dinero o adquiriendo sus valores, de hecho, se arriesgan a ser estafados por la gente con la que invierten. Los gestores de un negocio tienen muchas maneras de desviar dinero de la empresa hacia sus amigos, lo que en efecto representa robar dinero de los inversores: pueden pagar facturas hinchadas de empresas proveedoras de sus compinches, enriqueciéndolos y esperando algún favor a cambio; pueden destruir deliberadamente el negocio (en el cual, para empezar, tal vez nunca creyeron), liquidando sus activos con el interés puesto en redirigir el dinero hacia sus socios; o el negocio podría sencillamente embarcarse en actividades arriesgadas, con sólo una posibilidad mínima de ganar y una probabilidad mucho mayor de perder. Tal vez a la empresa no le importe demasiado tener pérdidas, puesto que correrán a cargo de los inversores que han «hecho el primo».[60]

Por otro lado, hay muchos bancos que llevan mucho tiempo en el negocio —a veces, hasta

siglos— y, por lo tanto, tienen una reputación que conservar. (La reputación sigue siendo importante hasta en los seguros de depósitos, puesto que muchos de los depósitos en un banco prestigioso estarán por encima del límite asegurado establecido por ley.) La percepción pública es que los bancos son adictos a detectar y evitar estas malas inversiones. Y aunque de vez en cuando caigan en un mal negocio, tienen muchas otras inversiones en cartera, una estrategia que generalmente les ayuda a mantener la integridad y la reputación, excepto en las ocasionales crisis financieras graves, durante las cuales, está claro, algunos pueden caer o ser rescatados.

Los bancos resuelven además otro problema al que se enfrentan los inversores menos capaces: el problema del sesgo de selección. Los que prestan menos atención a informarse de sus inversiones tenderán a caer más fácilmente en trampas; acabarán con los valores «basura» porque los inversores más avispados se llevarán los mejores. La mayoría de los individuos pueden no tener otra forma de evaluar las garantías de los negocios en los que podrían invertir. Pueden intentar consultar informes publicados en periódicos o revistas, o informes emitidos por agencias de valores, pero éstos acostumbran a ser sólo fiables en cuanto a las empresas más grandes: para los analistas financieros o los redactores de informes resulta poco atractivo entrar en los pequeños detalles y evaluar realmente cada uno de los negocios que buscan dinero para ampliarse. Tales informes no resultan rentables para sus proveedores porque en realidad no se dirigen a un público amplio, sino sólo a aquellos lectores que buscan activamente consejos sobre inversión. Además, cada vez que se emite un informe de éstos, hay un problema de aprovechados: la gente extiende los consejos de inversión extraídos del informe a otros usuarios (los aprovechados), que ni siquiera han pagado por la información.

Las empresas, al menos las grandes, sí que emiten deuda directamente al público, y hay gente que intenta evitar la necesidad de los banqueros como intermediarios e invierten directamente en este tipo de deuda. Tal vez encuentran estas inversiones lo bastante seguras porque saben que hay muchos otros inversores, supuestamente enterados, que invierten en lo mismo. No obstante, de nuevo, éstos se aprovechan de la vigilancia de otros inversores en la deuda, de modo que corren el riesgo de que el resto de los inversores sean también unos aprovechados. Puede resultar que ninguno de los inversores esté realmente atento a las maquinaciones de la empresa en la que están invirtiendo, y este hecho no aparecería hasta más tarde —y alarmantemente rápido—, durante una crisis.

Un banco, en cambio, permanece conectado y suele tener sucursales en las comunidades en las que opera. Las oficinas de estas sucursales tratan personalmente con las empresas a las que prestan dinero, y disponen de información detallada sobre lo que sucede en verdad en estos negocios, lo que les hace capaces de evaluar a aquellos que gestionan las empresas: su fiabilidad, sus motivaciones reales y su probable comportamiento futuro. Aquí no hay problema de «aprovechados» asociado a la obtención de esta información, puesto que el banco no la publica. Tradicionalmente, los bancos hacen préstamos renovables a corto plazo y exigen informes periódicos a las empresas prestatarias, y los gestores de estas empresas saben que más les vale mantener una buena relación con sus banqueros si no quieren ver sus préstamos cancelados.

Estos procedimientos bancarios llevan siglos funcionando porque, al menos en tiempos de normalidad, funcionan. Y lo hacen especialmente bien en relación con los préstamos directos del

público, en los países menos desarrollados, donde hay menos analistas, menos agencias de clasificación crediticia y menos periódicos y revistas que aporten una evaluación de las inversiones. De aquí que la banca desempeñe un papel más importante en las economías de los países menos desarrollados.[61]

En contraste, el papel de los bancos tradicionales en las economías de países más avanzados lleva décadas en declive: la fracción de la deuda de estos países que representan los tradicionales préstamos bancarios ha ido cayendo.[62] Ocurre así porque está mejorando la calidad de la información sobre valores disponible al público, de modo que se han reducido los problemas de riesgo moral y del sesgo de selección.

Los bancos se irán transformando cada vez más en instituciones más complejas, pero su negocio bancario tradicional no desaparecerá del todo. Este tipo de banca satisface demasiadas necesidades de la sociedad, y la imagen pública de los bancos —sin tener en cuenta los acontecimientos actuales— es demasiado fuerte.

La evolución y el futuro de la banca

De hecho, la grave crisis financiera iniciada en 2007 no se ha debido a ningún fallo en el modelo de negocio tradicional de los bancos, sino más bien a ciertos tipos de modelo de negocio nuevos, en los que los préstamos efectuados a los compradores de viviendas no se retenían en los libros de los bancos y otros generadores hipotecarios, sino que se metían todos en un mismo paquete de valores y se vendían a otros inversores, que podían ser otros bancos, lo que reintroducía el mismo problema de riesgo moral que se supone que los bancos deben resolver.

Las entidades reguladoras, en especial en Estados Unidos, han sido cada vez más permisivas con las formas alternativas de banca. Durante la última generación han permitido que se desarrollara un sistema de «banca a la sombra» liberalizado, que no estaba sujeto a la misma supervisión reguladora que el sistema de banca comercial. Los bancos a la sombra son simples instituciones financieras que han logrado evitar la regulación bancaria con un diseño propio, de manera que ya no encajaban en la definición de banco comercial. No aceptan depósitos de manera literal, sino que obtienen el dinero que prestan de maneras ligeramente distintas.

Ejemplos de bancos a la sombra incluyen Bear Stearns y Lehman Brothers —hoy en quiebra —, que se definían como banca de inversión pero no estaban regulados como la banca comercial, ya que no aceptaban depósitos. Se convirtieron en bancos a la sombra cuando empezaron a actuar como banca comercial. Otro ejemplo son los SIV (Structured Investment Vehicle, «vehículo de inversión estructurada») que fueron creados por los bancos comerciales antes de la crisis de 2007. Confiaban en evitar la regulación colocando parte de su negocio en los SIV, que se consideraban entidades separadas (y no reguladas).

Los bancos a la sombra pueden obtener préstamos o hipotecas comerciales titulizadas y participar en acuerdos de recompra con inversores institucionales, utilizando los títulos como garantía. Este negocio crea inversión líquida para los inversores institucionales, parecida a los depósitos, de modo que los banqueros a la sombra, en realidad, también están creando dinero.

Así, sus actividades pueden implicar un riesgo de hundimiento del sistema económico entero exactamente igual que ocurre con los bancos comerciales.[63] El negocio de un banco —que puede haber tenido un considerable «valor institucional» debido a las barreras para entrar en el negocio bancario que sirven para dificultar la aparición de nuevos competidores— está afectado negativamente por estos nuevos competidores. Por tanto, los bancos tradicionales pueden sentir la necesidad de diversificar sus actividades y, si pueden, tal vez empiecen a actuar como los bancos a la sombra, entrando en nuevas líneas poco convencionales de actividad, como originar hipotecas *subprime*, lo cual crea riesgos para el sistema económico que podrían no haber sido advertidos por los reguladores de los bancos tradicionales.[64] Eso es lo que desencadenó la actual crisis financiera.

Las nuevas regulaciones, en especial la Ley Dodd-Frank en Estados Unidos, están pensadas para poner muchas de estas actividades de la banca a la sombra bajo una regulación más estricta, para tratar de impedir que la crisis vuelva a repetirse. Pero este proceso ha sido lento y engorroso, y será difícil desarrollar normativas para mantenerse al mismo ritmo y anticipar los problemas de los nuevos tipos de banca a la sombra a medida que vayan apareciendo. Los críticos del sistema financiero están en lo cierto cuando manifiestan su preocupación con esta situación.

La democratización de la banca

El modelo de negocio que los banqueros han desarrollado a lo largo de los siglos es una excelente idea, y la gente que lo conoce bien ha animado a hacer una aplicación cada vez más amplia de este modelo. Es decir, han intentado democratizar la banca, llevándola más allá de su función original de servir básicamente a los ricos y a los sofisticados financieramente. Esta iniciativa es un excelente ejemplo de las finanzas que desempeñan su papel en la administración de los bienes de la sociedad.

A lo largo de la historia ha habido una serie de movimientos para democratizar la banca. A principios del siglo XIX, en Gran Bretaña se produjo el movimiento de los bancos de ahorro, seguido de otro parecido en Estados Unidos. Estos bancos fueron organizados inicialmente como mutuas por filántropos, para dar a aquellos que tenían unos ingresos modestos un medio y un incentivo para ahorrar; por lo tanto, eran organizaciones sin afán de lucro. El mismo siglo vio los inicios del Building Society Movement en el Reino Unido, seguido por el Savings and Loan Association Movement en Estados Unidos, los cuales estaban pensados para ofrecer a las personas los medios para adquirir una vivienda.

Los bancos de ahorro postal aparecieron en este siglo y a comienzos del XX para ofrecer vehículos de ahorro a toda localidad que contara con una oficina de correos. El siglo XX fue testigo del movimiento de las microfinanzas, representadas por el Grameen Bank de Mohamed Yunus, especializado en los microcréditos a personas que tradicionalmente han sido ignoradas por los bancos.[65] Las pruebas de los créditos de garantía individual asignados al azar demuestran que los programas de préstamo como el del Grameen Bank «aumentan la capacidad

de enfrentarse al riesgo, refuerzan los lazos entre la comunidad y aumentan el acceso al crédito informal».[66] Actualmente, los microcréditos se han intensificado a través de un sitio web, kiva.org, que permite a prestamistas individuales de todo el mundo prestar sumas de dinero a través de instituciones de microfinanzas a emprendedores individuales de zonas más pobres y, a través del poder de internet, tratar de tú a tú con las personas concretas que se benefician de su préstamo.

La democratización de la banca es un proceso lento, que se desarrolla a lo largo de los siglos, que se beneficia de los avances tecnológicos de varios tipos y que está muy lejos de haberse completado, incluso en los países avanzados. Un estudio de la Reserva Federal basado en datos de 2007 indicaba que el 25,1 por ciento de las familias estadounidenses en la quinta franja más baja de ingresos no disponen de ninguna cuenta bancaria de transaciones.[67] Debido a esta ausencia de servicios elementales de banca, estas familias tienen dificultades para ahorrar, lo cual merma su capacidad de adquirir conocimientos importantes, de mandar a sus hijos a la universidad y de planificar su futuro.[68]

Se han propuesto una serie de medidas gubernamentales para potenciar la democratización de la banca, incluyendo los incentivos explícitos a los bancos para que proporcionen servicios a personas con pocos ingresos y la apertura automática de cuentas bancarias para las devoluciones de Hacienda y para cobrar pensiones de pobreza.[69] También debemos tener en cuenta otro impulso para animar a que más gente se sirva de los servicios financieros: una repetición del movimiento probanco de ahorro del siglo XIX, trasladado al XXI.

Durante la mayor parte de dos siglos ha habido un esfuerzo por poner toda la gama de servicios bancarios al alcance del máximo número de ciudadanos, pero el trabajo todavía no ha terminado. La democratización de las finanzas es el camino hacia una sociedad justa, y a la vez es una tendencia —ciertamente lenta y a largo plazo— que debe desempeñar un papel importante en este proceso. Una mayor democratización de la banca es también la mejor manera de combatir la hostilidad que actualmente despiertan los banqueros.

4

Los bancos de inversión

Los banqueros de inversión son las personas que ayudan a las organizaciones a vender nuevos valores. En concreto, facilitan que las empresas emitan participaciones a los inversores. Si es la primera vez que la empresa sale a Bolsa, la banca de inversión ayuda con lo que se llama una oferta pública de venta (OPV). Si la empresa quiere conseguir todavía más fondos vendiendo todavía más acciones al público, los banqueros organizan lo que se llama una oferta experimentada «seasoned offering». Sea como sea, la banca de inversión es la que facilita la adquisición de capital por parte de la empresa, dividiéndola en participaciones atractivas para los inversores y ayudando a gestionar el riesgo.

La banca de inversión, en su forma pura, se diferencia de la banca convencional en que no acepta depósitos ni hace préstamos. Se especializan en avalar los valores, como las nuevas participaciones, lo que significa que hacen funciones de *due diligence* («evaluación de cara a la compra») de la compañía emisora, definen los términos de la emisión, colocan las participaciones a inversores a largo plazo, avalan la nueva emisión con su reputación y hacen una serie de otras funciones necesarias para cumplir los requerimientos administrativos y reguladores.

Como el público general no suele tratar directamente con la banca de negocios, sus banqueros son prácticamente invisibles y, por lo tanto, no suelen levantar tanta hostilidad pública como otros profesionales de las finanzas, hasta que alguna crisis señala sus actividades. En la actual crisis financiera, grandes firmas de banca de negocios —como Bear Stearns, Goldman Sachs y Lehman Brothers— se convirtieron en objeto de la aversión de algunos. No obstante, de hecho, los banqueros de negocios son en realidad los responsables de los orígenes de nuestro mercado de valores, incluyendo la Bolsa. Sin ellos, estos mercados no existirían.

La Bolsa es un invento fantástico. Es importante que las empresas puedan vender participaciones al público, puesto que este proceso implica a un grupo numeroso de gente en sus propuestas económicas. Permite a las personas satisfacer su espíritu naturalmente aventurero, pero también les permite elegir cuánto riesgo son capaces de tolerar. Descentraliza la asignación de capital potencialmente para alcanzar a cualquier miembro de la sociedad. Y, en el caso de las adquisiciones corporativas, permite a los individuos o entidades tomar el control de una empresa y dirigirla como les parezca más adecuado.

La idea de emitir participaciones de una empresa es probablemente tan antigua que no podemos ponerle fecha. Se sabe que las participaciones (del latín *partes*) en las corporaciones

(en latín *publicani*), en el antiguo foro romano se intercambiaban cerca del Templo de Castor. No se han conservado documentos de los precios de las participaciones, pero sí que se hablaba de ellos.[70]

Todavía sabemos menos sobre qué tipo de banqueros de inversiones existían en aquellos tiempos. Tal vez un motivo importante por el que antiguamente había tan pocas participaciones en empresas es que la profesión de banquero de negocios todavía no estaba muy desarrollada. Los métodos modernos de las inversiones bancarias aún no existían.

La participación en empresas o copropiedad adquirió impulso en la Italia renacentista, pero ni siquiera entonces estaba bien desarrollada. En 1602, con la fundación de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales en Ámsterdam, se produjo un avance considerable, puesto que esta corporación pronto tuvo un mercado diseñado para facilitar la operativa diaria de sus participaciones. La empresa abría sus libros para registrar nuevos accionistas sólo una vez al año, pero la ley permitía operar con estas participaciones a diario. Efectivamente, la gente podía comprar participaciones y hacerse copropietario en lo que ahora se denomina *street name*, lo que indica que las participaciones están realmente en la posesión física y a nombre del agente de Bolsa, de parte del propietario beneficiario. La propiedad estaba garantizada por un agente, aunque inicialmente la empresa no supiera nada de ello. La operativa diaria de las acciones de una corporación provocaba un profundo impacto psicológico.

Las fluctuaciones de un día al otro se notaban mucho, y esto, a su vez, generaba un interés aumentado en la inversión, pues la libertad para entrar o salir de la inversión día a día creaba una intensa emoción. Este avance democratizó y humanizó las finanzas a partes iguales: llevó a mucha gente al mercado al tiempo que respetaba sus exigencias de liquidez y su necesidad del orgullo de ser propietarios por tener participaciones.

La Bolsa de Ámsterdam empezó a regularse cuando se comenzó a practicar la venta a corto (la venta de participaciones en préstamo, ni siquiera propiedad del vendedor) en 1609, lo que provocó mucho revuelo y la abolición temporal de esta práctica. La invención del periódico llegó poco después, y los precios de las acciones de la Compañía de las Indias Orientales no tardaron mucho en publicarse con regularidad, lo que despertaba un inmenso interés público en la inversión.

La emisión de participaciones en sociedades anónimas (compañías bajo la propiedad conjunta de una serie de personas a través de participaciones) al principio se limitó. Para organizar una OPV, cada corporación necesitaba su propio estatuto, lo que costaba de obtener. El Banco de Inglaterra se constituyó como sociedad anónima en 1694, pero al mismo tiempo se le concedió el monopolio sobre la banca de sociedad anónima. Ningún otro banco tenía autorización para tener más de seis socios, lo que les imposibilitaba prácticamente competir con el Bank of England.

Un cuarto de siglo más tarde, en 1720, el Parlamento restringió todavía más las sociedades de accionistas (anónimas) resolviendo —en lo que posteriormente se conocería como la Bubble Act («ley burbuja»)— que no podía fundarse ninguna sociedad anónima sin un privilegio real. Tal vez se tratara de un esfuerzo por apoyar el aumento de las acciones de la South Sea Company, que en aquel momento estaba flotando en una evidente burbuja.

No obstante, a medida que pasaba el tiempo se fueron imponiendo las presiones por democratizar las finanzas, lo que facilitó la formación de más corporaciones. En 1826, el Parlamento restringió el monopolio del Bank of England a una distancia máxima de unos cien kilómetros de Londres, y en 1844 el monopolio se eliminó completamente, lo que llevó a una expansión de las actividades bancarias, y al cabo de dos décadas Inglaterra vio cómo proliferaban las oficinas bancarias hasta en las poblaciones pequeñas.[71]

La democratización de la banca de negocios

En 1811, la banca de negocios recibió un impulso adicional al otro lado del Atlántico con la aprobación de una ley corporativa en el estado de Nueva York que dejaba claro que cualquiera que cumpliera unos requisitos mínimos podía fundar una corporación, sin acciones especiales del gobierno, y esto establecía claramente una responsabilidad limitada para las corporaciones. La ley incrementaba la democratización de las finanzas. Dejando claro que a los accionistas no se les declararía nunca responsables de las deudas de una corporación, la ley permitía por primera vez que un inversor tuviera una cartera diversificada, formada por acciones de varias empresas. Antes de la imposición de la responsabilidad limitada, uno no podía haber hecho algo así, por miedo a una demanda de cualquiera de las compañías participadas. Este avance creó una comunidad de inversores dispuestos, a los cuales los bancos de negocio podían colocar acciones de nueva emisión. Después de comprobar el flujo regular de capital que esta innovación suponía para las empresas de nueva creación, muchos países de todo el mundo imitaron el modelo.

Los arquitectos de la ley de Nueva York probablemente no se consideraban inventores de un tipo de mercado totalmente nuevo, sino que, en apariencia, se creían que estaban respondiendo de una manera imaginativa a una crisis económica. El Congreso de Estados Unidos había impuesto un embargo en el comercio con Gran Bretaña desde 1807, aludiendo a quejas relacionadas con el comportamiento británico hacia Estados Unidos cuando Gran Bretaña estaba en guerra con Francia. En 1811, este amplio embargo comercial ya estaba causando un perjuicio enorme en el país, puesto que Estados Unidos había sido exportador de algodón y otras fibras a los empresarios textiles británicos. Había necesidad de financiar las fábricas textiles estadounidenses, pero pocos eran los empresarios dispuestos a fundar una fábrica local, pensando que una vez levantado el embargo resultaría difícil competir con los británicos. Las provisiones del proyecto de ley se consideraban como meros expedientes para capear esta crisis. El proyecto seguía una medida de 1784 que concedía la incorporación automática a las congregaciones religiosas, y medidas similares para centros universitarios y académicos en 1781, municipalidades en 1788, bibliotecas en 1792, sociedades médicas en 1806 y vías de peaje en 1807.[72] Y, sin embargo, no fue hasta 1811 cuando las empresas en general adquirieron el estatus necesario, dentro de la sociedad de Nueva York, para obtener el mismo derecho. Y lo que es tanto o más importante, el proyecto de ley dejaba claro que los accionistas de estas nuevas corporaciones tenían una responsabilidad limitada: no podían perder más que el dinero que habían invertido con la compra de sus participaciones.

El nombre completo de la ley era «Proyecto de ley para animar a la fabricación de paños de lana, algodón, cáñamo y lino, y para otros fines». Y al final, fueron los «otros fines» los que tendrían una importancia más duradera. Una vez más, enfrentarse a crisis de corta duración llevó a innovaciones financieras que cambiarían el mundo, puesto que la ley neoyorquina de 1811 se convirtió en el modelo de la nueva ley corporativa en todo el mundo.[73]

Subyacente en el concepto de libre incorporación y el comercio no restringido de participaciones se encuentra un resultado esperado: una aplicación imaginativa del capital a nuevas ideas y nuevas orientaciones de los negocios. Incluso si la mayoría de estas ideas fracasan, hay algunas que acaban acertando.

Hay mucha gente que ha opinado que operar con acciones es poco más que apostar. Para apoyar esta idea encontramos el «dato» de que la mayoría de las entidades que operan con valores bursátiles son empresas grandes que no emiten nuevas particiones con regularidad. Stewart Myers ofreció una teoría de las finanzas corporativas según la cual hay un orden piramidal de nuevas fuentes de capital, y las nuevas emisiones de participaciones son las últimas de este orden. Las emisiones experimentadas de participaciones son, según Myers, una fuente relativamente poco importante de capital para las corporaciones.[74]

Sin embargo, resulta que las pruebas de Myers no eran tan impresionantes como uno esperaba. Eugene Fama y Kenneth French sostuvieron que, en el momento en el que Myers escribió, las emisiones de participaciones experimentadas *eran* raras. Pero eso reflejaba meramente la situación en la economía de aquel momento. En otros tiempos, incluyendo los más recientes, la emisión de participaciones era una fuente más importante de capital nuevo.[75] Según la teoría de Myers, la emisión de acciones también ha tendido a aparecer como parte de paquetes de incentivos asignados a los empleados de las empresas y, aunque estas participaciones se emitan en circunstancias especiales, siguen siendo participaciones emitidas; es decir, la empresa sigue dependiendo de las valoraciones del mercado para su capacidad de atraer capital.

Cómo la banca de negocios mantiene actualizados los incentivos

Como sabe todo aquel que haya convivido alguna vez en familia, es realmente difícil mantener a todos los miembros motivados para que cumplan con sus responsabilidades. Normalmente hay un miembro de la familia que carga con la mayor parte del trabajo y es el responsable de mantener las cosas en funcionamiento. Lo mismo tendería a ser cierto en la organización de cualquier negocio. Por suerte desde que se desarrollaron los intereses fraccionados en las corporaciones ha habido sistemas mejores: asignar participaciones en la corporación, o bonos u opciones pagados en forma de participaciones, a personas clave, para recompensarles directamente su responsabilidad.

Facebook fue fundado por Eduardo Saverin y Mark Zuckerberg. Según noticias recientes, actualmente Saverin sólo posee alrededor de un 5 por ciento de la empresa, del 34 por ciento aproximadamente que había poseído, mientras que la participación de Zuckerberg ha caído del

66 al 24 por ciento. ¿Por qué se ha reducido la participación en la propiedad de ambos? Ha ocurrido porque Saverin y Zuckerberg necesitaban el capital de otros inversores para hacer crecer la empresa. ¿Por qué han caído más las participaciones de Saverin? Está claro que nadie le ha robado sus acciones. Perdió buena parte de su porcentaje de la compañía por dilución: nuevas participaciones emitidas para incentivar a empleados nuevos, y más acciones que fueron atribuidas a Zuckerberg. ¿Por qué? Es un tema peliagudo, y uno de los determinantes de esta atribución fue un acuerdo legal. En parte, lógicamente, tiene que ver con la opinión de la junta directiva de que Saverin necesitaba menos incentivos que Zuckerberg para hacer avanzar la empresa.

El proceso de emitir nuevas participaciones en una empresa que diluyen irregularmente las participaciones de los accionistas existentes puede convertirse en uno de los campos de batalla más cruentos de las finanzas actuales, puesto que con ellos se eliminan fortunas, se crean rivalidades y son terreno abonado para las maquinaciones políticas. No hay manera de que el proceso parezca justo a todos los implicados. Los abogados pueden limar algunos de los cantos más peliagudos y calmar los ánimos, pero sigue siendo un campo de batalla donde lo absurdo y lo trágico a menudo se dan la mano.

No obstante, el proceso global de la emisión de participaciones y la incentivación es mucho más amable y tranquilo que el conflicto armado, y proporciona una salida civilizada para las agresiones humanas que al final puede conducir a hacer corporaciones más productivas y, por lo tanto, a que el resultado sea beneficioso para el conjunto de la sociedad. Los bancos de negocios, de alguna manera, sirven como diplomáticos que negocian el acuerdo entre las potencias contendientes, un acuerdo que al final les permite cooperar y seguir trabajando en lo suyo. En el mundo corporativo, la banca de inversiones es, en el análisis último, el guardián de la paz y el promotor del progreso.

5

Prestadores de hipotecas y titulizadores*

La vivienda es una de las necesidades económicas más fundamentales. La necesidad de vivienda tiende a aparecer muy pronto en la vida de una familia, cuando nace el primer hijo o se empieza a pensar en tener uno, aunque puede ser que esto se produzca cuando se ande más escaso de recursos. Para la industria financiera hay una fuerte motivación para ayudar a resolver este problema fundamental. La sociedad, como ya hemos observado, estima beneficioso el subsidio de la propiedad de una vivienda, de modo que considera un bien público la promoción del préstamo de hipotecas.

Sin embargo, en especial en Estados Unidos, hoy en día la ira pública se ha orientado hacia los prestadores de hipotecas y los titulizadores, pues se los considera los instigadores de la actual crisis que se ha extendido desde Estados Unidos al resto del mundo. Esta crisis empezó con el hundimiento del mercado de las hipotecas *subprime*, de modo que la ira por la crisis se ha generalizado en una ira dirigida contra los que inicialmente estaban detrás de estos préstamos.

La concesión de hipotecas es un proceso de pacto entre tres partes principales: el comprador de una vivienda, el prestador final y el gobierno, que normalmente desea promover la propiedad de vivienda. Cada una de estas tres partes tiene necesidades, preocupaciones y horizontes temporales distintos. Seleccionar y combinar eficientemente todas estas partes es un problema que se puede beneficiar de la innovación financiera. Es también un proceso sujeto al error y al desastre.

Un método para el préstamo de hipotecas desarrollado en Estados Unidos se estaba emulando cada vez más en otras partes del mundo hasta que llegó la grave crisis financiera iniciada en 2007. La primera etapa del proceso es la apertura de la hipoteca, en el cual una oficina local trabaja directamente con el comprador de la vivienda para fijar las cláusulas del préstamo y acordar la firma del contrato. El promotor de la hipoteca la vende entonces a un titulizador de hipotecas, que a su vez reúne un grupo numeroso de hipotecas bajo un título o valor apoyado por hipoteca inmobiliaria «residential nortgage-backed security» (RMBS) que se puede vender a inversores.

Apertura de la hipoteca

El proceso de abrir hipotecas es tal vez el eslabón más delicado de la cadena, puesto que implica

crear un acuerdo entre la parte financieramente menos informada, que es el futuro propietario de la vivienda, y sofisticados representantes profesionales de las finanzas. Se trata de una situación en la que hay un alto potencial para desdeñar las necesidades reales de los prestatarios, y hasta para el abuso descarado.

La mayoría de los promotores de hipotecas actúan con integridad, y desde luego creen que su reputación es una parte importante que los ayuda a mantenerse en el negocio. El proceso de apertura de una hipoteca funciona bien cuando estos promotores se consideran parte de sus comunidades y están motivados para beneficiar a sus clientes a través de este sentido personal de la integridad. Pero el proceso no siempre funciona bien.

La crisis financiera de 2007 se puede atribuir en parte a los abusos en el proceso de apertura de hipotecas. A los prestatarios se les concedieron hipotecas que no podían permitirse, o hipotecas del tipo equivocado. El problema no era nuevo, y el Congreso de Estados Unidos ya llevaba años intentando remediar la situación. La Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act de 1994 creó una nueva entidad legal, la institución financiera para el desarrollo de la comunidad, con el fin de asegurar la protección de las personas que buscaban una hipoteca para adquirir vivienda, y actualmente existen más de mil de estas organizaciones comunitarias. El Congreso también intentó ayudar con la Home Ownership and Equity Protection Act de 1994, que establecía criterios para el préstamo de hipotecas, pero sus provisiones eran demasiado fáciles de esquivar. En aquellos tiempos, los agentes hipotecarios no estaban sujetos a una licencia y el sector no disponía de un código ético profesional. Los agentes convencían a menudo a sus clientes para que adquirieran viviendas grandes a través de hipotecas de interés variable, sin informarlos claramente de que los intereses probablemente subirían y las casas quedarían fuera de sus posibilidades. Los gobiernos estatales de Estados Unidos han establecido ahora licencias para los agentes hipotecarios. La Ley Dodd-Frank de 2010 prohíbe a las agencias hipotecarias incentivar a sus agentes para que convenzan a los prestatarios de aceptar hipotecas rentables que no son adecuadas para ellos, y también exige a los promotores que verifiquen la solvencia de sus prestatarios.

No obstante, todos estos esfuerzos legislativos han tenido sólo un éxito parcial. Hay todavía muchas cosas en el proceso de emisión de una hipoteca que, sencillamente, el gobierno no puede supervisar ni controlar. Los puntos débiles en el mercado de apertura de hipotecas —y en el comportamiento de ciertos participantes en éste— reflejan una auténtica deficiencia en el sistema financiero moderno y un lugar ideal para aplicar soluciones innovadoras.

Organizaciones sin afán de lucro como el Center for Responsible Lending y el Center for Community Self-Help ofrecen asesoría a los propietarios de vivienda, pero sencillamente no son lo bastante amplias como para atender a la mayoría de los prestatarios. Reformar las finanzas adecuadamente significa que, como mínimo, hemos de considerar cómo estas organizaciones cooperadoras de base se podrían extender en el futuro.

La titulización de hipotecas

El paso siguiente en el proceso de un préstamo de hipotecas, como hemos visto, es que los promotores venden sus hipotecas individuales a un titulizador hipotecario para que puedan unificarse de manera que consigan asignarse a carteras de inversión. En este punto, a menudo ha habido otro paso en el proceso.

Las RMBS serán a su vez colocadas en un fondo para permitir que se emita un conjunto de obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligations*, CDO) basado en el fondo de hipotecas. Las CDO se dividen en segmentos conocidos como *tramos*, según la solvencia percibida de los titulares de las hipotecas subyacentes. En caso de quiebra en alguna de las hipotecas, el tramo sénior es el que se paga primero, seguido del segundo tramo, el tercero, y así sucesivamente. Los distintos tramos, con sus diversos niveles de riesgo y con el precio variable según éste, están diseñados para atraer a distintos perfiles de inversor. El último tramo —el residual, conocido coloquialmente en el sector como «valor tóxico»— es el último que se paga, y sus titulares no reciben ningún ingreso a menos que quiebren muy pocas de las hipotecas subyacentes. Todos estos tramos —excepto el último, el valor tóxico, que queda retenido por el titulizador— se venden por separado a los inversores.

Por lógica, el primer tramo, el tramo sénior, es muy poco probable que quiebre, de modo que, antes de la crisis financiera, las agencias de clasificación crediticia normalmente les daban la clasificación AAA. Eran fáciles de vender a inversores finales. Sin embargo, el proceso entero quedó en entredicho después del hundimiento de los valores que estaban apoyados por hipotecas *subprime* (de alto riesgo), lo que provocó un efecto dominó en todo el mundo. Estaba claro que había algo en el proceso, tal y como se había desarrollado desde comienzos de 2000, que no funcionaba bien.

Muchas de las CDO clasificadas como AAA finalmente perdieron un valor considerable. Las agencias de *rating* («clasificación») —como tantos profesores indulgentes que dan demasiados sobresalientes— se habían vuelto complacientes y repartían clasificaciones demasiado altas. Las clasificaciones eran defectuosas, como lo fue todo el sistema basado en ellas.

Y, sin embargo, el sistema de tramos y de clasificación crediticia había funcionado relativamente bien hasta cierto momento de la crisis... un dato poco conocido. Estudios llevados a cabo por Sun Young Park, recientemente estudiante de posgrado en Yale y actualmente miembro del Korea Advanced Institute of Science and Technology, revelaron que, en contra de lo que se creía popularmente, con fecha 2011 sólo una fracción muy pequeña (0,17 por ciento) de los principales tramos de valores respaldados por hipotecas *subprime* emitidos entre 2004 y 2007 habían experimentado pérdidas debidas a la quiebra subyacente de hipotecas.[76] Las noticias de unos cuantos títulos *subprime* AAA que habían sufrido grandes pérdidas por quiebra, de las considerables pérdidas por quiebra en los tramos de menor clasificación, y de los grandes declives en los precios de mercado dejaron a la gente con la impresión errónea de la quiebra en el sistema de tramos.[77]

La titulización de hipotecas formaba parte del diseño —desde luego, fue un invento— del gobierno de Estados Unidos. Los valores hipotecarios fueron emitidos por primera vez por empresas patrocinadas por el gobierno (*government-sponsored enterprises*, GSE): la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) en 1971 y la Federal National Mortgage

Association (Fannie Mae) en 1981.[78] Al principio, el proceso parecía funcionar bien, pero el riesgo crediticio de las hipotecas de Freddie y Fannie juntos subió un 16 por ciento anual de 1980 a 2007.[79]

Posteriormente, ambas empresas cayeron en la bancarrota y en 2008 pasaron a ser tuteladas por el gobierno de Estados Unidos, después de que la caída de los precios de la vivienda llevara a muchas hipotecas a la ejecución hipotecaria y provocara la crisis financiera. Las GSE no habían pensado nunca que era posible una caída de precios del sector inmobiliario de tamaña magnitud, de modo que no lo tenían previsto, de la misma forma que las llamadas firmas privadas sistémicamente importantes, antes contempladas, disfrutaban de una categoría «demasiado alta para caer». En teoría, el gobierno no podría nunca abandonarlas a su suerte, puesto que ello arrastraría al conjunto de la economía; por lo tanto, estaba claro que el gobierno las rescataría con dinero de los contribuyentes. Hubo una incorrecta falta de atención a su agresivo abuso de las ventajas debido a su garantía gubernamental implícita.[80]

¿Por qué fracasó tan terriblemente este sistema? La caída parece haber sido el resultado de una combinación de factores. El primero y principal fue la casi universal suposición de que los precios de la vivienda no caerían nunca. Si te lo crees, llegas a la conclusión de que los valores hipotecarios son una inversión bastante segura: si alguien no cumple con el pago de la hipoteca, el prestador puede simplemente ejecutar ésta y vender la casa para recuperar el importe del préstamo. En realidad, en la mayoría de los casos ni siquiera había necesidad de ejecutar, puesto que el propietario que ya no puede seguir pagando la hipoteca tiene la posibilidad de simplemente vender la casa y evitar la ejecución, con un poco de presión del prestador.

Yo mismo me preguntaba, en los años inmediatamente anteriores a la crisis financiera, por qué había tanta gente que pensaba que los precios de la vivienda no caerían nunca. Para mí, la subida extraordinariamente rápida de éstos entre 1997 y 2006 dejaba entrever que había una burbuja inmobiliaria que podría estallar produciendo una rápida caída de los precios. Sin embargo, en el sector hipotecario prácticamente nadie parecía considerarlo ni tan siquiera como una posibilidad remota.

Pregunté a algunas de estas personas por qué estaban tan convencidas de que los precios no caerían nunca, y a veces me respondían que el precio de la vivienda no había bajado nunca desde la Gran Depresión, y que hacía tantos años de ésta que, sencillamente, ya no parecía ser relevante. No hace falta decir que se equivocaban.

En aquellos tiempos también apareció otro enigma: ¿por qué adquirió tanta importancia el mercado de las RMBS cuando la gente no había visto necesidad de ellas antes de la década de los setenta? Sabemos que los titulizadores estaban creando nuevos vehículos de inversión basados en las hipotecas, pero ¿cuál es la diferencia, en realidad, entre invertir en RMBS o en acciones de bancos propietarios de hipotecas, como era lo habitual antes de que Freddie y Fannie empezaran a emitirlas?

Desde luego, en la mayoría de los países la titulización no fue nunca demasiado popular. En Estados Unidos, el movimiento hacia la titulización de la deuda hipotecaria se reforzó especialmente gracias al poderoso ímpetu que le dio el respaldo gubernamental. Pero, a falta del subsidio otorgado efectivamente por el gobierno estadounidense a través de Fannie Mae y

Freddie Mac, la titulización de hipotecas no se generalizó en ningún otro país.[81]

Antes de la crisis de 2007, los teóricos de las finanzas vieron en la titulización de hipotecas una clara innovación. Las hipotecas titulizadas, de forma abstracta, son una manera de resolver un problema de información asimétrica, concretamente, el problema de los «saldos». Éste, cuya primera explicación teórica la dio George Akerlof, se refiere a la aversión que siente mucha gente a comprar algo en el mercado de segunda mano, como un coche usado. Temen no ser capaces de juzgar si el artículo tiene defectos y que tal vez acaben quedándose un «saldo». El vendedor conoce si un producto en concreto es de buena calidad o no, pero el comprador no, al menos no sin invertir una buena dosis de esfuerzo en averiguarlo.[82] En resumen, la teoría de Akerlof dice que si crees que el vendedor te va a endosar un producto malo, no le pagarás más que un precio malo. Así, el vendedor no intentará siquiera ofrecer los productos buenos al mercado, y éste se convierte en un almacén de residuos. Es por esto que la gente tiene tendencia a conservar (lo que perciben como) los coches buenos usados en la familia, pero a deshacerse de los cacharros en el mercado de segunda mano.[83] Todo esto acaba conformando un mercado que funciona mal.

Claire Hill, en su artículo «Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons», escrito antes de la crisis, afirmaba de manera convincente que un motivo importante por el que el mercado de la titulización y de los CDO podía funcionar bien es que ayudaba a resolver el problema de los «saldos».[84] Reunir hipotecas bajo forma de valores que se evalúan por agencias independientes de clasificación crediticia y dividir los valores de una empresa en tramos que permitan hacer su trabajo a los evaluadores especializados rebaja eficientemente el riesgo para los inversores de acabar quedándose los saldos. Han de poder confiar en los CDO de los tramos más altos más que en cualquier serie de hipotecas o cualquier participación de una institución hipotecaria compleja y difícil de entender.

De modo que había una teoría válida que explicaba por qué dividir en tramos la deuda de las hipotecas titulizadas era buena idea. Por supuesto, resulta que en la práctica no funcionó fantásticamente bien, pero eso se debe en buena parte a la suposición errónea apuntada anteriormente, de que todo el mundo, incluidas las agencias de rating, pensó que el precio de la vivienda, simplemente, no podía caer. Este error, y no ningún fallo en la lógica de la teoría de Claire Hill, fue el problema real.

Y es el problema que tan a menudo afecta a las finanzas. Podemos crear bellos modelos y teorías sobre tipos de productos financieros que ofrecemos, pero gracias a las debilidades humanas, estamos siempre expuestos a las burbujas y a sus pinchazos.

El enorme crecimiento de la titulización de hipotecas en Estados Unidos surgió también en parte por culpa del arbitraje regulador; es decir, porque las empresas trataban de complacer a los reguladores con la mayor eficiencia posible, y porque los burócratas no meditaban bien sobre las normas que estaban obligando a cumplir.

Desde el primer Acuerdo de Basilea de 1988, que establecía los primeros criterios internacionales reguladores de la banca, bancos de todo el mundo se han visto sometidos a requerimientos de capital sujetos por una fórmula a sus llamados *risk-weighted assets* («activos ponderados por el riesgo»). Según esta fórmula, los bancos deben disponer de más capital si sus

inversiones incluyen activos relativamente arriesgados. Pero eso permite practicar un truco con los reguladores: un banco que emite hipotecas (que tienen un elevado riesgo y, por tanto, aumentan considerablemente sus *risk-weighted assets*) puede reunirlas todas en forma de valor y liquidarlas a cambio de cualquier otro activo, incluso a cambio de más hipotecas. Liquidar las hipotecas libera al banco de sus requisitos de capital y le permite emitir más hipotecas. Bajo la ley estadounidense, el banco puede incluso salir y adquirir con este dinero RMBS de alta clasificación, con la suposición de que éstas son prácticamente de riesgo nulo. Puede acabar teniendo básicamente las mismas hipotecas con las que había empezado, pero la fórmula de los reguladores cuantifica el cambio como significativo, de modo que los bancos que persiguen esta estrategia son más libres de prestar dinero.[85]

Parte de la motivación que llevaba a crear RMBS era esencialmente permitir que los bancos evitaran los controles de capital. En 2001, la Federal Deposit Insurance Corporation, la Reserva Federal, el Comptroller of the Currency y la Office of Thrift Supervision promulgaron una nueva normativa llamada Recourse Rule («regla de recurso»), que ofrecía incentivos especiales para que los bancos mantuvieran las hipotecas titulizadas, más que las hipotecas en sí. Para contabilizar el capital ponderado por el riesgo, un factor que determina los requisitos de capital para los bancos, cualquier hipoteca titulizada clasificada AAA o AA era apta para una ponderación del 20 por ciento del riesgo, en vez de la ponderación del 50 por ciento del riesgo que se solía aplicar a las hipotecas. Consideremos lo que eso significa, por ejemplo, para dos bancos que hacen la mayoría de sus préstamos en forma de hipotecas. Imaginemos que estos dos bancos son prácticamente idénticos, y que ambos han prestado más o menos todo el dinero que los reguladores les han permitido, teniendo en cuenta su capital actual. Supongamos que los dos han empaquetado sus hipotecas en valores AAA y que se han intercambiado los valores entre ellos: por tanto, cada uno tiene las hipotecas que el otro ha originado, bajo la nueva forma titulizada. Podemos pensar que, esencialmente, no ha cambiado nada. Pero pensémoslo de nuevo. Como los requerimientos de capital se basan en los activos ponderados por el riesgo, y como los valores entran dentro de una categoría distinta de activos a las hipotecas subyacentes, el efecto conseguido es la relajación de la norma que permite a los bancos seguir prestando.

Podríamos preguntar: ¿cómo han podido los reguladores ser tan tontos de no haber visto el potencial de desastre que todo esto contenía? No eran tan tontos, pero actuaban bajo la suposición de que las agencias de clasificación crediticia eran infalibles, una suposición que no pensaban que era su responsabilidad cuestionar, puesto que ellos no regulaban este tipo de agencias. También estaban limitados políticamente, pues debían seguir normas que debían consensuarse a nivel nacional, y que finalmente estaban basadas en acuerdos internacionales. Así las cosas, el problema no era de estupidez; era más bien un problema de asignación de responsabilidades o de coordinar los esfuerzos de un grupo diverso de personas.

Y, aun así, no todo salió mal: muchos aspectos del proceso de concesión de hipotecas serán corregidos y convertidos en instituciones mejores de cara al futuro.

En principio, si las clasificaciones de las RMBS han sido precisas, si han tenido en cuenta escrupulosamente la posible caída de los precios de la vivienda, y si los reguladores no han otorgado ninguna ventaja especial a los titulares de estos valores, entonces el sistema habrá

funcionado.

Los defectos en el proceso de titulización de las hipotecas han resultado muy visibles durante esta crisis, y ahora se corregirán. Los beneficios derivados de este proceso para la sociedad resultan difíciles de ver porque han adoptado la forma de menores intereses de préstamo para los propietarios de viviendas. La gente no tiene una idea clara de cuáles habrían podido ser los intereses sin el beneficio de la titulización. Desde luego, no se han planteado la posibilidad de que tal vez no estarían viviendo en una casa, y de que ciertas cosas que valoran en esta vida (por ejemplo, disponer de una vivienda de propiedad desde que sus hijos son pequeños) tal vez han sido posibles gracias a este proceso.

Es importante promover la innovación financiera para que progrese, para que desarrolle más y mejores instituciones hipotecarias, a pesar de la debacle con los innovadores productos hipotecarios asociados a la crisis financiera. Las personas creativas que se dedican a las finanzas hipotecarias tienen un enorme camino por recorrer para implantar acuerdos mejores entre las partes contratantes de una hipoteca. El contrato hipotecario podría flexibilizarse para el adquiriente de la vivienda, con un cálculo planificado.[86]

Otros tipos de innovaciones en la financiación de hipotecas son posibles, como los acuerdos de propiedad compartida, o los intereses fraccionales de valores inmobiliarios promovidos por John O’Brien, que permiten a los propietarios vender participaciones de su vivienda, o las sociedades de mercado inmobiliario promovidas por Andrew Caplin y sus colegas, que permiten a los propietarios convertirse en socios con una institución al adquirir sus viviendas.[87] La escarpada montaña que los prestadores de hipotecas han sorteado durante la crisis financiera es una gran advertencia de que todavía podemos enfrentarnos a nuevos obstáculos, pero los oficios de promotor de hipoteca y de titulizador de hipoteca seguirán existiendo, aunque tal vez ligeramente modificados, porque ayudan a resolver un problema económico básico. La próxima vez, no nos creeremos que los precios de la vivienda no pueden caer y las cosas nos saldrán mejor. Es el doloroso proceso de aprendizaje que vemos en los mercados financieros, pero es un proceso que al final nos conduce hasta unas instituciones financieras mejores.

6

Traders y operadores de Bolsa

El ejemplo clásico de un trader u operador de Bolsa es el especialista de una Bolsa tradicional donde ciertas acciones se contratan en los parqués, y que compra y vende de su inventario personal de valores con el fin de mantener una disciplina de mercado. No obstante, el especialista es sólo una de las muchas personas cuyo trabajo implica la contratación minuto a minuto. Además de los agentes de Bolsa, están también los *execution traders* («negociadores ejecutantes»), que ayudan a los otros a hacer transacciones eficientes a buen precio sin alterar el mercado para su propia desventaja, y los *proprietary traders* («negociadores autónomos») que contratan por cuenta propia para beneficiarse de los movimientos de precio a muy corto plazo, incluyendo el arbitraje del riesgo; es decir, aprovechando las discrepancias de precio entre los distintos mercados. A medida que las bolsas de todo el mundo se van informatizando cada vez más, la mayoría de los operadores ni siquiera visitan los parqués, y en general no se sienten comprometidos a mantener un mercado disciplinado. Sin embargo, juntos sí tienen, en general, el efecto de aportar una mayor disciplina al mercado y de lograr que los precios sean un mejor reflejo de los valores reales.

En el entorno actual, la mayor hostilidad se reserva a menudo contra los agentes de Bolsa, puesto que no suelen presentarse en absoluto como benefactores de la sociedad. Simplemente, compran y venden para tratar de ganar más dinero para ellos mismos. Sus actividades recuerdan el mundo del juego... y los éxitos de algunos de los mejores contratistas pueden resultar irritantes.

Los agentes de Bolsa son muy distintos de los asesores financieros, que gestionan grandes carteras de inversiones, que organizan carteras durante años para clientes que tienen objetivos a largo plazo. Los corredores y agentes de Bolsa corren riesgos cada minuto del día, y no buscan más beneficio que el suyo propio.

Todos nosotros nos vemos implicados en cierto tipo de intercambio a corto plazo en algún momento de la vida, y muchas veces descubrimos cierto disgusto en tener que enfrentarnos a otras personas y a estar obligados a negociar. Todo esto hace que nos preguntemos: ¿se trata de una relación equitativa o no? ¿Estoy ocultando información, aprovechándome de esta otra persona? Con todo, los corredores han de especializarse en hacer exactamente esto todo el día.

Está claro que la sociedad necesita a los corredores. Una economía de mercado precisa a gente que esté dispuesta a comprar y vender productos necesarios. Necesitamos a los corredores de la misma manera que a los vendedores de muebles y a los chatarreros. La gente que se dedica

a comerciar buena parte de su vida adquiere una especie de profesionalidad natural que los guía, una especie de ética práctica que les permite detenerse siempre justo antes de molestar a los demás. Como observó Montesquieu en su libro de 1748 *El espíritu de las leyes*: «El espíritu comercial produce en la mente humana cierto sentido de la justicia exacta, opuesta por un lado al robo y por el otro a esas virtudes morales que impiden que cumplamos siempre con rigidez con nuestro propio interés privado, y nos permite que lo descuidemos en beneficio de los demás». [88] Como llevan mucho tiempo reflexionando sobre sus propias prácticas, los operadores de Bolsa encuentran aburrida la rabia que algunos de sus contrapartes muestran a lo que se percibe como maltrato: para los agentes experimentados se trata pura y simplemente de negocio.

Los que se pasan la vida operando en Bolsa desarrollan una experiencia que conlleva una percepción intuitiva de las fuerzas bursátiles. El resto de los profesionales financieros respetan a los corredores: los consideran una especie aparte y consultan a menudo su opinión antes de tomar decisiones importantes. El hecho de que los corredores tengan tal experiencia no contradice en absoluto la noción de que los mercados bursátiles son básicamente eficientes, pues no hay ninguna teoría respetable según la cual no haya un beneficio normal que obtener en la contratación. La contratación es una actividad necesaria para una economía de mercado, de modo que la experiencia bursátil debe tener una recompensa normal.

Parte de la experiencia de estos agentes será en forma de conocimientos sobre cómo «aprovecharse» de los demás, ya que sólo si entienden cosas así, podrán sobrevivir. Su profesionalidad puede exigirles que no hablen con demasiada libertad sobre estos aspectos. Cualquier profesión desarrolla ciertos secretos oscuros de conducta que, aunque no son realmente inmorales, resultan difíciles de justificar para las personas ajenas a su actividad.

Los operadores de Bolsa como gestores de un sistema de recompensas financieras

La existencia de operadores de Bolsa permite a los mercados financieros reaccionar casi de inmediato ante los nuevos acontecimientos. Cuando el precio de unas acciones o participaciones sube, los que han invertido en ellas son gratificados. Debido a la actividad de los operadores, el premio es casi instantáneo y sirve para estimular actividades parecidas una y otra vez.

Los mercados que producen los agentes son una «máquina de valoración» que evalúa el valor de varias acciones en un entorno que cambia constantemente y que da respuesta y correcciones casi inmediatas en forma de movimientos significativos de precio. Según el neurocientífico Read Montague, «una vez que la vida se puso en marcha, los mecanismos de valoración fueron una consecuencia inevitable».[89] Hasta los microorganismos móviles más simples disponen de un mecanismo de valoración y del impulso de perseguir el valor. Montague apunta que la bacteria unicelular *Escherichia coli* posee un mecanismo para calcular la concentración en su entorno fluido del aminoácido L-aspartato, que consume, y un mecanismo para llevarla hacia mayores concentraciones de éste. El cerebro humano es mucho más sofisticado, pero sus unidades básicas son fundamentalmente similares a las de los organismos unicelulares como la *E. coli*. ¿Cómo logra una coordinación tan impecable de todos estos agentes? Una teoría sobre ello, llamada

hipótesis de la apertura de la dopamina, ha sido propuesta por los psicólogos cuantitativos Randy O'Reilly, D. C. Noelle, Jon Cohen y Todd Braver.[90] La teoría implica al sistema de la dopamina, que se encuentra en el bulbo raquídeo pero manda señales a través de largos axones a muchas partes del cerebro, en especial el córtex prefrontal, que a su vez devuelve señales al sistema de la dopamina. Éste reacciona a las gratificaciones y evalúa en qué medida es ventajoso el entorno.

Como se ha dicho más arriba, este sistema manda señales al córtex prefrontal, que es un centro de integración de la información y que contribuye al mantenimiento de los objetivos y sus acciones asociadas.[91] Hace poco se ha sabido que el sistema de gratificación de la dopamina también penetra en «la materia gris en casi todas las subdivisiones del cerebro».[92]

El neurocientífico Wolfram Schultz monitorizó las señales mandadas por el sistema de la dopamina y mostró que sólo responde a las sorpresas; es decir, a las gratificaciones inesperadas.[93] Además, el sistema no reacciona cuando un capricho (por ejemplo, algo de comer) se disfruta físicamente, sino cuando se recibe información sobre él. De esta forma, cuando el cerebro recibe una señal inesperada de que se espera un premio, el sistema de la dopamina no manda una señal más fuerte cuando el premio llega realmente, sino que sigue avivado su nivel de fondo normal. Si, por el contrario, el cerebro esperaba un premio y se ve frustrado, en el momento en el que se descubre el déficit el sistema de la dopamina señala una caída hasta un nivel inusitadamente bajo.[94]

El estímulo de la recompensa del sistema de la dopamina, según la hipótesis de la apertura de la dopamina, provoca el efecto de apagar un revestimiento de información y, como respuesta, el córtex prefrontal selecciona cierto patrón de actividad neuronal, lo estabiliza seleccionado en forma de objetivo y luego utiliza ese objetivo como base de una señal enviada a otras zonas del cerebro.

Como la dopamina registra las gratificaciones de una manera muy parecida a la forma en que la Bolsa registra las ganancias, funcionan análogamente. Cuando una empresa anuncia que se va a pagar un nuevo dividendo especial a los accionistas, inmediatamente después del anuncio los corredores pujan más alto las acciones del mercado. De esta manera mandan una señal al mundo entero de que las acciones son más valiosas, al igual que la dopamina manda una señal a todo el cerebro. Cuando la empresa efectivamente paga el dividendo sobre las acciones en una fecha posterior, en ese día no se produce un mayor rendimiento de las acciones. Igual que ocurre con la dopamina, el mercado reacciona cuando aparece la información sobre la gratificación futura, no cuando el pago se hace efectivo.

Hay un curioso parecido entre los guiones trazados por Schultz de las señales emitidas por la dopamina, desde unos segundos antes a unos segundos después del momento en que aparece el anuncio de un premio, y los guiones del «acontecimiento de estudio» producidos por los investigadores financieros de los intereses diarios sobre los precios de acciones justo antes o justo después de que se anuncie un dividendo especial.[95] Al igual que en el sistema de recompensa de la dopamina, los rendimientos de las acciones saltan cuando se anuncia un dividendo extra, no cuando se paga. Y este tipo de respuesta instantánea a la información nueva es exactamente lo que se necesita para hacer que un sistema de recompensas funcione bien, ya

sea en el cerebro o en la economía.

La llamada evolución paralela puede llevar al desarrollo de mecanismos o estructuras similares en especies distintas. Por ejemplo, existieron los tigres de dientes de sable y los marsupiales de dientes de sable, que desarrollaron una estructura dental parecida de manera totalmente independiente. Otro ejemplo es el de las hormigas y las termitas, insectos que evolucionaron por separado pero que comparten una compleja estructura de colonia y que se construyen sus propios hábitats. La reinvención en el transcurso de la evolución económica de un sistema de recompensas parecido al que existe en el cerebro puede considerarse como una especie de evolución paralela.

Compraventa de alta frecuencia

La contratación electrónica de disparo rápido ha sido fuente de preocupación durante mucho más tiempo del que podemos imaginar. En 1847, un artículo en un periódico lamentaba el hecho que «se recibían órdenes de vender [...] a través del telégrafo magnético desde Nueva York, y la consecuencia era una caída, un cierre del mercado inusitadamente duro: muchos vendedores y muy pocos compradores».[96] Ya a mediados del siglo XIX, la información podía comunicarse a la velocidad de la electricidad. Y esto era sólo el principio de las aparentes anomalías debidas a lo que hoy llamamos contratación de alta frecuencia o al milisegundo. Hay también otros ejemplos más recientes: el 6 de mayo de 2010, el índice industrial Dow Jones cayó repentinamente un 9 por ciento, sólo para recuperarse al cabo de escasos minutos. Según el informe post mórtem de aquel *flash crash* de la Commodity Futures Trading Commission y de la Securities and Exchange Commission (SEC), el *crash* fue consecuencia de una única orden de venta de 4.100 millones de dólares, ejecutada mediante un algoritmo de venta automatizado, y del cese repentino de la compra por parte de los contratistas de alta frecuencia.[97] No obstante, hechos como éste se encuentran entre los problemas previsibles siempre que se adoptan nuevas tecnologías, y en todo caso a medida que los participantes en el mercado adquieren más experiencia y que los reguladores aprenden maneras de reducir su probabilidad suelen ser menos frecuentes.

El cambio real que la electrónica ha aportado a los mercados de valores ha sido más en la organización de la información que en la velocidad en la que se lleva a cabo la contratación. Una vez que intervienen los ordenadores, para la gente es mucho más fácil reunir, recopilar y guardar información sobre inversiones, por lo que la ventaja relacionada de la velocidad a la que se puede contratar resulta mucho menos importante. En un mundo competitivo, la contratación veloz se convierte en necesidad para mantener la competitividad, pero no cambia las actividades básicas de los participantes, pues siguen sirviendo a clientes que no piensan en milisegundos. La irrupción de esta forma de contratación se puede comparar con el paso de los ingenieros de las reglas de tres a las calculadoras: la contratación de alta frecuencia ayuda a los agentes a hacer más rápido su trabajo, pero el trabajo sigue siendo el mismo.

Contratación de alto alcance

Mucho más importante que la contratación de alta frecuencia es la contratación de un alcance más amplio; es decir, de más tipos distintos de cosas. El alcance de la contratación ha ido ampliándose de forma gradual a lo largo del siglo pasado, pero el progreso ha sido lento, y sigue habiendo algunos activos extremadamente importantes para los cuales no hay todavía mercados líquidos. Con la llegada de la contratación de alto alcance se contratan muchos más productos.

Un ejemplo serían los «mercados de predicción», que establecen los precios basándose en las probabilidades que un acontecimiento concreto provocará. Los primeros mercados de predicción, que datan de 1988 en los Iowa Electronic Markets, firmaron contratos que pagaban según el resultado de un acto específico, como por ejemplo que un candidato recibiera cierta proporción del voto popular. El precio de este tipo de contrato acaba siendo un cálculo útil de la probabilidad de este resultado.[98] Puesto que los mercados de predicción se centran en un acontecimiento bien definido del futuro próximo y proporcionan una reacción rápida a los participantes, probablemente sean menos propensos a recibir la influencia de los excesos especulativos de otros mercados, como los bursátiles. Hoy en día existen muchos de estos mercados predictivos, como Intrade.com, Lumenogic en newsfutures.com, y el Foresight Exchange en ideasphere.com. Ha habido intentos de poner en marcha mercados para los conjuntos macroeconómicos.[99]

En 1985, el U.S. Coffee, Sugar and Cocoa Exchange lanzó un mercado para el índice de precios al consumo de Estados Unidos, y en 2002, Goldman Sachs lanzó otro para las estadísticas de mano de obra no agrícola. Desde entonces ha habido mercados análogos comerciando en el CME Group de Chicago.[100] En 2004, el European Investment Bank intentó crear un mercado para el riesgo de la longevidad, riesgo de que, como consecuencia del desarrollo de las investigaciones médicas y del cambio en las condiciones medioambientales, la gente viva una media de años más larga de la esperada (un problema para los fondos de pensión de beneficios definidos, que han de seguir pagando mientras los jubilados vivan) o más corta de la prevista (un problema para las aseguradoras de vida, que deberán pagar los beneficios antes de tiempo).[101]

En muchos de estos mercados todavía no se ha obtenido liquidez, y hay poco volumen de contratación. A menudo, como en los de predicción, el volumen es tan bajo que el mercado parece más un juego entre entusiastas que una institución económica significativa. Este problema plantea un reto para los creadores de mercado, y resulta instructivo entender el papel que desempeñan en el lanzamiento de estos mercados.

Por ejemplo, hasta hace poco no había un mercado de productos derivados para los precios de inmobiliaria residencial; es decir, de vivienda unifamiliar. Hay mercados para el sector inmobiliario comercial, pero no para la categoría mucho más amplia de la inmobiliaria que representan nuestras viviendas. La crisis de las hipotecas *subprime*, que promovió la grave crisis financiera iniciada en 2007, fue provocada por el estallido de una burbuja en los precios de la vivienda de Estados Unidos. Es posible que esta crisis se hubiera podido prever si hubiera habido

un mercado que reflejara la opinión pública sobre los precios futuros de la vivienda.

Mis colegas y yo trabajamos con el Chicago Mercantile Exchange (CME) para lanzar un mercado de futuros en precios de vivienda unifamiliar.[102] Los precios de vivienda unifamiliar en el mercado de futuros para diez ciudades estadounidenses —Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Ángeles, Miami, Nueva York, San Diego, San Francisco y Washington, D.C.—, además de un mercado para un índice de conjunto de todas ellas juntas, se lanzaron en el CME el 22 de mayo de 2006. Al mismo tiempo se ofrecieron también opciones sobre futuros.[103] Todo esto nos llevaba a pensar que estos mercados serían fundamentalmente importantes, puesto que el sector inmobiliario era un riesgo considerable para el cual, en aquel momento, no había vehículos de gestión del riesgo. Hablé con algunos de los creadores de mercado sobre aquellos contratos y su actitud me impresionó: parecían sinceramente comprometidos a crear un nuevo e importante mercado, ilusionados con la perspectiva. Estos encuentros me confirmaron de nuevo que la inmensa mayoría de los profesionales de las finanzas no se dedican a ello sólo para ganar dinero.

Por otro lado, tenían que ser cautos, porque como creadores de mercado estaban comprometiendo su propio capital. Si pretendían crear un mercado de modo demasiado agresivo —es decir, hacer grandes pedidos de manera que quedaran expuestos al riesgo bursátil—, corrían el peligro de una pérdida repentina y catastrófica. El problema en aquel momento se centraba en que nuestros contratos no eran todavía lo bastante líquidos como para llamar la atención. Hablé con gestores de carteras que podían haber adoptado una postura en aquellos mercados, y me dijeron que el número de participaciones que podían contratar sin provocar grandes movimientos en el precio de mercado era sencillamente demasiado bajo como para ser tenido en cuenta. Estábamos ante el clásico problema del huevo o la gallina: para poner en marcha un nuevo mercado importante necesitas liquidez; para tener liquidez, necesitas un mercado importante. Los creadores de mercado pueden crear a veces mercados nuevos, a pesar del problema del huevo o la gallina, si disponen del capital suficiente y del coraje y el compromiso para lograr que funcione. No obstante, se trata de un proceso lento, y todavía tenemos relativamente pocos mercados para los productos fundamentales individuales.

En relación con ello, defendería los incentivos fiscales para los creadores de mercados, al menos los que se dedican a los nuevos mercados fundamentales e importantes. Al crearlos aportan un bien público y apoyan la liquidez que suponen. Hay que seguir secundándolos en este empeño, y hay que reconocer públicamente su contribución a la sociedad.

Me encuentro a menudo con resistencias a la idea de que debemos ampliar nuestro abanico de mercados de derivados, y que necesitamos una contratación más activa de derivativos para aspectos como los precios al consumo, el PIB, la longevidad y los riesgos del sector inmobiliario. El descontento público con las maquinaciones financieras es ahora mismo enorme, y estas ideas se reciben con un gran escepticismo. Muchos de aquellos que se oponen parecen pensar que estos nuevos mercados no harían otra cosa que crear más oportunidades de mala conducta, pero resulta irónico que nadie (que yo sepa) defienda el cierre de la contratación en los principales mercados que ya existen, como el de valores o el de bonos. No lo sugieren porque la importancia de este tipo de contratación en nuestra economía es sencillamente demasiado alta. Así, ¿dónde

ponemos la línea entre la buena y la mala contratación? Si la contratación de crédito frente a los beneficios corporativos (contratación de acciones) es buena, ¿por qué no es igual de buena la contratación del crédito frente al PIB? Al fin y al cabo, los beneficios corporativos son sólo un (pequeño) componente del PIB.

Aquí es donde el impulso por lo convencional y lo familiar, que comentamos en el capítulo 22, es tan fuerte. Después de una crisis, la gente quiere regresar a sus raíces morales, y eso parece implicar, hasta cierto punto, un regreso a la manera antigua de hacer las cosas. Creemos que el sistema de intercambio en el que ya estamos enfrascados es el adecuado, siempre y cuando se mande a la cárcel a los que abusan del sistema. Todo progreso financiero hasta la fecha —o al menos hasta justo antes de irrumpir la actual crisis financiera— era aceptable, puesto que nos habíamos acostumbrado a tales desarrollos. Pero el progreso debe acabar aquí.

Aquellos que expresan tales puntos de vista no parecen entender que la contratación financiera crea, como hemos visto, un sistema de gratificaciones parecido al sistema de gratificación que tenemos en el cerebro, que guía todo tipo de actividad humana coordinada. No parecen apreciar el hecho de que la actual revolución en la tecnología de la información está creando muchísimas oportunidades nuevas para coordinar mejor las actividades económicas, y que debemos esperar que la contratación financiera evolucione con estas oportunidades. No parecen darse cuenta de que la crisis financiera no fue provocada principalmente por un estallido espontáneo de bajeza moral, sino más bien por la incapacidad de detectar y gestionar los riesgos (especialmente en el sector inmobiliario). No se dan cuenta de que designar una comisión gubernamental para que vigile que no se cometan excesos y burbujas financieras, aunque probablemente ayude, no es capaz de resolver el problema, al menos no sin destruir muchas de las ventajas positivas de nuestro sistema de mercado. Y tampoco se dan cuenta de que ampliar el ámbito de nuestro comercio financiero es, en esencia, el camino para democratizar las finanzas —haciendo que los mercados financieros sean más representativos de nuestras necesidades y respondan mejor a ellas— y, por tanto, para avanzar en el objetivo primordial del movimiento Occupy Wall Street.

Como hemos visto, los mercados —y las personas que los forman y que comercian en ellos — son el vínculo vital que permite que el capitalismo financiero responda a lo que sucede en la sociedad en su conjunto. Es a través de los mercados que percibimos el valor de lo que se comercia y, en muchos casos, nos hacemos una idea de las grandes tendencias en el mundo. Si queremos transformar y mejorar nuestro sistema de capitalismo financiero, necesitamos a los comerciantes y a los operadores de Bolsa.

7

Las aseguradoras

El sector de los seguros ha tenido una importancia extrema en cuanto a reducir el impacto de las grandes y las pequeñas tragedias de nuestras vidas. La mayoría de las personas, sencillamente, no valoran lo que ofrecen las aseguradoras, puesto que el valor total de estos servicios puede resultar difícil de comprender. En este aspecto, los medios de comunicación parecen ver tragedia en los sitios equivocados.

Pongamos por ejemplo el vertido de crudo de British Petroleum en el Golfo de México en 2010, a raíz de la explosión de la plataforma *Deepwater Horizon*, que dejó una mancha de petróleo en el golfo durante más de tres meses. La prensa lo describió como una tragedia mayor de lo que era, puesto que no hicieron hincapié en el hecho de que buena parte de la pérdida estaba asegurada. De hecho, la verdadera tragedia en este caso fue la pérdida de vidas inicial, incluidos los once operarios que murieron en la explosión. Ninguna póliza de seguros puede devolver la vida, pero el resto de las tragedias del vertido se podían —y se hizo en buena parte— solucionar a través del seguro.

La prensa describió los problemas ocasionados a los negocios locales, el cierre temporal de los complejos playeros y la pérdida de puestos de trabajo locales debido a la ausencia de turistas, como si todo esto no estuviera asegurado. No obstante, teniendo en cuenta que todos los riesgos estaban asegurados, que los complejos playeros lo estaban igualmente contra vertidos petrolíferos, que trabajadores y empresarios tenían un seguro de desempleo o de interrupción del negocio, no hubo un sufrimiento real ni duradero. Los turistas se limitaron a cambiar de destino mientras las playas se limpiaban, y regresaron al cabo de un tiempo. Teniendo en cuenta que las acciones de BP y sus compañías aseguradoras estaban en manos de inversores internacionales en carteras bien diversificadas, las pérdidas se repartieron por todo el mundo, y así, excepto por la pérdida inicial de vidas, el accidente tuvo unos efectos globales minúsculos. La realidad de un mundo asegurado es decididamente justa y equilibrada... una realidad que a muchos periodistas les gustaría ignorar con su empeño en redactar noticias llamativas y emocionantes.

En aquel accidente se perdieron unos cinco millones de barriles de petróleo, que al precio de 77 dólares el barril de aquel momento se acercaba a quinientos millones de dólares. Tal vez suene a mucho dinero, pero es una cifra relativamente intrascendente para el mundo en su conjunto. Si los riesgos se hubieran diversificado totalmente por todo el mundo, los principales inversores de la cartera se habrían visto afectados mínimamente por la pérdida de barriles de crudo, hasta un nivel muy por debajo del umbral que les provocaría una pérdida en su nivel de

bienestar. En cuanto a los riesgos que se pueden asegurar no hay tragedia a experimentar por parte de las personas implicadas. Este resultado revela una de las ironías de las finanzas, por muy difícil que sea de expresar teniendo en cuenta nuestra reacción emocional natural: excepto por las catástrofes que afectan realmente a todo el planeta, la cantidad total de daño apenas importa.

Si los riesgos se comparten exhaustiva y adecuadamente, en el ejemplo de BP, el impacto económico más claro sobre la felicidad —sobre lo que los economistas llaman un servicio público— tal vez provenga de los efectos finales sobre la economía mundial de la pérdida de petróleo. Se ha desperdiciado una pequeña parte de las reservas mundiales de crudo y, por lo tanto, deberíamos restar unos cuantos días más, pongamos, al siglo que falta para que nos quedemos sin petróleo. Incluso esto no es así, pues el impacto es más abstracto, puesto que el mundo, de hecho, no se quedará nunca sin petróleo. A medida que las reservas se vayan agotando, el precio del petróleo tendrá que subir para incentivar el ahorro y también crear un incentivo para el desarrollo de formas alternativas de energía, que irán introduciéndose poco a poco a medida que los recursos petrolíferos se acaben. Por lo tanto, un vertido de petróleo como éste, en un mundo totalmente asegurado, representa sólo un incremento de los precios a lo largo del próximo siglo... un hecho de la vida que la sociedad, desde luego, aprenderá a tolerar.

El público general debería estar impaciente por ver un avance fundamental en los seguros, por todas las maneras en las que éstos mejoran sus vidas. Pero, de momento, no parece entender del todo los beneficios potenciales de ello. Las posibilidades de la gestión del riesgo futuro que provienen de estar mejor asegurado parecen demasiado abstractas y remotas. Sin embargo, las ventajas —tanto de los seguros como de ampliarlos para que cubran muchos más riesgos que los actuales— son muy considerables y reales.

La democratización de los seguros

La historia de los seguros en los anteriores siglos ha sido la de una ampliación gradual de las coberturas a cada vez más personas y más riesgos. Si queremos conseguir una sociedad justa, debemos seguir esta tendencia.

El seguro de vida se inventó hacia el año 1600, pero al principio sólo lo adquirió un grupo de gente financieramente sofisticada. Lo mismo ocurrió con el seguro contra incendios. No fue hasta los siglos XIX y XX cuando estos tipos de seguros se popularizaron en los países avanzados, y hay muchas regiones pobres del mundo a las que todavía no han llegado.

El primer imperativo es obtener un segmento mucho más amplio del público cubierto por pólizas existentes y bien explicadas. Por ejemplo, la tragedia fundamental del terremoto haitiano de 2010, hasta teniendo en cuenta la pérdida de vidas, fue que había muy pocos edificios asegurados. Eso significó no sólo que no hubo compensación por los daños, sino también que en los años anteriores no había habido compañías de seguro que supervisaran las normativas constructivas, una práctica que ciertamente habría reducido los daños y la pérdida de vidas. La Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility llevaba desde 2007 intentando establecer mejores prácticas aseguradoras de la propiedad en Haití, así como en otros países de la zona, pero había

avanzado poco cuando se produjo el terremoto de 2010. Aquel seísmo de 7 grados provocó al menos cincuenta mil muertes. En cambio, un seísmo de 6,7 grados en Northridge, California, en 1994 —de importancia parecida por su proximidad a un centro urbano y por sus efectos— provocó tan sólo 33 muertes. El desarrollo del sector de los seguros en California mucho más avanzado comparado el de con Haití es una parte importante de lo que explica esta diferencia.

El Banco Mundial ha estado promocionando programas para proteger mejor a los agricultores y granjeros pobres de los riesgos meteorológicos que pueden perjudicar gravemente sus cosechas, lo que provoca muchas privaciones y hasta hambruna. Se calcula que unos mil millones de personas en el mundo tienen unos ingresos inferiores a un dólar diario, y que tres cuartas partes de ellos viven en zonas rurales que dependen muchísimo de la agricultura,[104] pues, para estas personas, el riesgo de perder una cosecha tiene una importancia tal que puede ponerlas entre la vida y la muerte. La ayuda de emergencia extranjera suele llegar demasiado tarde, una vez que ya se han visto obligados a vender sus escasas pertenencias y a sacrificar su ganado para sobrevivir. Y a pesar de que las sociedades primitivas intentan gestionar el riesgo de perder sus cosechas compartiéndolas entre toda la familia,[105] a la práctica, la misma pérdida de una cosecha puede afectar a todos los miembros de una misma familia, de modo que este enfoque está muy alejado de lo ideal.

En el pasado, las compañías aseguradoras han intentado ayudar a gestionar el riesgo vendiendo seguros de cosechas, orientados directamente a la pérdida de éstas en una finca determinada. Sin embargo, este tipo de póliza invitaba al riesgo moral: ya fuera al descuido del trabajo por parte de los agricultores o al fraude descarado para reducir el resultado aparente de la cosecha. Como reacción, las aseguradoras han intentado recientemente vincular sus pagos no a la cosecha en sí misma, sino a las condiciones meteorológicas que podrían provocar un desastre. Al fin y al cabo, los agricultores no pueden influir en las condiciones meteorológicas. No obstante, esta solución no carece de problemas, puesto que el tipo de condiciones meteorológicas que arruinan una cosecha pueden ser sutiles y localizadas o depender mucho del momento en que llegan; por ejemplo, durante la plantación y la germinación de las semillas. Con todo, con una tecnología de la información mejorada y una ciencia agrícola más avanzada, los seguros climáticos han avanzado hasta el punto de que actualmente el Banco Mundial los promueve de forma activa.[106]

Otro problema de los seguros climáticos —asociado a la penetración de los seguros en países generalmente menos desarrollados— ha sido que los agricultores pobres pueden no entender el concepto de seguro y desconfiar de las compañías que los ofrecen. Así, se muestran reticentes a pagar las primas necesarias para que el concepto resulte viable, el mismo problema que tienen los seguros contra seísmos en los países pobres. La solución ha de pasar por mejorar el marketing de las aseguradoras en estos países y por un esfuerzo para ganarse la confianza de sus residentes. Esto es lo que significa humanizar los seguros, y forma parte del mismo proceso que representa humanizar cualquier ámbito de las finanzas.

Enfrentarse al riesgo a largo plazo

Si el sector de los seguros quiere humanizarse ha de enfrentarse mejor con los riesgos reales que preocupan a las personas, y muchos de estos riesgos son riesgos a largo plazo que sólo aparecen lentamente y con el tiempo. El riesgo a largo plazo —en especial el que se revela lentamente, en vez de hacerlo de manera catastrófica y repentina— sigue estando mal gestionado.

Una de las mayores preocupaciones que tiene la gente es sobre su modus vivendi, sobre su capacidad de ganarse la vida. Las pólizas por discapacidad cubren algunos de los riesgos de perder esta capacidad, en concreto los que se derivan de accidentes o enfermedad. Pero, en el futuro, las aseguradoras pueden hacer y harán mucho más.

El seguro de modo de vida es una posibilidad.[107] Se trataría de una póliza de seguro a largo plazo que un individuo podría adquirir por su carrera profesional, su formación o una inversión concreta en capital humano. Uno podría optar por especializarse mucho más de lo que hoy es habitual, por ejemplo por una orientación profesional particularmente interesante, desarrollando la especialización de esta profesión sin miedo a las consecuencias si la iniciativa se acabara torciendo. La póliza de seguro le compensaría con un suplemento a los ingresos de por vida si años o décadas más tarde resultara, según datos contrastables, que había un mercado menor, o incluso que no había ningún mercado, para los profesionales de esta especialidad.

Algún día también podría haber mercados, como los de futuros, para los ingresos profesionales por ocupación. Si los mercados fueran a largo plazo, supondrían el descubrimiento de un precio por las decisiones profesionales que los individuos tomaran. Las carreras prometedoras estarían señaladas con un precio alto de mercado.

A veces, cuando un miembro de la familia se pone enfermo, su discapacidad resulta devastadora para el resto de los miembros de la familia. Los seguros también se podrían ampliar para cubrir mejor muchos de estos riesgos. Los seguros de cuidados a largo plazo ya existen de manera privada, pero la tasa de contratación de este tipo de pólizas es de momento increíblemente baja.[108]

Los programas de bienestar y desempleo cubren a veces este tipo de eventualidades, pero sólo de manera temporal. La enfermedad de un familiar puede durar varios años, hasta toda una vida. Hará falta innovación financiera para lograr tales mejoras, para superar los verdaderos obstáculos que hoy día vemos a este tipo de seguros.[109]

Otro ejemplo sería el riesgo de huracanes en el este de Estados Unidos, que muestra señales de crecer en las últimas décadas, y si los patrones meteorológicos cambian para favorecer la formación de huracanes más frecuentes en el futuro, eso puede tener un impacto devastador sobre los propietarios de vivienda de esta zona. Pero las pólizas de seguro contra los huracanes que se ofrecen actualmente son de plazos terriblemente cortos. Por tanto, no hay nada que asegure contra el riesgo de que el peligro a largo plazo de huracanes vaya a crecer. Un nuevo tipo de seguro, el seguro de catástrofes a largo plazo, que asegura efectivamente contra el riesgo de que el riesgo aumente, es una innovación que podemos esperar ver en el futuro.[110]

El proceso de mejorar los seguros

El proceso del desarrollo financiero incluye una ampliación del ámbito de los seguros. Y, en este terreno, está claro que queda mucho por hacer.

Además, ampliar los seguros a segmentos más grandes de la población no es un reto que se limite a las zonas más pobres del planeta, pues hasta en las naciones más avanzadas sigue habiendo riesgos que piden a gritos ser asegurados. Hay una clara necesidad de asegurar el valor de la vivienda (lo que asegura de una caída del valor de mercado de su vivienda) y, como hemos visto, el modo de ingresos. Éstos no parecen hoy estar más cerca de la realidad.[111]

Llevar el concepto de seguro hacia nuevos horizontes puede resultar inspirador. La respuesta inteligente a las noticias de sufrimiento humano en el vertido de crudo de BP, en el terremoto haitiano o en las hambrunas agrícolas de todo el mundo consiste en reconocer que los costes reales de estos desastres se podrían cubrir con una mejor gestión del riesgo; es decir, con seguros mejores. Es desde luego una función que se debe tener en cuenta para aquellos que deseen trabajar en el ámbito de los seguros para conseguirlo.

8

Diseñadores de mercados e ingenieros financieros

Los diseñadores de mercados, a veces conocidos como diseñadores de mecanismos, empiezan por un problema —la necesidad de encontrar una solución de mercado a algún dilema humano— y luego diseñan un mercado y contratos relacionados para solucionarlo. Utilizan la teoría financiera y económica para crear «intercambios» que lleven a la gente a situaciones mejores. Al hacerlo, humanizan las finanzas y las hacen más relevantes para el bienestar humano. A veces, estas personas se conocen como ingenieros financieros, puesto que lo que hacen parece análogo al trabajo de los ingenieros mecánicos o eléctricos. Cuando sobresalen en su trabajo, los diseñadores de mercados tienen el mismo sentido común práctico, el mismo impulso creador y el mismo conocimiento de la ciencia básica que los ingenieros de éxito.

Alvin Roth es profesor especializado en diseño de mercados del Departamento de Economía de la Universidad de Harvard. Uno de sus logros más destacados fue construir un mercado simple para los trasplantes de riñón. Muchos miles de personas necesitadas de un trasplante mueren cada año por no encontrar a un donante adecuado, debido al problema de la escasez de voluntarios donantes de riñón, pues la intervención es dolorosa y puede conllevar complicaciones. Los únicos dispuestos a donar son generalmente parientes cercanos o la pareja del enfermo, pero estas personas no siempre son compatibles.

Roth y sus colegas, inspirados por el modelo matemático de un modelo de mercado de vivienda proyectado por los economistas matemáticos Lloyd Shapley y Herbert Scarf, inventaron un nuevo mercado para la donación de riñones que resuelve este problema.[112] Fundaron el Programa New England para Intercambio de Riñones, que actualmente gestiona el Federal Organ Procurement and Transplantation Network.

El diseño del mercado es compatible con los incentivos. A un esposo, hermano o hermana de un enfermo renal se le pide que done un riñón, no a su propio pariente sino a alguien que resulte genéticamente compatible. El mercado trata de lograr un intercambio por el que todos consigan su riñón, aunque no sea necesariamente de su pariente. Este proceso, a veces, lleva hasta seis pasos. En el modelo de tres pasos, el individuo A dona un riñón al pariente del individuo B, que a su vez dona su riñón al pariente del individuo C, que a su vez dona su riñón al pariente del individuo A. Conseguirlo requiere buscar entre una muestra amplia de personas para hallar este círculo de coincidencias. También requiere que todas estas operaciones puedan ocurrir simultáneamente, para evitar que alguien se lo repiense una vez que su pariente haya recibido el riñón. Evitar esta posibilidad significaba crear un centro de trasplante de riñón capaz de realizar

varias operaciones al mismo tiempo. La creación de Roth de un mercado para el trasplante de riñón es un auténtico paso hacia adelante en las finanzas, puesto que combina el riesgo, los incentivos, el riesgo moral y la producción a través de un complejo acuerdo contractual.

Antes de Roth, las personas que morían por falta de un trasplante eran casi invisibles para la sociedad. Como parecía que no se podía hacer nada por ellos, sencillamente no les prestábamos atención. Lo bonito de crear soluciones de mercado a los problemas es que los propios mercados, una vez organizados y en pleno funcionamiento, van generando exactamente la atención adecuada entre las personas capaces de aportar soluciones.

Aun así, los límites del mercado de trasplantes de riñón de Roth actualmente siguen siendo evidentes, puesto que tales mercados todavía no han llegado a la mayoría de las personas que necesitan trasplantes. Una vez más, la lentitud con la que se implantan los sistemas financieros refleja una demanda de convencionalidad y familiaridad y un exceso de confianza en la tradición, dos cosas que siguen dificultando la innovación financiera.

La variedad de objetivos del diseño de mercados

El diseño de mercados se está convirtiendo en un ámbito muy activo. Por ejemplo, actualmente existen mecanismos para ayudar a reducir el problema del calentamiento global de manera eficiente, a base de internalizar (es decir, de hacer pagar a los emisores por sus emisiones de gases) el daño que causan al contribuir al calentamiento. Este sistema de canje obliga a los productores de emisiones de CO2 a comprar permisos de emisión, medidos por unidades CER (Certified Emission Reduction), en un mercado abierto. Por lo tanto, se establece un precio sobre las emisiones, de modo que los productores que pueden venderlas más fácilmente harán justamente esto: transferir sus permisos a otros que los necesitan más, a cambio de un beneficio.

Este mecanismo asegura que las empresas que pueden hacer más eficientemente los ajustes para rebajar sus emisiones de CO2 serán las que lo hagan, lo que minimizará el coste de reducir las emisiones.

Actualmente hay seis mercados de intercambio climático en funcionamiento: el Chicago Climate Exchange, el Commodity Exchange Bratislava, el European Climate Exchange, el European Energy Exchange, el NASDAQ OMX Commodities Europe y PowerNext. De manera análoga, el Banco Mundial ha patrocinado los llamados *cool bonds* («bonos templados»), que pagan a los inversores en respuesta a las unidades CER producidas.

Ha habido numerosas propuestas de mercados de este tipo. Michael Kremer y Rachel Glennerster han propuesto una solución al problema de las empresas farmacéuticas que muestran poco interés por desarrollar medicamentos para combatir las graves enfermedades de los países pobres, como la malaria, y que en cambio prefieren concentrarse en tratamientos lujosos para los ricos, como las cremas antiarrugas. Los gobiernos se comprometerían a adquirir y distribuir gratuitamente los medicamentos de las enfermedades importantes, lo que crearía fuerzas de mercado que incentivarían a las empresas privadas a descubrir medicamentos para combatir la enfermedad.[113] Ronnie Horesh ha propuesto los «bonos de seguro social», emitidos por los

gobiernos, que pagarían más si se cumplieran ciertos objetivos beneficiosos para la población, lo que crearía de esta forma un incentivo económico para que los participantes del libre mercado comprasen los bonos y luego pensasen en maneras de cumplir los objetivos.[114]

Diseño de mercados hasta para los problemas más personales

Para apreciar la importancia del diseño de mercados, y de cómo puede contribuir realmente al bien de la sociedad, es de gran ayuda pensar sobre un problema muy personal que crea una ansiedad indecible, aunque se puede diseñar un mecanismo para solucionarlo.

Pensemos en la cuestión de encontrar pareja, alguien con quien tener una relación estrecha, normalmente como marido y mujer. Es, de hecho, una especie de problema de mercado, en el que no se trata sólo de encontrar una persona adecuada sino también de que sea alguien que tenga el mismo problema y que esté dispuesto a considerarte a ti como su mejor opción. Encontrar una buena pareja de estas características es como encontrar un buen intercambio en el mercado financiero: implica saber el precio de mercado (en el mercado del matrimonio, el precio sería el atractivo de uno para cierto tipo de parejas potenciales) y encontrar el mejor trato para este precio. Esta analogía no pretende dar un enfoque comercial a un problema muy personal, sino, al revés: hacernos pensar en cómo podemos diseñar una solución mejor para este problema.

Encontrar a esta persona especial es, para la mayoría de la gente, esencial para el significado profundo de su vida. La búsqueda de una pareja compatible es muy complicada, puesto que uno puede tener que elegir entre muchas personas distintas y puede que nos lleve meses, o hasta años, conocer bien a quien hemos hallado. Uno de los problemas más graves de una relación es enfrentarse a la decepción, y en muchos casos tener que romper después de haber «malgastado» muchos años juntos. La ayuda para encontrar a la persona adecuada al principio de nuestra búsqueda es esencial, pero es algo que no ha sido considerado por los teóricos de la economía como un problema para el sistema económico... hasta hace poco.

Hasta disponiendo de toda la información, el problema con el que se encuentran los que ofrecen esta ayuda, como las agencias de citas o las redes sociales para buscar pareja, es enorme. La noción romántica del «amor a primera vista», que ocurre al azar como parte de la vida cotidiana, no puede ser la base lógica para formar pareja. Ya en 1825, un artículo de un periódico comentaba la profunda importancia del problema de la búsqueda: «La experiencia demuestra que hay miles de personas que viven en el celibato, no por elección sino por prudencia, y el motivo es obvio: es debido a que en su limitado círculo de conocidos no pueden encontrar a personas de una edad, disposición y circunstancias adecuadas para formar pareja. Nos enteramos a diario de diferencias infelices después del matrimonio, debido a una gran disparidad de edad, disposición, etc., que, si hubiera habido más facilidades al principio para conocer a gente, casi siempre se podrían evitar».[115]

Las agencias que permitían al menos una búsqueda inicial del esposo potencial basada en un conjunto de características (incluyendo la disponibilidad) fueron creaciones del principio del capitalismo. Por ejemplo, un plan matrimonial en Inglaterra y Gales de 1801 invitaba a las

personas que deseaban buscar esposo o esposa a suscribir una cantidad de dinero al plan y a mandar una definición de ellas mismas. El plan ofrecía varias sugerencias de ejemplo de lo que uno podía incluir en su descripción. Una de éstas para un hombre decía: «Clérigo, treinta años de edad, ojos y pelo oscuros, robusto y sano, a cargo de tres parroquias y de un pequeño colegio, del que está claramente cansado, deseoso de un departamento más activo. Tiene un carácter muy cariñoso». Otro, éste para una mujer, rezaba: «Soy alta y delgada, pelo castaño, un ojo un poco más claro que el otro, activa y buena conversadora, con una buena formación, tengo 24 años y vivo con mi padre, que me puede dar 1.500 libras si me caso con su aprobación».[116] Los lectores de esta información seguramente la encontrarán apta para la reflexión, sobre todo, en el caso de la mujer, el precio.

Los suscriptores del plan podían leer una lista de estas descripciones y, de esta forma, comunicar sus intereses. Si había una coincidencia, se organizaba una entrevista. Era, desde luego, una buena idea de negocio, que facilitaba una búsqueda de pareja mejorada.

Ya estas primeras agencias debieron de haber ayudado a las personas con el problema de mercado de encontrar un intercambio coincidente; es decir, la persona que no sólo es la adecuada, sino que a su vez te encuentra a ti adecuado. De hecho, encontrar la coincidencia de voluntades es uno de los aspectos más dolorosos y difíciles de las citas. Tal vez los administradores de estos planes podían haber ayudado a la gente a aliviar el dolor y a acelerar la conclusión si hubieran empleado su experiencia de una manera que no obligara a las personas a buscar lenta y secuencialmente en una lista en la que la mayoría no estaban interesados en sus perfiles.

Encontrar coincidencias es un problema de mercado intrínsecamente difícil. Dependiendo de la abundancia relativa de aquellos con ciertas características, la gente puede pasarse años buscando una pareja adecuada cuando su problema es sencillamente no saber qué nivel de éxito esperar. Pueden quedarse solteros durante toda su vida no sólo porque, como el artículo citado antes sugería, haya una escasez de conocidos disponibles, sino también porque pueden haber juzgado erróneamente la provisión disponible de gente con las características que ellos desean. Este problema puede llamarse, en términos puramente financieros, de descubrimiento del precio. Los diseñadores de mercado están en disposición de ayudar claramente a resolver este problema.

No obstante, entonces, una vez tratamos de diseñar una solución técnica a este problema, y de desarrollar algoritmos para ofrecer su solución, descubriremos que conlleva asuntos teóricos más profundos, puesto que el número de posibles coincidencias es muy amplio, y los criterios para clasificarlas presentan algunos retos.

Supongamos que tenemos un servicio de citas con cien candidatos de cada sexo. Incluso si empleamos una base de datos informatizada con información sobre todos ellos y que busque emparejarlos, la tarea resulta desalentadora. Habría cien posibles emparejamientos factoriales de toda esta gente, un número difícil de comprender, puesto que cien factorial es aproximadamente 1 seguido de 158 ceros, un número inimaginable más allá de nuestras opciones de almacenamiento digital. Algunos de estos emparejamientos serían, sin duda, enormemente superiores a otros, pero ¿cómo podemos proceder a evaluarlos sistemáticamente?

La complejidad del problema del matrimonio ha sido investigada por teóricos de la

economía. David Gale y Lloyd Shapley definieron un problema particular de matrimonio en una publicación de 1962 en el *American Mathematical Society Monthly*.[117] Imaginemos que la agencia de citas da a cada mujer una calificación (basada en sus preferencias personales) de los cien hombres disponibles, y que cada hombre da una calificación de las cien mujeres. ¿Cómo diseñaríamos un programa informático que eligiera parejas basándose en estas calificaciones?

El problema, aunque esté tan bien definido como en los términos de Gale y Shapley, presenta ciertas dificultades. No sólo es la cifra total de posibles parejas astronómicamente grande, sino que es incluso difícil definir cuáles deben ser los objetivos del emparejamiento. Dado un candidato para un conjunto óptimo de emparejamientos, ¿cómo podríamos ni tan siquiera decidir si es, de hecho, óptimo? Lo primero que debe ocurrir, según Gale y Shapley, es que los emparejamientos han de ser «estables»; es decir, ninguna pareja querría cambiar de «lugar» una vez decidida. No habría ningún hombre que quisiera renunciar a su pareja asignada por una mujer que también quisiera cambiar a su pareja asignada por él. Gale y Shapley aportaban un algoritmo para la agencia de citas que encontraría parejas y aseguraría que la pareja era estable en este sentido. Pero, como demostraron, generalmente hay muchos emparejamientos estables distintos entre los cien hombres y las cien mujeres. De modo que la agencia de citas debería sopesar cuáles de ellos eran, en cierto sentido, óptimos. Mostraron un sistema de emparejamientos que se podía utilizar para diseñar un programa informático que daría un conjunto de emparejamientos estables que resultara óptimo para los hombres, y otro conjunto que fuera óptimo para las mujeres. Sin embargo, no pudieron encontrar un sistema que fuera en ningún sentido óptimo para todos.

Necesitamos un sistema para superar este problema, y este sistema no es fácil de diseñar. Los gobiernos que no estimulan a las empresas para que busquen activamente resoluciones a sus problemas no ayudarán demasiado. Por ejemplo, las agencias matrimoniales, al parecer, en la Unión Soviética aparecieron tarde. Durante décadas, lo mejor que hacía la economía soviética era ofrecer vacaciones gratuitas a los complejos del mar Negro o del mar Báltico, que las empresas soviéticas otorgaban a sus mejores trabajadores como premio a sus logros. Estas vacaciones estaban pensadas para ayudar a cumplir los objetivos rigurosos del plan quinquenal del momento. Ayudar a los demás a que conocieran a otras personas no formaba parte del plan; pero las relaciones eran, sin embargo, una consecuencia no buscada, aunque, por desgracia, casi todas de corta duración, puesto que las personas que se conocían solían vivir en lugares lejanos.

Los planificadores centrales de la Unión Soviética no tenían un sistema de gratificaciones que se centrara en las necesidades de las personas. No había fuerzas para asignar capital a empresas que pudieran ofrecer servicios matrimoniales.

Actualmente, en la Rusia postsoviética y orientada al mercado, las agencias de citas están bien asentadas. Esta tendencia refleja la emergencia de una sofisticación económica y financiera en el país e ilustra una vez más los beneficios humanos del capitalismo financiero.

El objetivo del ejemplo de las agencias de citas es dar una idea real de la complejidad matemática y teórica de hasta nuestros problemas más íntimos, y ayudarnos a apreciar que la teoría financiera ha de implicarse en la solución futura de estos problemas. En el futuro —gracias a las mejoras tanto en tecnología de la información como en ciencias económicas— podemos

esperar ver más y mejores mecanismos que nos ayuden a tomar todo tipo de decisiones económicas.

Los ingenieros financieros nos pueden ayudar a resolver tales problemas en el futuro de la misma manera que los ingenieros mecánicos han diseñado el corazón artificial o los ingenieros eléctricos el teléfono móvil.

9

Proveedores de derivados

En los últimos años, el término *derivados* se ha convertido en una palabrota, acusada de muchos de los males reales, incluida la grave crisis financiera iniciada en 2007. Sin embargo, un derivado es simplemente un producto financiero que deriva de otro mercado, y no es intrínsecamente ni bueno ni malo. Los especialistas que dirigen el mercado de derivados pueden haberse ganado mala fama, pero, de hecho, están involucrados en uno de los aspectos más creativos y sofisticados de las finanzas.

Un ejemplo de mercado de derivados es un mercado directo de una materia prima, en el que uno puede firmar un contrato para comprar a otro una materia prima o una propiedad para su entrega futura en una fecha concreta a un precio concreto. Otro ejemplo es un mercado de futuros de una materia prima, que es lo mismo que un mercado adelantado excepto que ocurre en un intercambio organizado con criterios establecidos de calidad, margen, etc.

También hay mercados de opciones: con una opción, uno puede comprar el derecho a comprar algo, por ejemplo, unas acciones o unos bonos, en una fecha y a un precio concretos futuros. Otro ejemplo es el mercado del cambio: en un intercambio (*swap*), como en un cambio de moneda extranjera, dos partes acuerdan intercambiarse instrumentos financieros (en este ejemplo, dos monedas) en una fecha concreta y a una tasa de cambio preconcretada. En cada uno de estos mercados hay un precio derivativo: el precio del producto avanzado, del futuro, de la opción o del cambio.

Tenemos que preguntar por qué hay tanta gente que considera a las personas involucradas en estas operaciones como malvadas. ¿Quién utiliza los derivados y por qué? ¿Satisface el comercio de derivados un objetivo constructivo? Como en otras actividades especulativas, la compra y venta de derivados parece a ojos de muchos como una especie de juego, o todavía peor, un vehículo para que los listos exploten a los que no lo son tanto. Desde luego, para algunos es juego, pero ¿es lo único que es?

El origen de los derivados se remonta a muchos siglos atrás. Una de las primeras menciones que se hace de ellos, por Aristóteles (384-322 a.C.) en su *Política*, describe el próspero comercio del famoso filósofo griego Tales de Mileto (h. 620-540 a.C.), el hombre al que a veces se describe como el primer matemático de verdad del mundo por haber concebido las matemáticas como la práctica de la deducción formal a partir de suposiciones con pruebas rigurosas. ¡Al parecer, los matemáticos se interesaron por las finanzas desde el principio!

Aristóteles describe cómo Tales daba depósito de garantía, *arrabon* (αρραβών), para el uso

de prensas de aceite a un precio de alquiler pactado para la cosecha siguiente. El depósito de garantía y la prima de opción son en realidad la misma cosa. La palabra *arrabon* ha adquirido un significado distinto (el de un compromiso de matrimonio) en el griego moderno, pero en griego antiguo podemos decir que hacía referencia a una especie de opción, tal como lo es el propio matrimonio, como lo afirman los teóricos de la inversión Avinash Dixit y Robert Pindyck: ambos implican un compromiso no monetario parecido al depósito de garantía. Como parte de su argumento de que la teoría de las opciones tiene una importancia omnipresente en la vida cotidiana, Dixit y Pindyck ofrecen muchos ejemplos en los que las posibilidades del tipo opción ocurren de manera natural. Pongamos por caso el agotamiento de los recursos naturales o la destrucción de los bosques tropicales: hasta que estén agotados o destruidos, existe la opción de agotarlos o destruirlos, o la opción de todo lo contrario. La elección en sí tiene valor de opción, antes de que se tome la decisión definitiva, algo que uno ha de tener en cuenta antes de elegir. [118]

La naturaleza exacta del contrato entre Tales y los agricultores que poseían las prensas de aceite no la conocemos. Tal vez el contrato le daba derecho a una parte del aceite producido para compensar el coste incurrido en el prensado de las olivas. Tales compraba lo que hoy llamamos opciones de olivas porque luego podía elegir no comprarlas, y sacrificar su depósito de garantía, si su valor bajaba en vez de subir. Este contrato difiere de un típico derivativo actual y parece estar basado en el valor total, más que en el precio, pero esta distinción no es esencial para una discusión sobre la teoría de las opciones. Él hacía una apuesta asimétrica en valores de aceitunas, beneficiándose totalmente de si éstas tenían un valor por encima de la renta del contrato, y perdiendo el depósito de garantía si no era así. Esta apuesta asimétrica en los precios es la esencia de una opción.

Según la historia de Aristóteles, el valor de las olivas, de hecho, subió tal como Tales había predicho. Así, «dio depósitos para el uso de todas las prensas de aceite en Chios y Mileto, que alquiló a bajo precio porque nadie ofreció pagar más. Cuando llegó el momento de la cosecha, las vendió al precio que quiso y ganó una cuantiosa suma de dinero. Así, enseñó al mundo que los filósofos se pueden enriquecer fácilmente si quieren».[119] La intención de Aristóteles al contar esta historia parece haber sido simplemente demostrar que los académicos también podemos ser efectivos en el mundo real.

Su relato no nos convence en cuanto al hecho de que los mercados de opciones sean buenos intrínsecamente, sino que suena más bien a cuento de un listo que se aprovecha de la masa. Con todo, nos enseña que los propietarios de las prensas de aceite estaban abiertos a vender opciones. Si suponemos que ya habían hecho antes este tipo de operaciones, ¿por qué estaban dispuestos a repetir? Está claro que se llevaron la peor parte, al menos en este caso. ¿Podemos deducir, por lo tanto, que Tales los engañó?

De hecho, cuesta poco imaginar por qué los prensadores de olivas estaban dispuestos a vender opciones para el uso de sus prensas cuando Tales les fue con su propuesta: vieron en ello una oferta de dinero sobre la mesa por la posibilidad —que debieron de considerar pequeña— de que el valor de las olivas subiera a un nivel alto. Debieron de suponer que Tales no sabía que los precios subirían, de modo que estaban intercambiando la «parte superior de la cola» de un

posible rendimiento por algo seguro e inmediato. El pago los ayudaría a compensar sus posibles pérdidas si los precios de las olivas caían muy por debajo del contratado, por lo que debieron de preferir asegurarse ante la posible caída masiva de los precios del aceite, si los términos eran correctos, pero, al parecer, no era esto lo que Tales les ofrecía.

¿Eran los especuladores como Tales, que deseaban comprar opciones de olivas, personas irracionales? No, si como Tales tenían alguna manera de predecir los valores del producto. No obstante, hemos visto que los prensadores no habrían estado dispuestos a vender si hubieran sabido que los compradores de opciones conocían que el valor de las olivas subiría. Éste es un dilema fundamental en teoría financiera, que ya hemos discutido previamente en relación con la obra de Paul Milgrom y Nancy Stokey.[120] Según su teoría, parece que las operaciones en estos mercados requieren algún factor de irracionalidad, como un optimismo exagerado por la parte del comprador de una opción de compra, o el pesimismo por parte del vendedor.

Por otro lado, las operaciones en los mercados de opciones de olivas son perfectamente razonables si tenemos en cuenta que los compradores de opciones son personas que tienen motivos para estar preocupados por el riesgo de cambios en el precio de las aceitunas. Por ejemplo, los vendedores minoristas de aceite de oliva pueden querer vender opciones sobre los valores de olivas, puesto que si hubiera una mala cosecha esperarían tener un mal año, por lo que adquirir las opciones puede contrarrestar el perjuicio a sus beneficios. En este caso, una operación de opciones entre los prensadores y los mercaderes de aceite los beneficiaría a ambos, hasta en ausencia de información sobre futuros precios del aceite de oliva.

El mercado de opciones actualmente ha de funcionar mucho mejor de lo que lo hacía en tiempos de Tales de Mileto. Entonces tal vez había sólo un matemático y un vendedor de opciones en todo el mundo; sin competencia, podía sacar un beneficio fantástico. Sin embargo, actualmente se trata de una práctica habitual con numerosos participantes —no hay más que ver todos los posgrados en matemáticas financieras, o asistir a alguna de las reuniones de Institutos de Estudios Cuantitativos en Finanzas (Grupo Q)— que compiten duramente entre ellos, lo que acerca cada vez más los precios de opciones a sus valores fundamentales.

Justificaciones para los mercados de derivados

En un artículo clásico de 1964, el economista teórico Kenneth Arrow afirmaba que la ausencia de mercados de riesgo[121] es una de las principales fuentes de la ineficiencia económica. El teórico financiero Stephen Ross convirtió la teoría de Arrow en la razón de ser de los mercados de opciones.

En su artículo de 1976 «Options and Efficiency» afirmaba que las opciones financieras ocupan un lugar esencial porque hay una inmensa variedad de contratos complejos útiles que se pueden «ampliar» a carteras de opciones simples.[122]

No obstante, de hecho, sólo una pequeña parte de nuestros riesgos se intercambian en cualquier mercado de derivados. A pesar de lo antiguo del ejemplo de Tales, es un hecho curioso que en los tiempos modernos, hasta hace escasos años, en ningún mercado organizado del mundo

se operaba con derivados del aceite de oliva.[123] Todavía más importante, hay pocos o ningún instrumento derivado de variables económicas clave tales como el PIB, los salarios, los precios de la vivienda, el gasto sanitario o la longevidad media.

Los académicos de finanzas conductuales Hersch Shefrin y Myer Statman han afirmado que buena parte de la demanda de operaciones de opciones no está orientada a las altas funciones de gestionar los riesgos de nuestras vidas, sino que es irracional. La demanda se crea delimitando cuidadosamente por parte de los vendedores que explotan las debilidades psicológicas de sus clientes. Alegan que la fuente más considerable de interés en las operaciones de opciones no es la de personas como Tales, que se consideran capaces de predecir el mercado, sino de aquellas que están al otro lado del mercado y que tal vez han entendido mal las opciones y han visto en ellas más valor del que realmente existe. Como prueba, Shefrin y Statman citan un manual para agentes de opciones en busca de clientes que quieran ocupar el sitio de los prensadores de aceite de Tales.

El manual ofrece el guión de estos aspirantes a agentes:

> JOE VENDEDOR: Me han dicho que no está demasiado satisfecho con los resultados de sus inversiones en la Bolsa.
> JOE CANDIDATO: Es cierto. No estoy contento con el escaso o nulo rendimiento de mi cartera de acciones.
> JOE VENDEDOR: A partir de mañana, ¿le gustaría tener tres fuentes de beneficios cada vez que compra una acción común?
> JOE CANDIDATO: ¿Tres fuentes de beneficio? ¿Cuáles son?
> JOE VENDEDOR: En primer lugar, podría recoger muchos dólares —tal vez cientos, a veces hasta miles— por sencillamente acceder a vender sus acciones recién adquiridas a un precio más alto del que ha pagado. Este acuerdo se le pagará de inmediato, al día hábil siguiente, con un dinero que será suyo para siempre. Su segunda fuente de beneficio podrían ser los dividendos en efectivo que se le deben como propietario de las acciones. La tercera fuente sería el aumento de precio de las participaciones respecto de lo que usted pagó, al precio de venta acordado.[124]

El argumento es en apariencia efectivo pero finalmente engañoso, puesto que enfatiza sólo el número de fuentes de beneficios, pero no habla de la comparación del precio recibido por la opción con la pérdida esperada en los casos en los que el precio de la acción supera el precio acordado. Si la atención del cliente se distrae de la consideración de este precio, o si el cliente no tiene idea de cómo valorar las opciones y, por tanto, es incapaz de valorar si el precio ofrecido por la opción es bueno, entonces se podría ver arrastrado hacia un mal negocio. Otros que entiendan de opciones podrían sentirse más que satisfechos de estar al otro lado del trato hasta si no tienen ni idea de dónde va a acabar el precio subyacente de la acción, esperando ganar dinero de media si los precios que pagan por las opciones son bajos.

Aunque Aristóteles no lo sugiere, parece concebible que Tales hiciera precisamente esto, incluso si no desarrolló nunca ninguna teoría formal del precio de las opciones. Tal vez tenía la suficiente información intuitiva cuantitativa para percibir cuándo una opción estaba por debajo del precio, y la compraba tan sólo por el hecho de creer que estaba por debajo del precio adecuado. En este caso, la media le saldría bien. Si éste era realmente el caso, entonces Aristóteles tenía razón: los matemáticos ganarán cuando compitan con contrapartes ingenuos.

Fred Schwed Jr., en su libro de 1940 *Where Are the Customers' Yachts?*, describe otras

tácticas de venta de los agentes de opciones. Una de ellas consiste en sugerir a los clientes que compren opciones *out-of-the-money put* (*puts** sobregirados, a vender por debajo del precio de mercado actual) de acciones que ya tienen, poniendo así un tope a sus pérdidas:

> No se puede negar que el proceso anterior le da al especulador un seguro claro, un seguro por el período, de hecho. No obstante, como cualquier forma de seguro, cuesta dinero. Por lo tanto, se plantea la sencilla pregunta: ¿está el precio del seguro en proporción con la cantidad de protección obtenida? Por desgracia, este problema no puede resolverse matemáticamente. Se puede enfocar empíricamente, pero este método de estudio puede acabar siendo costoso.[125]

Puede resultar extraño que un sector bien desarrollado de operaciones con opciones existiera en los tiempos de Schwed y en cambio todavía no hubiera una teoría para asignar precios a las opciones, un prerrequisito que parecería esencial para operar en ese mercado. De hecho, en 1900 se había publicado una teoría práctica de la teoría de los precios elaborada por el matemático francés Louis Bachelier.[126] Con todo, no hay pruebas de que alguien en el mercado de las opciones hubiera oído hablar de ese artículo. Eso no cambió hasta 1964, cuando aparecieron los tratados matemáticos de A. J. Boness y Case Sprenkle.[127]

Boness comentó la extrañeza de esto: «El análisis de inversiones se encuentra en buena parte en una fase preteórica del desarrollo. El análisis de valores, definido de manera estricta, consiste básicamente en una serie de extrapolaciones ingenuas a partir de ratios basadas en datos contables».[128]

¿Por qué si la atribución de precios de las opciones era tan importante para estos mercados, nadie se preocupó de la teoría matemática que había detrás? Eso sugiere, desde luego, que estos autores tienen razón; es decir, que buena parte de la venta de opciones es básicamente explotadora. Este hecho debería recordarse cuando reflexionemos sobre si los mercados son realmente eficientes.

Tampoco había, en 1940, ninguna Bolsa en ninguna parte del mundo en la que se hicieran operaciones de opciones, de modo que ni siquiera había manera de saber si el precio que un agente mencionaba era realmente un precio de mercado. El primer mercado de opciones, el Chicago Board Options Exchange, no abrió hasta 1973.

La lección vuelve a ser que nuestro sistema financiero no es ni de lejos un producto acabado. Si los operadores de 1940 no tenían absolutamente ninguna teoría matemática aplicable a las opciones pero operaban con ellas a diario a pesar de todo, es desde luego poco probable que nuestros mercados financieros hayan alcanzado hoy la perfección.

La regulación de las opciones

Los agentes de Bolsa de todo el mundo se esfuerzan por mantener unos criterios éticos para protegerse de las prácticas descaradamente manipuladoras. En Estados Unidos, la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) es la organización autorreguladora que representa a una diversidad de profesionales de las inversiones, incluyendo a los corredores de Bolsa. En los

materiales de preparación para sus exámenes de licencia Series 7, a los candidatos a «representantes registrados» se les advierte de que al vender opciones se comprometen a no incurrir en ciertas prácticas poco éticas. Pero parece que el guión de venta de opciones de Joe Vendedor no está proscrito, pues para una organización autorreguladora resulta difícil prohibir argumentos tan sutilmente engañosos, puesto que cuesta definir formalmente cuándo un argumento es engañoso.

Las agencias que valoran su reputación evitarán que sus representantes apliquen el guión de Joe Vendedor, puesto que sus clientes más astutos se darían cuenta del trapicheo y podrían transmitir su insatisfacción llevándose sus operaciones a otra parte y contándoselo a los demás. Sin embargo, al final, los operadores no necesitan un guión así, puesto que, como afirman Shefrin y Statman, muchos de sus clientes caerán en esta trampa razonando por su cuenta, sin ninguna ayuda.

La sensación de sordidez asociada a las opciones ha invadido la conciencia pública, tal vez debido a estas malas prácticas del pasado. La mayoría de las personas no operan con opciones, puesto que no suelen figurar en las listas habituales de productos financieros recomendados en las columnas de consejos para inversores, en la prensa diaria ni en libros prácticos para éstos. Las prácticas resbaladizas de venta de opciones siguen existiendo, pero a día de hoy tienen un público reducido y cada vez menor.

Estas prácticas se podrían limitar todavía más si pudiéramos ofrecer el tipo de asesoría financiera desinteresada a un público amplio, lo que será el tema del capítulo siguiente. La falacia del argumento de Joe Vendedor salta a la vista de cualquiera que tenga un poco de formación financiera. Los asesores legales y financieros comprometidos con servir a los intereses de sus clientes desmontarán rápidamente este argumento de venta, y de hecho prevendrán a sus clientes de este tipo de engaños.

Si avanzamos hacia un mundo en el que las personas tengan acceso a una mejor asesoría financiera, entonces el mercado de las opciones podría acercarse al mercado ideal imaginado inicialmente por teóricos como Kenneth Arrow y Stephen Ross. El mercado hasta podría ampliar más su utilidad, adaptándose más claramente a los intereses reales de las personas reales. Se podrían crear opciones que representaran riesgos genuinos y personalmente importantes para los individuos, como el riesgo de la bajada del precio de la vivienda, o de una bajada de los ingresos profesionales. Esto convertiría los instrumentos derivados como las opciones en ejemplos de finanzas al servicio del bien de la sociedad, de manera todavía más clara de lo que son hoy.

10

Abogados y asesores financieros

Los abogados y los asesores financieros son fundamentales para el capitalismo financiero porque aportan información a la medida de las complejas necesidades de sus clientes. Richard J. Murnane y Frank Levy, cuya teoría sobre el papel del trabajo en la sociedad moderna comentábamos en la introducción, eligieron el derecho como principal ejemplo de ocupación que los ordenadores no pueden sustituir. Lo eligieron porque la práctica del derecho depende básicamente tanto del pensamiento experto como de la comunicación compleja. Lo mismo es aplicable a los asesores financieros.

Aunque los esfuerzos por crear páginas web de pensamiento experto para ayudar a la gente a tomar decisiones financieras no han tenido demasiado éxito, la mecanización de la asesoría financiera y legal con sistemas expertos virtuales es actualmente una tendencia nueva e importante. A medida que la comunidad virtual se siga ampliando, que los medios sociales ocupen cada vez más espacio en la comunidad financiera, podemos esperar ver cómo se ayuda a los individuos a resolver problemas financieros a través de este canal. Con todo, eso no eliminará la necesidad de más y mejor ayuda humana, sino que el reto que se plantea a la tecnología de la información es el de crear una interfaz que permita a las personas acceder más fácilmente a la ayuda tanto electrónica como humana.

Hasta el aclamado sitio web financialengines.com —creado por los teóricos financieros William Sharpe y Joseph Grundfest en 1998, inicialmente para dar consejos financieros sin intermediación humana— ha incorporado de nuevo la asesoría humana a su actividad. Aunque no dejan de lado sus algoritmos, el sistema ofrece ahora asesores de carne y hueso que ayudan a los clientes a determinar cuál es la mejor manera de interactuar con el sitio. En el futuro previsible, ningún ordenador será capaz de sustituir la inteligencia humana desarrollada para ayudar a otros seres humanos con sus necesidades financieras.

La integridad sigue siendo una fuerza humana, e incluso los sitios que ofrecen asesoría financiera automatizada, como financialengines.com, son sólo capaces de igualar, que no superar, a las personas que hay detrás de ellos. Si en algún momento la gente llegara a confiar totalmente en las máquinas a la hora de tomar sus decisiones financieras, el cambio abriría una enorme cantidad de oportunidades para los productos de inversión carentes de integridad para que los explotáramos.

Más bien ocurre al contrario: el valor de los servicios financieros *humanos* es tan esencial que la provisión de estos servicios para las personas de ingresos modestos ha de incentivarse y

subsidiarse, ya sea por parte del gobierno o de instituciones filantrópicas. Hay algunos programas informáticos financieros que seguirán desarrollándose, y se convertirán en una parte todavía más importante de las herramientas de los asesores. Los medios sociales ayudarán a los asesores a extender sus consejos a más y más gente. Y, con todo, la asesoría financiera personalizada será siempre un prerrequisito esencial para un capitalismo financiero satisfactorio.

Los abogados

Los abogados desempeñan un papel fundamental en las finanzas, pues todo instrumento financiero —acciones, bonos, futuros y opciones— está representado por un contrato legal largo y complejo, y normalmente también por varios vínculos legales con reguladores gubernamentales. En un sentido importante, los abogados son los auténticos ingenieros que construyen los instrumentos financieros.

Sin embargo, los límites entre los asuntos puramente financieros y otros asuntos legales puede que estén mal definidos; desde luego, la mayoría de los contratos con los que tratan los abogados tienen elementos financieros, incluyendo los laborales, los alquileres y las sentencias de divorcio.

Los abogados que se especializan en derecho bursátil, derecho corporativo, bancarrotas y contratos son figuras polémicas, puesto que muchos los consideran como los ayudantes de los ricos para hacerse más ricos. Los abogados que ayudan con los contratos están, por supuesto, para proteger a sus clientes, que representan intereses especiales de un tipo u otro. Y, por supuesto, sus clientes no siempre son ricos. Cuando un abogado redacta un contrato de un bono, el beneficio recae en cualquier persona que reciba ingresos del valor, un grupo entre los que puede haber gente pobre y gente rica.

El papel de los abogados en la sociedad depende de los recursos de las personas que los contratan: si sólo los ricos pueden permitirse pagar abogados, los abogados perfilarán sus carreras, y sus consejos, a la medida de las necesidades de los ricos. No obstante, no tiene por qué ser así.

La disponibilidad de los abogados en general...

Hay enormes diferencias entre los países en cuanto al número de abogados por habitantes. De entre aquellos países de los que disponemos de datos, el que posee una proporción más alta es Israel, con un abogado por cada 169 personas. Brasil es el segundo, con uno por cada 255, y Estados Unidos el tercero, con uno por cada 273. Les siguen varios países europeos avanzados. En el otro extremo se encuentran varios países asiáticos, con Japón con un abogado por cada 4.197 habitantes, Corea con uno por cada 5.178, y China con uno por cada 8.082.[129] ¡Hay casi cincuenta veces más abogados por personas en Israel que en China!

¿Por qué estas diferencias tan grandes? No parece haber documentación académica que las

explique, pero sin duda están relacionadas con diferencias culturales e institucionales complejas.

Pongamos por caso Israel. Hay muchos chistes sobre la afición a los litigios de los israelíes. Hay uno que describe una escena durante la Guerra de los Seis Días, cuando un tanque israelí y otro egipcio chocan en el desierto. El conductor del tanque egipcio se levanta y grita: «¡Me rindo!» Su homólogo israelí se levanta y grita: «¡Culpa vuestra, le toca pagar a vuestra aseguradora!».

La cultura israelita, que invita a la acción legal, está seguramente influenciada por la tradición de la Halakhah, la ley judía. Tal vez esté relacionada con el grado de atención a los asuntos comerciales en esta tradición legal, que se remonta a milenios atrás, y a la atención de la ley en la resolución de las disputas comerciales.

La presencia de tantos abogados puede que tal vez refleje una tradición legal complicada. En el caso de Brasil, según escribe Belmiro V. J. Castor en su libro *Brazil Is Not for Amateurs*, «el sistema judicial ayuda poco, teniendo en cuenta la increíble complejidad y formalismo de las leyes brasileñas. Apelaciones, revisiones y suspensiones hacen disfrutar a los abogados y desesperar a los demandantes. Interponer una demanda para corregir un error o reparar un daño es algo que resulta indefectiblemente complejo y caro. [...] Hay casos en los que raya en lo absurdo».[130]

Según Castor, la complejidad del sistema legal brasileño está a su vez enraizada en aspectos más profundos de la cultura brasileña. Uno de éstos en cuanto al carácter nacional brasileño, al que se refiere la palabra *jeitinho*, describe una especie de tendencia a la picaresca, a no basarse en las normas, a buscar alguna artimaña para hacer las cosas de tal forma que se esquiven aquéllas, y por lo tanto a que las leyes sean doblemente difíciles de navegar. El ambiente resultante puede ser muy adecuado para que los abogados hagan negocio.

Explicar la diferencia entre los países en cuanto al número de abogados no será fácil, pero vale la pena observar que, en lugares como Israel y Estados Unidos en particular, la iniciativa privada ha prosperado en parte debido a que el número relativamente grande de abogados permite a las personas emprender muchas más acciones complejas, y con una mayor certidumbre sobre el resultado.

... y para las personas de ingresos bajos y medios

Hay un problema todavía más grave en muchos países del mundo, y es que la gente con ingresos medios o bajos no tiene un acceso adecuado a los abogados. Este hándicap los afecta de varias maneras, incluyendo la incapacidad para entender rápidamente documentos financieros sencillos, como las hipotecas o los contratos de una tarjeta de crédito.

La grave crisis financiera iniciada en 2007 empeoró por la incapacidad de mucha gente con pocos ingresos de obtener una asesoría jurídica y financiera algo más que superficial.

En la mayoría de los países, los gobiernos subsidian al menos una forma mínima de asesoría legal para la gente con pocos ingresos. En algunos sitios se hace con más esmero que en otros. En el Reino Unido, por ejemplo, hay una Comisión de Servicios Legales (Legal Services

Commission) que da asesoría legal a esta franja de la sociedad. Su presupuesto anual es de dos mil millones de libras, y atiende a unos dos millones de personas cada año, lo que implica un gasto de unas mil libras por persona atendida, o unas 40 libras por habitante del Reino Unido. Estos servicios están apoyados por las Citizens Advice Bureaus («oficinas de asesoría al ciudadano»), que dan consejos de carácter más amplio. Sigue existiendo la duda sobre si eso basta realmente, aunque la situación es mucho mejor en el Reino Unido que en la mayoría de los países.

En Canadá, la asociación Legal Aid Ontario, patrocinada por el gobierno, ofrece servicios legales de manera parecida a la Comisión de Servicios Legales del Reino Unido.

La mayor parte de los países ofrecen asesoría legal gratuita hasta cierto punto, probablemente resulta escasa, y como resultado la gente con bajos ingresos no lo tiene fácil para embarcarse en contratos financieros y no puede esperar que éstos se cumplan. El efecto final es que esta franja de la población queda excluida de la misma tecnología financiera que ha aportado prosperidad a tantos otros.

Los asesores financieros

Los asesores financieros, como los abogados, abundan en los países avanzados con una tradición de sofisticación financiera. En Estados Unidos, según la Oficina de Estadísticas Laborales (Bureau of Labor Statistics), en 2008 había 208.000 asesores financieros personales, lo que equivale a uno por cada 1.500 habitantes.[131] Pero, de nuevo, no son suficientes.

Los subsidios gubernamentales a la asesoría financiera y legal se pueden justificar con el argumento de la externalidad que aporta una sociedad que funciona bien, sin que algunos se sientan excluidos del mundo financiero y luego se encuentren castigados por sus errores. En Estados Unidos ya disponemos de algunos subsidios a la asesoría financiera y legal, ya que éstos se pueden deducir sobre los impuestos de las personas físicas. Pero tal subsidio sólo beneficia a aquellos que tienen ingresos más altos y que, por lo tanto, se encuentran en el tramo impositivo superior y que desglosan sus deducciones.

Es necesario democratizar el subsidio gubernamental de la asesoría financiera y legal para que beneficie realmente a todos, no sólo a los ricos. Las ayudas gubernamentales de este tipo de asesoría serían un gran instrumento democratizador de las finanzas porque aportarían a la población la información necesaria para tomar decisiones financieras informadas.

Actualmente hay muchos países que subvencionan programas de formación financiera, y las páginas web de los organismos reguladores del gobierno incluyen a menudo materiales de formación financiera. Son elementos baratos y fáciles de producir.

No obstante, los individuos necesitan algo más que páginas web, necesitan una asesoría financiera realmente profesional, una ayuda a medida de cada persona y dedicada a su bienestar. Y eso sí que es caro de ofrecer.

Los vendedores de productos financieros desempeñan una función importante como transmisores de información en la moderna economía de mercado. Pero no debemos tener que

apoyarnos exclusivamente en los vendedores para obtener consejo legal. Un asesor, si ha de recibir algún subsidio del gobierno, debe firmar una declaración, un código ético, en el que acceda a no cobrar comisiones por guiar al cliente hacia productos financieros que pagan tales comisiones.

En Estados Unidos, el compromiso requerido a todos los miembros de la National Association of Personal Financial Advisors (NAPFA) puede servir de modelo:

> La NAPFA define a un asesor financiero que sólo cobra su tarifa como aquel que sólo recibe compensación del cliente, sin que ni el asesor ni ninguna parte relacionada con él reciban gratificación alguna vinculada a la compra o venta de un producto financiero. Ni los miembros ni los asociados pueden recibir comisiones, rebajas, primas, bonos ni ninguna otra forma de compensación de terceros como resultado de la implementación de un cliente de las recomendaciones de planificación recibidas. Los acuerdos conocidos como «fee-offset» acuerdo, «12b-1» comisiones, reembolsos de seguros o renovación y «wrap fee» basados en las transacciones son ejemplos de acuerdos de compensación que no se ajustan a la definición de la NAPFA de práctica de pago único («fee-only»).[132]

No obstante, los asesores de la NAPFA son caros: cobran entre 75 y 300 dólares por hora, una cantidad que supera el presupuesto de mucha gente, hasta de la clase media. Para remediar esto, se podría pedir legítimamente que hubiera un subsidio del gobierno para cualquier asesoría financiera dada bajo un compromiso con el cliente como el que se requiere a los miembros de la NAPFA.

La mayoría de las personas tampoco pueden permitirse un cirujano cardíaco cuando lo necesitan, es por esto que tenemos ayudas gubernamentales para asegurar la salud de la población de rentas más bajas. Es habitual que los gobiernos financien la asesoría médica. Podemos constatar que muchas personas han cometido errores —en especial en la crisis financiera que en el momento de escribir estas líneas todavía dura, en especial en Estados Unidos — en la compra de sus viviendas así como en la elección de sus hipotecas, errores que se podían haber evitado si hubieran tenido una asesoría financiera adecuada.

Evitar crisis financieras como la que estamos viviendo sería un perfecto ejemplo del tipo de externalidad que justifica el subsidio de los gobiernos a la asesoría financiera, y también legal, para todos los ciudadanos.

Los asesores legales y financieros como elementos clave del capitalismo financiero

Un mayor acceso a la asesoría legal y financiera —que permite a la gente disponer de un asesor paciente y comprensivo— es uno de los factores clave para que en el futuro podamos desarrollar un capitalismo financiero que sea realmente efectivo.

Si las personas cuentan con buenos asesores legales y financieros que realmente las *representen*, que estén comprometidos tan sólo con ayudarlas, tomarán mejores decisiones. Podrán firmar contratos y hacer inversiones que supongan la aplicación creativa de la teoría financiera a sus problemas individuales. Al evaluar los productos financieros, ya no necesitarán caer en lo convencional como indicador de calidad, ni sentirán la necesidad de buscar seguridad

en los números, tratando de hacer lo que sea que tengan la impresión que hacen los demás, y serán menos propensas a caer víctimas de operadores que intentan mostrarse como convencionales.

Hay quien afirma que la asesoría financiera y legal no habría evitado algunos de los errores que llevaron hasta la actual crisis financiera. Tal vez sea verdad, pues la mayoría de los abogados o asesores financieros no fueron inmunes a algunos de los errores que nos llevaron a la crisis. Antes de que en 2007 empezaran a abrirse grietas en el sistema financiero, ellos fueron probablemente víctimas del mismo tipo de errores, como pensar que los precios de la vivienda no podrían caer nunca y que una cualificación AAA de un valor es un buen indicador de que es seguro.

Así y todo, los asesores legales y financieros que se sentaron con sus clientes y hablaron con ellos de los problemas muy probablemente redujeron el impacto de los errores que tantos cometieron justo antes de la crisis, como por ejemplo pensar que debían comprarse la casa más grande posible, o incluso dos casas.

Cuando se toma prestada una suma grande de dinero para hacer una inversión hay que apalancar los riesgos, puesto que tan sólo una pequeña caída en el valor de la inversión puede llevarse por delante al inversor, y esto tiene que saberlo cualquier asesor competente. Los asesores están formados para controlar la gama entera de inversiones posibles y para tener un mejor conocimiento de los riesgos que implica el apalancamiento.

El mayor desarrollo de los asesores legales y financieros, incluido el apoyo gubernamental a sus servicios a clientes de rentas más bajas, creará también una cultura distinta en nuestra sociedad: fomentará un mayor discurso público que a su vez ayudará a cambiar la sabiduría convencional, y a conectar mejor la base de conocimiento con los problemas reales a los que las personas se enfrentan, además de hacerlo más oportuno y relevante. Cuanta más gente tenga acceso a aquellos que tienen conocimientos útiles, más inteligente será nuestro enfoque, como sociedad, del capitalismo financiero.

11

Los *lobbys*

Uno de los aspectos más inquietantes de las finanzas en la sociedad moderna es que a menudo parece que la comunidad financiera tiene capacidad de tomar el control del gobierno; es decir, que pueden contratar a grupos de presión para que representen sus intereses y convenzan a los legisladores para que se pongan de su lado. Los «rescates» y los favoritismos que aparentemente han aparecido en algunos intereses financieros durante la actual crisis se ven generalmente como una prueba de ello.

El poder desequilibrado de los *lobbys*

Arthur Levitt, presidente de la SEC de 1993 a 2001, escribió sobre sus experiencias en su libro *Take on the Street*. Afirmaba lo siguiente:

> «Durante mis siete años y medio en Washington me asombraba constantemente de lo que veía. Y nada me dejaba tan estupefacto como ser testigo de los poderosos grupos de intereses especiales en plena acción cuando pensaban que una norma propuesta o una parte de una ley los podía perjudicar, sin pensar en ningún momento cómo la propuesta podía beneficiar al interés público. Con una precisión de rayo láser, grupos que representaban a firmas de Wall Street, a agencias de inversiones mobiliarias, a firmas de contabilidad o a gestores corporativos se ponían a combatir las más mínimas amenazas. Los inversores individuales, sin ningún *lobby* organizado ni asociación comercial que representaran sus intereses en Washington, no sabían nunca de dónde venían los tiros».[133]

Los acuerdos financieros que hemos estado contemplando entre empresarios aumentan a base de tratos entre empresas y organizaciones y representantes electos del gobierno, o entre empresas y organizaciones que cuentan con el apoyo del gobierno. Estos negocios pueden ser productivos, pero a veces se inclinan hacia lo sórdido. El soborno es ilegal, pero puede adoptar formas muy sutiles. Por ejemplo, un diputado o congresista que apoya intereses empresariales puede a menudo esperar una recompensa en forma de cargo muy lucrativo en el sector privado una vez concluido su período de mandato.

Levitt detalla cómo los empresarios reclutaban a congresistas para luchar contra las regulaciones impuestas por el SEC, y hasta cómo le amenazaron personalmente por negarse a acceder a sus peticiones. Los apéndices de este libro contienen cartas amenazadoras reales que recibió de congresistas (disimuladas, por supuesto, en un lenguaje idealista que disfrazaba su

significado real). Señaló al congresista Billy Tauzin, un político de Luisiana que empezó como demócrata y luego se convirtió en republicano, como el más descarado favorecedor de los intereses empresariales. Tauzin no se presentó a la reelección en 2004 y luego lo nombraron director de Pharmaceutical Research and Manufacturers of America (PhRMA). PhRMA le ofreció un sueldo de más de 2,5 millones de dólares anuales, lo que superaba la oferta de la Motion Picture Association of America, que sólo le había ofrecido un millón de dólares.

Tauzin no hizo nada ilegal, aunque hoy en día sí lo sería, puesto que el Congreso estadounidense ha hecho más estrictas sus propias normas en relación a los *lobbys*.

La Ley Honest Leadership and Open Government de 2007 (HLOGA), firmada por el presidente George W. Bush, especifica que los miembros de la Cámara de Representantes de Estados Unidos deben esperar un año después de dejar sus cargos antes de poder presionar al gobierno federal. Tauzin podría seguir convirtiéndose en *lobbysta*, pero ahora tendría que aceptar un pequeño retraso antes de iniciar su nuevo cometido.

No obstante, desde luego nadie puede demostrar que Tauzin no fue totalmente sincero en las causas que emprendió. Sin embargo, parece que hay como mínimo cierto potencial (incluso con la espera de un año) para el abuso cuando este tipo de trayectoria profesional es normal. Al final, el gobierno funciona tan bien como lo hace porque las personas íntegras se cuidan de hacer cosas —se niegan a que los coaccionen a hacerlas— que puedan empañar su reputación.

Este patrón de influencia de las empresas sobre el gobierno ha ido cambiando a lo largo de las décadas a medida que los intereses financieros se hacían más sofisticados en sus presiones, y reformas como la HLOGA nunca podrán borrarlo totalmente. La cantidad de dinero que hay detrás de las presiones de intereses particulares es hoy mucho mayor de la que hay detrás de los grupos de interés público genuinos.

Por ejemplo, Americans for Financial Reform es un grupo de presión que representa a una coalición de defensa de los derechos del consumidor, los derechos civiles, inversores, jubilados, comunidades, trabajadores, religiosos y ciertos grupos empresariales. Este grupo tiene un presupuesto anual de dos millones de dólares. Su propio análisis de 2011 de los casos con los que se enfrenta, basado en la divulgación pública de los registros de los *lobbys*, muestra que en Estados Unidos la industria financiera gasta 1,4 millones de dólares diarios para avanzar en sus intereses.[134]

Las presiones por intereses financieros no son totalmente avariciosas. Los grupos de presión acuden a veces a los legisladores con importantes ideas nuevas. Por ejemplo, en 1933, la National Association of Real Estate Boards (NAREB, cuya sucesora es hoy la actual National Association of Realtors) presentó al gobierno de Estados Unidos una propuesta por la que se quería convertir, en efecto, en la Home Owners' Loan Corporation (HOLC).[135] El Congreso siguió su consejo de manera casi inmediata y aprobó la legislación para establecer la agencia aquel mismo año.

Sin duda alguna, la NAREB aplicó cierto grado de interés propio. La HOLC ayudó al sector con sus malas hipotecas, pero también ayudó a los propietarios en apuros que estaban a punto de perder sus viviendas, y este segundo resultado fue muy importante en aquel momento, en el que la alta tasa de desempleo y unos tiempos desesperados habían convertido la ejecución de

hipotecas en una pérdida muy difícil de soportar para las familias. Escuchar las propuestas de los grupos de presión del sector inmobiliario fue acertado por parte del gobierno en aquel momento. Pero ¿fue su propuesta realmente sesgada a favor de la industria hipotecaria? No es evidente que lo fuera, y parece que los «rescates» que la HOLC ofreció no costaron a los contribuyentes ninguna suma representativa de dinero.[136] Su financiación representaba un trato cuyo resultado no se podía asegurar que saliera bien, tanto para los prestamistas de las hipotecas como para sus clientes.

Los grupos de presión sí transmiten su experiencia sobre mercados financieros a los legisladores, y bastante a menudo los ayudan a caer en graves errores normativos. Pero la creciente influencia que los principales intereses financieros pueden comprar contratando a miembros de grupos de presión tiene algunas consecuencias preocupantes. Según el U.S. Congressional Budget Office, para el 1 por ciento de la población con mayores ingresos la renta media real después de impuestos creció un 275 por ciento entre 1979 y 2007, una subida bastante espectacular. En el mismo intervalo, los estadounidenses en el tramo más bajo de ingresos sólo vieron un aumento de un 18 por ciento.[137] Claramente, ha habido un aumento espectacular en la concentración de renta entre los más ricos.

Jacob Hacker y Paul Pearson, en su libro de 2010 *Winner-Take- All Politics*, afirman que el mayor número y la mayor profesionalización de *lobbystas* a favor de los intereses financieros y empresariales desde 1979 es buena parte del motivo de este aumento después de impuestos en la renta de los más ricos. Aunque no demuestran una relación causa-efecto entre el aumento de ingresos y el mayor número de grupos de presión, sí ofrecen algunas pruebas circunstanciales convincentes.

No obstante, Hacker y Pearson no presentan pruebas de que un empeoramiento de esta situación se pueda esperar en el futuro. No es que la mayor sofisticación de la comunidad financiera vaya mejorando más y más en su ejercicio del control sobre las regulaciones gubernamentales. En cambio, su punto de vista es que los acontecimientos circunstanciales desempeñan un papel muy importante en el poder creciente de los *lobbys*. Afirman que el mayor número de personas dispuestas a pagar a éstos para que impulsen casos relacionados con temas sociales, como los derechos de los gais o el derecho al aborto, ha dejado un vacío, una escasez de *lobbys* dispuestos a abogar por las causas que importan a los estadounidenses con pocos recursos.

La solución que proponen Hacker y Pearson al problema del poder excesivo de los *lobbystas* financieros es «la creación de una presión organizada y continuada sobre los legisladores para que la política estadounidense esté más abierta a la participación ciudadana».[138] Las sociedades democráticas tienen un historial de legislación para limitar el poder de grupos especiales de interés muy ricos. El dinero no facilita uniformemente influencia sobre el gobierno. De hecho, los estudios que intentan encontrar un efecto de las contribuciones a campañas sobre el resultado de las elecciones casi siempre han averiguado sorprendentemente poco,[139] pues es ciertamente difícil comprar unas elecciones porque los votantes se darán cuenta de lo que se está tramando, aunque sólo sea observando el número de anuncios que se les lanza a la cara.

No hace falta ser muy sofisticado para sospechar de un candidato que invierte en enormes

cantidades de publicidad. Según Robert Guest, editor de negocios de *The Economist*, «la fuerza más intensa que da forma a la política no es la sangre ni el dinero, son las ideas».[140] Es por esto que los ricos prefieren a menudo patrocinar a grupos de reflexión partidistas más que a los *lobbys*. No obstante, hasta los grupos de reflexión tienen efecto sólo hasta cierto punto en cuanto a que puedan llevar sus ideas a la práctica.

La historia de la legislación relacionada con los *lobbys* en Estados Unidos está llena de ejemplos de esfuerzos por corregir la excesiva influencia de los grupos de intereses especiales. En particular, la llamada Federal Regulation of Lobbying Act de 1946 exigía a los grupos de presión que se registraran ante el oficial del Congreso y el secretario del Senado; la Lobbying Disclosure Act de 1995 les exigía la redacción de informes en los que se detallaran sus actividades; y en 2007 la HLOGA endureció todavía más los requisitos de revelación.

Los miembros del Congreso, conscientes del potencial de escándalo, son hoy mucho más cautos a la hora de aceptar cualquier obsequio de los *lobbys* financieros. La HLOGA ha creado un sitio web en el que la actividad de los *lobbys* puede ser vigilada por el público. Hay pocos países más que hayan establecido unas leyes tan amplias sobre los *lobbys*: aparte de Estados Unidos, Australia, Canadá, Taiwán y Ucrania tienen leyes de revelación de los *lobbys*.

Otra táctica para controlar a los *lobbys* es adoptar «dinero limpio» o normativas electorales «de los votantes» que no permiten hacer grandes contribuciones a las campañas. Tal reforma de la financiación de las campañas debilitaría considerablemente el poder que los *lobbys* podrían ejercer a favor de ricos intereses particulares. Hay una serie de países que tienen leyes así; de hecho, en el Reino Unido, cuentan con ellas desde el siglo XIX. Y hay varios estados estadounidenses que también las tienen, y hay un movimiento en marcha para promulgarlas en otros. Con todo, los intereses particulares podrían bloquear estas iniciativas.

En su libro de 2011 *Republic Lost: How Money Corrupts Congress—and a Plan to Stop It*, Lawrence Lessig, profesor de la Harvard Law School, propone tácticas que una campaña de base podría usar para que este movimiento fuera un éxito.[141]

Y a pesar de todo, los *lobbys* pueden beneficiar a la sociedad

El problema no es que los intereses financieros intenten influir a los legisladores. Todo grupo grande de la sociedad tiene necesidad de ayudar a los legisladores a tomar sus decisiones y, por supuesto, hay motivos legítimos para formar grupos que defiendan intereses concretos. Según opensecrets.org, en 2011 los intereses financieros, de seguros e inmobiliarios representaban menos de un 15 por ciento de toda la actividad de los *lobbys*.[142] Hay también *lobbys* a favor de la Iglesia, de grupos caritativos y de defensa de profesiones determinadas.

Los legisladores necesitan a los *lobbys*, puesto que no hay manera de que puedan evaluar totalmente cómo su legislación afecta a los varios grupos de interés en la sociedad, a menos que representantes informados de estos grupos les transmitan la información adecuada.

Los *lobbys* éticos ayudan a hacer buenas leyes. Lawrence O'Donnell Jr., que sirvió como personal del Senado de Estados Unidos de 1988 a 1995, recordaba: «Hay *lobbystas* honorables.

Trato con ellos a diario. Y por honorables no me refiero sólo a los que trabajan gratuitamente a favor de obras de caridad».[143]

¿Qué tipo de persona se integra en un *lobby* por un grupo de interés? No tiene por qué ser menos ético que el ciudadano medio, pues presentar un caso en defensa de un grupo de interés no es en sí poco ético, al igual que no carece de ética un abogado que se presenta como defensor de su cliente en un caso criminal, aunque esta persona pueda ser culpable.

Los miembros de los *lobbys* tienden a ser personas interesadas en los asuntos públicos; encuentran en esta actividad una manera de involucrarse en temas que les interesan y de obtener unos buenos ingresos al mismo tiempo. Generalmente no tiene más secreto. A menudo, los miembros de *lobbys* son antiguos legisladores, o pueden ser también personas interesadas en la política pero reticentes a hacer los sacrificios que el servicio público requiere. Los miembros de los *lobbys* pueden encontrar emocionante la actividad que hay detrás del escenario.

Un *lobbysta*, Joseph Miller, que escribió un libro sobre sus experiencias, *The Wicked Wine of Democracy: A Memoir*, lo describía de esta manera: «Había vivido la política de primera línea de muy cerca durante cinco años, pero seguía aferrado a la noción de que mis principios tenían una nobleza esencial y que la auténtica finalidad de todo ello era la mejora de la humanidad. Si suena perdidamente ingenuo, me declaro culpable».

No obstante, también describe cómo cayó en las tentaciones de un *lobbysta*: «Cuando expresé mis recelos a un amigo de un grupo de presión empresarial, se rió y me dijo: "Espera a ganar cien mil pavos a cambio de incluir una enmienda inocua a una oscura propuesta de ley y verás, te quedarás pillado. Es como llevarte el premio gordo. Crea adicción." Y tenía razón». Pero las tentaciones no se llevaron nunca del todo lo mejor de él. Cuando le pagaron por tratar de influenciar a Stewart Udall, miembro prominente del Congreso de Estados Unidos, en pro de una causa que no tenía nada de idealista, Miller acabó cambiando de opinión y devolviendo el dinero: «Stewart Udall era mi amigo, y se esperaba que yo usara mi influencia con él... resultó que no fui capaz. Era, simplemente, demasiado brutal».[144]

En la sociedad moderna a menudo se menosprecia un poco a los miembros de *lobbys* porque se los considera mercenarios que defienden los intereses de los ricos. Pero, de hecho, como grupo probablemente se preocupan más por la sociedad que la mayoría. Para funcionar bien como *lobbysta* en una sociedad democrática, uno debe estar totalmente versado en los temas reales que los legisladores debaten.

Desde luego, hubo cierto enfado público cuando se supo que los grupos de presión habían logrado convencer al Congreso estadounidense de que se eximiera a los vendedores de automóviles del escrutinio de la Oficina Financiera de Protección del Consumidor (Consumer Financial Protection Bureau). Y todavía consiguen obtener subsidios a los agricultores que tienen poco sentido. Pero no está claro que estas acciones pesen más que los beneficios de toda la información que los *lobbys* transmiten a los responsables de tomar decisiones de gobierno. La euforia que describe Miller cuando ve el cambio promulgado en forma de ley refleja exactamente lo mucho que cuesta conseguir este objetivo.

No todos los miembros de grupos de presión son poderosos. Antes se creía que siempre habría aranceles altos que protegerían a los productores domésticos. Se consideraba inevitable,

puesto que los beneficios de elevar cualquier tarifa de arancel repercutían sobre un pequeño grupo de productores, mientras que los costes se extendían a toda la sociedad. Así, se creía que presionar a favor de los aranceles siempre daría buenos resultados. De hecho, en cambio, el Acuerdo General de Aranceles y Comercio (General Agreement on Tariffs and Trade) ha reducido a casi cero la mayoría de los aranceles en buena parte del mundo. Lo mismo puede esperarse de los *lobbys* financieros. El nivel de preocupación ciudadana que vemos hoy en cuanto a la influencia excesiva de éstos ya ha puesto en marcha un proceso para limitar su propia influencia.

Los *lobbys* financieros, si se regulan adecuadamente, son fundamentales, puesto que sólo la comunidad financiera tiene la experiencia suficiente para entender los mercados financieros y la capacidad de evaluar las políticas que los regulan. Por supuesto que han de ser monitorizados y regulados, pero una economía moderna sana contará necesariamente con este tipo de grupos de presión.

Reformar los grupos de presión y su actuación

Hay un proceso en marcha de mejora de la revelación de información relativa a los grupos de presión y a las contribuciones políticas. Pero queda todavía mucho por hacer; por ejemplo, podría haber normas mejores relativas a la revelación de la fuerza real del esfuerzo *lobbysta*. Actualmente en Estados Unidos, las empresas pueden hacer sus contribuciones políticas a intermediarios cuyas actividades reales no son conocidas.[145]

Además, si la gente más pobre no está representada efectivamente por los *lobbys*, la desigualdad social no hará más que incrementarse. De hecho, hay pruebas de archivos de votos de que las opiniones de los ricos se tienen en cuenta de una manera desproporcionada. El politólogo Larry Bartels, en un análisis de datos sobre opiniones e ingresos recogido por el National Election Survey, descubrió que las personas que se encuentran en el tercio más bajo de la distribución de ingresos no tienen prácticamente ningún impacto sobre el voto de sus representantes en el Congreso de Estados Unidos, comparado con las que están en los tercios medio y superior.[146]

En el pasado, los sindicatos de trabajadores habían sido los grupos de presión más habituales a favor de las gentes con menores ingresos, pero su influencia ha ido menguando en buena parte del mundo.[147] Cambios simbólicamente importantes llegaron con las agresivas acciones de Ronald Reagan, que acabó con la huelga de los controladores aéreos estadounidenses en 1981, y de Margaret Thatcher, que acabó con la huelga de mineros del carbón en el Reino Unido en 1985. La tradicional fuente de poder de los sindicatos, la negociación colectiva, ha sido debilitada por la competición internacional y las nuevas leyes laborales. Como sociedad, debemos crear otras maneras, posiblemente muy distintas, de impulsar los esfuerzos de presión en favor de intereses que hoy están abandonados.

Necesitamos que los *lobbys* representen a todos los grupos de nuestra sociedad, incluido el «otro 99 por ciento» con el que se identifican los manifestantes de Occupy Wall Street. Las leyes

que apoyan la transparencia de las actividades de los grupos de presión no bastan por sí solas para restablecer el equilibrio de los esfuerzos de estos grupos.

De alguna manera, debemos fomentar las actividades de presión en beneficio de grupos poco favorecidos. Y subsidiar la presión por los intereses públicos y a favor de los que no tienen voz es una buena causa para los filántropos, como muchos de ellos ya saben.

12

Los reguladores

Los reguladores, como personas con visión y con una función, se suelen omitir en las discusiones sobre mercados financieros. Oímos hablar a menudo de empresarios enérgicos y eficaces, pero raras veces de las personas que trabajan para las agencias reguladoras, ya sean del gobierno o de la industria. No obstante, de hecho, los reguladores y su intelecto tienen una importancia fundamental para el sistema financiero, pues son ellos los que hacen e interpretan las tan importantes reglas del juego.

Al igual que en los deportes, la gente que hace negocios necesita árbitros que aseguren el respeto a las normas. Todo el mundo tiene interés en que el juego sea justo. El hecho de que los jugadores traten de presionar los límites o discutan con los árbitros no significa que no los quieran tener. De la misma manera, los empresarios y los operadores financieros necesitan a los reguladores, puesto que las normativas aplicadas por igual a todos los jugadores no van en desventaja de nadie, sino más bien al contrario: normalmente favorecen a todo el mundo. Sin normas eficaces, uno estaría obligado a hacer cosas que personalmente resultan cuestionables para mantenerse en el negocio. Es por esto que las empresas han establecido sus propias organizaciones autorreguladoras, que imponen normas que en general (aunque, por supuesto, no siempre) son de interés público.

Sin embargo, hay quien cree que los reguladores no hacen nada de esto. Milton Friedman, después de su estudio de 1954 que realizó junto con Simon Kuznets sobre los ingresos y la regulación ocupacional, hizo una fuerte proclama en contra de la regulación, en particular de las licencias por ocupación, en su libro de 1962 *Capitalism and Freedom*.[148] Pensaba que la regulación era poco más que una treta cínica para limitar el abastecimiento de servicios y así mantener altos sus precios. El libro de Friedman resultó ser muy influyente, y creó una especie de aversión pública contra la regulación.

Su colega de la Universidad de Chicago George Stigler llevó más lejos el asunto y en 1971 escribió que «como norma, la regulación la adquiere la industria y se diseña y se aplica básicamente para su beneficio».[149] Stigler creía que el objetivo principal de la regulación, ya sea la de un sector por parte del gobierno o la autorregulación desde el mismo sector, es cerrar la entrada a los competidores.

A pesar de los argumentos de Friedman y de Stigler, en Estados Unidos el abanico y el alcance de la regulación no han hecho más que crecer. Morris Kleiner y Alan Krueger creen que el ámbito de licencias ocupacionales ha crecido espectacularmente en Estados Unidos, desde sólo

un 5 por ciento de la mano de obra autorizada en la década de los cincuenta hasta un 29 por ciento en 2008. El aumento en el porcentaje de trabajadores con licencia compensa el declive en porcentaje de los trabajadores que pertenecen a sindicatos.[150] La misma tendencia no puede observarse en todos los países del mundo, y por supuesto la tendencia en los países menos desarrollados ha sido en pos de una mayor inclinación hacia los mercados libres. Por ejemplo, buena parte de las reformas económicas indias de la década de los noventa consistieron en un recorte masivo en licencias industriales y comerciales.[151]

La queja de Friedman fue retomada por otros economistas de la Universidad de Chicago, Raghuram Rajan y Luigi Zingales, en su libro de 2003 *Saving Capitalism from the Capitalists*. Pero aquí el argumento se presenta más matizado: Rajan y Zingales reconocen la necesidad de una regulación apropiada en muchos lugares y creen también que la sociedad puede ejercer una supervisión de los reguladores para ayudar a evitar su toma por parte de intereses privados. No es que se necesite «más » o «menos» regulación, sino que ésta no debe estar dominada por intereses avariciosos especiales y debe aplicarse correctamente.[152]

De hecho, aunque debemos tener cierta prevención en cuanto a que los reguladores sean «secuestrados» por los sectores que regulan, no hemos de tomar este hecho como conclusión anticipada, pues, al menos en los países desarrollados actuales, la regulación no ha sido totalmente secuestrada por los intereses empresariales. En Estados Unidos, disponemos de una administración pública desde 1872 (copia de muchos otros países que se remonta a la dinastía Han de China), que impide a los cargos políticos corruptos hacerse con el control. Los reguladores son actualmente profesionales formados. Aunque un político electo podría, teóricamente, intentar desviar a los funcionarios de sus responsabilidades, sería mucho más difícil ordenarles que formulen regulaciones diseñadas para crear un poder monopolístico a favor de ciertos intereses especiales. En el actual clima de alerta mediática, este comportamiento se descubriría muy pronto y llevaría al escándalo.

En su libro de 2010, *No One Would Listen*, el analista de mercados de valores Harry Markopolos afirmaba que los reguladores del gobierno pueden ser sordos a la evidencia de los excesos financieros, hasta a los fraudes, si el culpable parece tener legitimidad y prestigio. Los reguladores son muy rápidos a la hora de perseguir a pequeños estafadores, afirmaba Markopolos, pero cuando se trata de grandes compañías, son «cautivos de las empresas a las que se supone que han de regular». Markopolos descubrió pruebas considerables de que el enorme *hedge fund* gestionado por la respetable figura de Wall Street, Bernard Madoff, no era más que un esquema Ponzi,* una maniobra fraudulenta de inversión levantada sobre un plan para el contagio social del entusiasmo entre los inversores. El fondo se denunció finalmente en 2008, pero Markopolos había protestado sobre la artimaña de Madoff ante la SEC ya en el año 2000. En 2005, tres años antes de la caída final de la operación, Markopolos presentó un documento de veintiuna páginas a la directora de la oficina de Nueva York de la SEC, Meaghan Cheung, y le explicó lo que había descubierto.

Según el relato de Markopolos de aquella reunión, Cheung le había dicho que había leído su informe pero no le hizo ni una sola pregunta sobre ello. «La impresión más clara que saqué de ella fue que la estaba molestando. No hubo ni una pizca de emoción, ni de entusiasmo, ni de

reconocimiento de que acababa de meter mano en el caso más escandaloso que detectaría en toda su carrera profesional.»[153]

La señora Cheung, en una entrevista con el *New York Post* una vez publicado el libro, respondió que no le estaba permitido comentar las deliberaciones de la SEC relativas al caso Madoff, pero que se sentía angustiada por las acusaciones de Markopolos: «No estaba influenciada, ni creo que nadie en la oficina de Nueva York estuviera influenciado, por ningún otro deseo que no fuera descubrir la verdad [...]. No hay otro motivo para trabajar tanto tiempo allí que no sea que me encanta lo que hago. Nadie en mi oficina tenía ningún incentivo para pasar por alto algo así».[154]

Está claro que no tenemos ninguna otra manera de reconstruir lo que ocurrió, pero me inclino, en buena parte, a creer a la señora Cheung. ¿Qué influencia podía haber tenido Madoff para llevar a la SEC a tapar un enorme fraude que, según Markopolos, acabaría siendo descubierto y crearía un escándalo nacional? Si la influencia de Madoff hubiera sido realmente un factor, debió de haber operado a un nivel muy sutil e interpersonal, de una manera muy parecida a como los hombres de confianza influyen a veces a sus víctimas demasiado crédulas.

A la gente le cuesta poco acusar a los reguladores. El error de no haber investigado antes a Madoff se puede deber probablemente en buena parte a errores debidos al estrés de algunos reguladores o a defectos en los procesos administrativos.

Errores de bulto pueden ocurrir de vez en cuando y de manera natural en cualquier sistema, y las principales fuentes de éstos pueden corregirse. A pesar de los argumentos de críticos como Markopolos, los reguladores —al menos en Estados Unidos, tanto los nombrados por la industria misma como los que forman parte del gobierno— son mucho más a menudo bienintencionados y considerablemente más efectivos de lo que se reconoce habitualmente.

Organizaciones autorreguladoras

En Estados Unidos, como hemos visto, el FINRA es una organización no gubernamental y autorreguladora financiada por el sector de los valores que trabaja para establecer criterios profesionales y promocionar una conducta ética entre sus practicantes. Originariamente se llamaba National Association of Securities Dealers (NASD) y lanzó el sistema de operaciones NASDAQ y su índice de precios de valores. El NASD apareció con las funciones de regulación de los miembros, aplicación de las normas y arbitraje de la Bolsa de Nueva York (NYSE). Actualmente, el FINRA regula unos 630.000 representantes registrados en casi cinco mil agencias de inversión.

Otros países tienen agencias parecidas, como la Investment Industry Regulatory Organization de Canadá y el Securities Investment Institute en el Reino Unido.

Para hacerse representante registrado en Estados Unidos —es decir, con el fin de obtener licencia para vender valores y poder actuar como agente—, el FINRA exige superar los exámenes Series 7, Series 24 y Series 63, que se basan fundamentalmente en enfatizar los criterios de las operaciones éticas y exigen cierto nivel de conocimientos generales sobre valores

e inversiones. En los materiales preparatorios para estos difíciles exámenes, a los candidatos a agentes de Bolsa, o a representantes registrados, se les advierte contra las tácticas de venta deliberadamente engañosas, como la «venta de dividendos»; es decir, presionar al cliente con el objetivo de que compre participaciones para que no se pierda un reparto de dividendos, sin avisar que el precio de la participación suele bajar una vez repartidos éstos. Se les prohíbe el *front running* («inversión ventajista»), es decir, comprar participaciones por su cuenta justo antes de cumplimentar un gran pedido para sus clientes, con el fin de beneficiarse personalmente de la subida de precio que este pedido está a punto de crear. Se les advierte contra el *churning*, que consiste en recomendar deliberadamente a un cliente que haga muchas compras y ventas simplemente para generar comisiones. A los representantes registrados se les pide que estén siempre en contacto con sus supervisores, de los que se espera una observación todavía más rigurosa del código de conducta.

El FINRA también exige a sus representantes registrados y a sus supervisores que participen regularmente en programas de formación continuada. Durante algunos de ellos, se les muestran videoclips de actores que interpretan situaciones de la vida real en las que surgen tentaciones.

Es difícil no llegar a la conclusión de que las actividades del FINRA son básicamente bienintencionadas y efectivas a la hora de mejorar el ambiente en la industria financiera.

Reguladores del gobierno

Los «burócratas» que gestionan las agencias reguladoras del gobierno son raramente apreciados por el público. En nuestra imaginación pública no hay espacio para considerar que tienen algún interés, por no hablar de considerarlos genios. Oímos hablar a menudo sobre las duras batallas entre representantes elegidos, y también sobre las espectaculares actividades de los grupos de presión y de los poderosos intereses corporativos, pero poco o nada sobre las actividades cotidianas de los árbitros finales que realmente se ocupan de todos los detalles.

A la mayoría nos cuesta saber con seguridad si estos reguladores están haciendo un buen trabajo para los ciudadanos que dependen de ellos. Por supuesto, podemos contar el número de regulaciones que promulgan, pero no podemos decir con certeza en qué medida sería distinta nuestra sociedad si ellos no hicieran su trabajo, pues las normas que crean tienen numerosos efectos sobre nuestras vidas, pero es difícil cuantificar o resumir estos efectos. En general, contamos sólo con impresiones muy vagas sobre lo que hacen.

En 2002 visité la SEC con mis colegas de una agencia que había cofundado, MacroMarkets LLC. Ir allí por negocios me resultaba poco habitual, puesto que era (y sigo siendo) profesor a tiempo completo dedicado casi exclusivamente a la educación y la investigación. Fuimos a la SEC para obtener la aprobación de un valor nuevo y raro que queríamos lanzar: las MacroShares, que estaban pensadas para convertir riesgos anteriormente no comerciables en comerciables, y al hacerlo ofrecer un descubrimiento de precios de valores económicos básicos para los que en aquel momento no había tal mecanismo de descubrimiento. En realidad, mis expectativas respecto de la gente que me encontraría en la SEC no eran especialmente altas.

Nos acompañaban representantes del American Stock Exchange y nuestros abogados de Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom. Yo estaba impresionado con el equipo que habíamos atraído, pero recuerdo estar ahí pensando que muchos de aquellos que representaban la SEC eran igualmente impresionantes: expertos, ilustrados, comprensivos. Me pareció, como ajeno a estas cosas, que, juntos, ambos grupos representaban una comunidad de personas inteligentes, sinceras y preocupadas por lo público. La sensación que me causó aquel día la SEC fue otro motivo por el que me siento inclinado a creerme a Meaghan Cheung cuando niega actuar influenciada en el caso Madoff.

En otra ocasión, mientras visitaba un segundo organismo regulador del gobierno de Estados Unidos, la Federal Deposit Insurance Corporation, durante el almuerzo les pregunté a algunos de sus miembros: «¿Cómo lo hacéis? ¿Qué os impulsa a hacer un trabajo como éste?» Muchos de ellos sienten que pasar una temporada como regulador del gobierno es una parte importante en la carrera de un financiero. Individualmente, todos ellos parecían haber reflexionado bien sobre el sentido de su vida profesional, sobre su lugar dentro de la comunidad financiera, y sobre el hecho de formar parte de una misión más grande. Colectivamente parecían poseer un sentido no sólo de avanzar juntos, sino también de cumplir con una función social.

Invité a Laura Cha —antigua vicepresidente de la China Securities Regulatory Commission y miembro del Executive Council de Hong Kong, actualmente directora delegada no-ejecutiva de la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation— para que hablara en mi clase de mercados financieros sobre sus experiencias como reguladora. Su reflexión fue la siguiente:

> Cuento con un total de catorce años de experiencia como reguladora, y debo decir que ésta ha sido enormemente satisfactoria, porque como reguladora y como determinadora de normativas tenía la capacidad de facilitar el desarrollo de mercados en Hong Kong. Al principio —me refiero a las décadas de los setenta y los ochenta—, Hong Kong era un mercado en buena parte local. Los actores internacionales como Goldman Sachs y Morgan Stanley iban y venían, miraban y decidían que este mercado era demasiado pequeño para ellos. Todo eso cambió en 1992, cuando el gobierno chino decidió que quería utilizar el mercado de valores de Hong Kong como medio para ayudar a transformar o a reformar las empresas estatales.[155]

Creo que fue sincera: una carrera como regulador puede ser muy gratificante, muy independientemente de los beneficios económicos que puede suponer. Poder aplicar cambios en un mercado como ella hizo es formar parte de la historia; en su caso, parte del histórico avance de la civilización china.

Por supuesto, las cosas no siempre van sobre ruedas en las negociaciones con los reguladores, y me han contado que muchas de las personas que visitan la SEC tienen una actitud manipuladora y hostil. También hay, entre aquellos que trabajan en la SEC y en otras agencias reguladoras, un grado de frustración en cuanto a las interferencias políticas, los presupuestos inadecuados y el exceso de trabajo. Como son los reguladores los que hacen y aplican las normas que gobiernan el capitalismo financiero, hay que darles recursos adecuados para que puedan hacerlo, además del respeto y el aprecio que se merecen.

13

Contables y auditores

Para que una organización económica funcione ha de tener sus propias memorias y su propia manera de almacenar, acceder y comunicar estas memorias. Los contables gestionan los depósitos de las memorias financieras, tanto de las organizaciones como de los clientes individuales. Los auditores evalúan e interpretan su trabajo. Los contables, en particular los que están al frente de empresas —los directores financieros—, son esenciales para las finanzas porque conservan la integridad de las estructuras financieras esenciales.

Las personas activamente involucradas en gestionar y dirigir una empresa suelen tener una buena memoria a corto plazo, pero, como la mayoría de nosotros, con el tiempo no siempre son capaces de recordar los detalles. Son los mejores rememorando cosas concretas de sus propios contratos de trabajo, sus propias opciones, sus propios incentivos de compensación, aunque lo más habitual es que su memoria se emborrone cuando se trata de recordar promesas hechas a otros en sus organizaciones, o de tratar con las minucias impuestas por las autoridades fiscales o los reguladores. Los consejeros delegados tienen metas más elevadas en mente, y no se puede esperar que conozcan todos los detalles.

Hemos comparado a los consejeros delegados con el córtex prefrontal del cerebro. De la misma manera, podríamos comparar a los contables o a los CFO con el hipocampo, que convierte la memoria a corto plazo en memoria a largo plazo y conecta las distintas memorias del cerebro. Una organización se inspira en su consejero delegado en cuanto a visión y objetivos, pero también necesita un tipo distinto de inspiración, no menos elevada de la que se espera de un consejero delegado: un impulso por mantener el orden y la coherencia.

Los contables han de determinar lo que es importante recordar, documentar y publicar. La noción de *mantener los libros* —que sugiere sacar el polvo a los viejos documentos de un archivo del sótano— da una impresión engañosa de lo que hacen. Sus responsabilidades son mucho más centrales, puesto que son esenciales para la administración, que debe ser la misión principal de nuestras instituciones financieras.

Responsables de almacenar la información esencial, los contables son los defensores de los criterios morales consistentes, puesto que el mantenimiento de éstos es un prerrequisito para recordar los compromisos y los detalles, y deben tener, asimismo, un fuerte sentido de sus propios estándares. Suelen contratarlos aquellos que quieren o necesitan demostrar que son honestos pero que a veces se comportan con toda la fraudulencia posible dentro de estos límites. Este hecho crea un dilema moral a los contables, un asunto presente en su vida cotidiana. Pero

los mejores y, con el tiempo, los más prósperos de la profesión contable son los que aceptan este dilema moral.

En su libro *Confessions of a Tax Accountant*, Noelle Allen revela una larga lista de artimañas fiscales fraudulentas que sus clientes le habían pedido aprobar. Su relato me recuerda el lado engañoso de la naturaleza humana. Cuenta la siguiente anécdota: «Hace poco me llamaron para participar en un jurado. Como parte del proceso de la selección del jurado, el fiscal del caso me preguntó si pensaba que podía saber cuándo alguien mentía. Yo le respondí: "Señor, soy contable de Hacienda, la gente me miente todo el día." Su respuesta fue: "Señora Allen, puede usted marcharse."».[156]

Un contable debe mantener una distancia emocional respecto de aquellas personas y organizaciones a las que sirve, para no verse arrastrado a ninguna de sus maquinaciones. Es especialmente importante que un contable de empresa sienta cierto grado de comprensión hacia los varios pretendientes a la caja de la organización, como para recordarlos a todos y tratarlos con justicia.

Un consejero delegado no puede ser a la vez contable o CFO de una empresa, pues los impulsos humanos hacia la manipulación y la autocomplacencia son demasiado fuertes. Existe necesariamente cierto grado de conflicto de intereses entre el consejero delegado y el contable, un conflicto que forma parte del propio modelo de la organización moderna. Se supone que el consejero delegado es un visionario, alguien que mira hacia el futuro; el contable, en cambio, está para recordar los compromisos y los límites en los recursos, con un ojo en las promesas del pasado y otro en las realidades del presente.

En la profesión de contable hay numerosas organizaciones autorreguladoras. La historia de la International Accounting Standards Board (IASB) (sucesora del International Accounting Standards Committee) se remonta a 1973, cuando fue creada por una serie de organizaciones de contables: el American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), el Canadian Institute of Chartered Accountants, la Ordre des Experts-Comptables et des Comptables Agréés en Francia, el Institut der Wirtschaftsprüfer en Alemania, el Institute of Chartered Accountants en Australia, el Institute of Chartered Accountants en Inglaterra y Gales, el Japanese Institute of Certified Public Accountants, el Instituto Mexicano de Contadores Públicos en México y el Nederlands Instituut van Registeraccountants en Holanda. Desde entonces se le han sumado muchos grupos de otros países que representan a los contables. La U.S. Financial Accounting Standards Board firmó un memorando de acuerdo con el IASB en 2002, con el objetivo de unificar los criterios de contabilidad en todo el mundo.

Estas organizaciones profesionales establecen y aplican los criterios para la actividad de sus miembros contables, en especial su práctica de auditar los libros corporativos. Sancionan a los miembros que no cumplen con los criterios, y hacen de grupo de presión en defensa de los intereses de los contables.

Algunas de estas organizaciones han sido criticadas durante la actual grave crisis financiera. En Estados Unidos, la actuación del AICPA ha sido objeto de cierta disputa. Este organismo desempeña una serie de funciones reguladoras importantes que resultan esenciales para mantener una profesionalidad honorable. Administra el examen llamado Uniform Certified Public

Accountants Examination para obtener la licencia de contable, que incluye preguntas detalladas sobre ética y responsabilidades. Pero el AICPA fue reprobado por no haber hecho nada por impedir que Arthur Anderson & Co., entonces una de las llamadas Big Five (Cinco Grandes) consultorías de Estados Unidos, y auditores de Enron Corporation conspiraran para manipular los informes de ganancias de esta compañía. Arthur Anderson fue declarado culpable de cargos criminales en 2002 y quedó fuera del negocio contable.

Arthur Levitt, antiguo presidente de la SEC, señaló en 2003 que el AICPA había sancionado a unos cuantos consultores y que ninguna de las firmas de las Big Five había suspendido nunca una evaluación de sus colegas. Se sintió molesto por lo que vio como una presión agresiva del instituto a favor de sus miembros, que excluía los intereses de los inversores ordinarios. Concluyó que el «AICPA ha fallado en este trabajo».[157]

Y, sin embargo, los ejemplos como el fiasco de Arthur Anderson son raros. La industria contable tiene un sentido fiable de la ética profesional, que imparte entre sus miembros y que constituye el pilar de nuestro sistema de capitalismo financiero. Los contables son responsables de asegurar que la apariencia financiera concuerda con la realidad, y es finalmente gracias a sus esfuerzos que confiamos lo bastante en nuestras empresas para encontrar motivador y hasta estimulante trabajar para ellas o invertir en ellas.

14

Los educadores

Hasta ahora hemos hablado de las funciones y responsabilidades centrales en el mundo financiero; es el momento de pasar a algunas de su periferia. Aunque hay que advertir que periférico no significa menos importante, sino simplemente menos involucrado en sus operaciones del día a día.

Los profesores tienen una importancia fundamental en el funcionamiento del sistema financiero. Con lo delicado que es éste en sí, requiere cierta comprensión de los orígenes de sus instituciones, sus prácticas y su misión, y una idea de cómo la propia carrera profesional de uno puede adaptarse en este engranaje.

Los errores de los docentes en las últimas décadas parecen haber desempeñado un papel muy importante en la grave crisis financiera desencadenada en 2007. En concreto, a los estudiantes se les vendió demasiado la teoría de los mercados eficientes, y eso ayudó a contribuir a la formación de las burbujas especulativas. Muchos profesores parecían inculcar la visión extrema de que los mercados son perfectamente eficientes. De este punto de vista, muchos estudiantes llegaron a la conclusión de que éticamente no importa demasiado lo que uno hace en los negocios, puesto que nada de esto es capaz de alterar ese magnífico equilibrio.

Con todo, los profesores son también responsables de la rápida expansión de la sofisticación financiera en los mercados económicos de las últimas décadas y de enseñar el método y la misión de la administración financiera. Estos roles seguirán siendo fundamentales en el futuro para este tipo de instituciones.

La misión histórica de la formación empresarial

Hace tiempo que existe tensión en la enseñanza de las finanzas y las ciencias empresariales en las escuelas técnicas y universidades. Parte de los académicos tienen la sensación de que estas disciplinas están de alguna manera por debajo de otros campos de estudio del currículum de artes y ciencias que ha dominado la educación superior. Muchos *colleges* se resisten desde hace mucho tiempo a incluir un grado de ciencias empresariales y ofrecen muy pocos cursos relacionados con los negocios. La formación en negocios tiende a impartirse sólo en escuelas de negocios y de derecho separadas, estudios que algunos tienden a considerar como «vocacionales»; es decir, que no son intelectualmente tan sólidos. Estas actitudes no son en

absoluto nuevas, sino que tienen relación con las actitudes negativas hacia las personas que se dedican a los negocios y a las finanzas que han caracterizado a nuestra sociedad durante siglos.

La lucha contra estos prejuicios negativos ha sido más evidente en Estados Unidos, donde siempre se ha hecho un énfasis especial en la formación práctica. Este enfoque práctico es una característica muy arraigada en este país. Benjamín Franklin, en un artículo de 1787 dedicado a los europeos que pensaban mudarse a Estados Unidos, lo describía así:

> Según estas opiniones sobre los estadounidenses, algunos pueden sentirse más agradecidos con un genealogista que pudiera demostrarles que sus ancestros y relaciones de las últimas diez generaciones habían sido labradores, herreros, carpinteros, curtidores o zapateros, y por lo tanto que fueron miembros útiles de la sociedad, que si sólo pudiera demostrarles que habían sido hidalgos que no hicieron nada de valor [...]. Allí [en Estados Unidos] se les puede enseñar y pueden practicar las artes mecánicas sin que ello les suponga una desgracia, sino, bien al contrario, adquiriendo respeto por sus habilidades.[158]

Aun así, en Estados Unidos no sería hasta transcurridos cien años que una escuela de negocios del tipo de los *colleges* abriría sus puertas. La primera de ellas fue fundada en la Universidad de Pensilvania en 1881, y la primera escuela superior de negocios (que ofrecía un máster de ciencias y comercio, básicamente como los MBA o *masters of business administration* actuales) en el Dartmouth College (New Hampshire) en 1900. Ningún otro país siguió el ejemplo hasta que la Universidad de Ontario Occidental en Canadá hizo lo mismo en 1951, medio siglo más tarde.

Joseph Wharton —que amasó una fortuna con la compañía de aceros Bethlehem Steel Company— fue autor de varios artículos académicos sobre metalurgia y otros temas específicos, y más tarde se convirtió en filántropo: fundó la escuela de negocios en la Universidad de Pensilvania. Al principio se llamó Wharton School of Finance and Economy, y actualmente se conoce simplemente como Wharton School.

Se dedicó a formar en negocios como una misión noble. Según un resumen de 1881 de su prospecto, su función era «inculcar, entre otras cosas, la inmoralidad de adquirir riqueza ganándola a los demás en vez de obtenerla a través del servicio a los demás».[159] Aquí Wharton lanzaba una verdad fundamental sobre las finanzas: no son ni deben ser simplemente un juego que suma cero, sino más bien un complemento y un medio para la vida productiva.

La Wharton School no fue la primera escuela de negocios en Estados Unidos, pero sus predecesoras no estaban asociadas a la universidad y eran estrictamente estudios vocacionales en los que se enseñaba sólo rudimentos básicos del comercio. Un ejemplo todavía más antiguo de escuela de negocios fue el Bryant and Stratton College, fundado en 1854 y que englobaba el anterior Folsom Business College. En su momento tuvo cierto prestigio y más tarde contó entre sus ilustres estudiantes con John D. Rockefeller Sr. y Henry Ford. El *college* sigue existiendo, ofrece diplomas en ciencias aplicadas, en contabilidad y otros ámbitos de las ciencias empresariales, grados técnicos en servicios financieros y otros campos, y cursos de preparación para exámenes oficiales de certificación de planificadores financieros, representantes registrados y otros. La diferencia entre la Wharton School y el Bryant and Stratton sigue siendo la misma actualmente que cuando se fundaron: la Wharton School tiene una mayor amplitud intelectual mientras que el Bryant and Stratton se centra en enseñar los conocimientos básicos importantes

del mundo de los negocios.

En 1890, Joseph Wharton dio una conferencia sobre formación en la Wharton School en la que describió sus motivos para fundar la escuela dentro de un *college*. Dejó claro que una de las medidas de un *college* debe ser los conocimientos comerciales que reciben sus estudiantes. El discurso fue recibido con un coro de comentarios negativos de los presidentes de las universidades de élite de su época.

Francis Amasa Walker, presidente del Massachusetts Institute of Technology, declaró: «Me desagrada profundamente ver reducida la cuestión de la formación universitaria a un punto tan bajo. Un joven que basa entera o principalmente su decisión entre perseguir estudios universitarios o no hacerlo en la perspectiva del beneficio pecuniario no merece el beneficio de recibir una formación humanista». Por su parte, Franklin Carter, presidente del Williams College, dijo: «He creído que los empresarios del futuro deben salir de las universidades. Pero, entonces, han de ser hombres formados, disciplinados y desarrollados en todas las direcciones mentales, no moluscos sobrealimentados».[160]

Los mismos puntos de vista, sólo ligeramente modificados, seguían claramente vigentes cien años más tarde. En su libro de 1991 *Creating Academic Settings*, el economista John Perry Miller detallaba los argumentos que tuvo que hilvanar para fundar una escuela de gestión empresarial en la Universidad de Yale cuando era decano de los estudios de posgrado de ésta.

Yale no tuvo escuela de empresariales hasta 1976 debido a las objeciones de muchos ex alumnos que consideraban esta adición demasiado «vocacional». Miller, en cambio, creía que la gestión y las finanzas eran en realidad disciplinas intelectuales, que ofrecen potencialmente sus propias gratificaciones intrínsecas a todos los miembros de la comunidad intelectual:

> El impacto de un programa así es igual de importante en la vida y la visión de los docentes y alumnos en otras partes de la universidad. Los horizontes del equipo académico y sus programas educativos se ven afectados considerablemente por las distintas escuelas profesionales que rodean la Facultad central de Artes y Ciencias. Los miembros del cuerpo docente de Yale son distintos y, creo yo, mejores por vivir en un entorno de colegas que se dedican al ejercicio de la investigación y la formación en las diversas profesiones. Los efectos son sutiles pero reales. La perspectiva de profesorado y alumnos es más amplia, su visión del hombre y de la mujer y sus maneras más rica.[161]

En el momento en que escribía Miller, el ámbito de las finanzas se había transformado de una disciplina descriptiva y para memorizar rutinariamente en una ciencia matemática y empírica considerada por muchos digna de formar parte de una formación auténticamente humanista.

En nuestros *colleges* y universidades es donde comienzan las finanzas, donde las personas que toman las decisiones se exponen inicialmente a la teoría y a la filosofía de los negocios, por lo que los estudiantes necesitan entender tanto la teoría abstracta como las aplicaciones prácticas y los aspectos morales que subyacen en la vida empresarial.

La formación económica y la moral

Es en la escuela —ya en la educación de los niños y los adolescentes, y luego en la enseñanza

superior y los posgrados como los MBA, juris doctor (JD), y doctorados (PhD)— donde los jóvenes tienen su única oportunidad real y tranquila de examinar los fundamentos de sus profesiones futuras, de hablar con otros sin obstáculos como los requisitos de confidencialidad o las lealtades profesionales. Es donde se toman realmente las decisiones morales que luego los guiarán por la vida, y los educadores tienen la responsabilidad de ver que se toman bien. Por desgracia, existe el llamado problema de agencia, en particular en nuestros *colleges* y escuelas de posgrado, en el que los miembros del profesorado se ven a menudo como si no tuvieran ninguna otra misión aparte de formar a académicos como ellos mismos. Sus enseñanzas se pueden centrar demasiado en los límites de la investigación y en los métodos de ésta, más que en preparar a sus alumnos para que formen parte de la práctica del capitalismo financiero en el mundo real.

La formación en negocios tiene, hasta cierto punto, que ser vocacional: no debe evitar la enseñanza de destrezas básicas, pero debe integrar estos conocimientos en un marco intelectual más amplio, y eso es especialmente importante para los estudiantes que se convertirán luego en directivos de negocios. Nuestras instituciones académicas tienen la obligación de presentar una visión del funcionamiento real del capitalismo financiero, y de abarcar tanto las matemáticas de las finanzas como su lado humano, práctico y moral.

15

Financieros de los bienes públicos

Las finanzas públicas —la financiación de los bienes y las causas públicas— están curiosamente consideradas como una actividad muy distinta de las finanzas «normales». Los cursos de finanzas públicas de nivel universitario se suelen incluir en el departamento de economía de las universidades, no en las escuelas de negocios, y los profesores de ambos campos raramente se comunican entre ellos. No obstante, esta comunicación parece estar mejorando, y cada vez se reconoce más que están, o al menos, deberían estar, íntimamente relacionados. Tratan problemas básicamente parecidos, diferenciados por el hecho de que las finanzas públicas se enfrentan al problema especial de los «bienes públicos». Y, sin embargo, sigue habiendo una desafortunada división entre las dos disciplinas, una separación que afecta negativamente a su contenido individual.

El problema fundamental de las finanzas públicas es que los bienes públicos, en el sistema de mercado libre, no se ofrecen de manera natural. Un bien público es una actividad económica que automáticamente beneficia al público, lo que incluye también a aquellos que eligen no pagar por ella. Las carreteras y el conocimiento científico son bienes públicos, como el aire limpio y las ciudades sin delincuencia. Si alguien cree que el aire no está lo bastante limpio, o que las calles siguen siendo demasiado peligrosas, no tiene la opción de entrar en una tienda y comprarse estos bienes. La provisión de estos bienes ha de ser pública, resultado de una decisión colectiva de embarcarse en ciertas actividades costosas.

La filantropía individual y corporativa acostumbra a ser inadecuada para tratar con toda la gama de oportunidades de bienes públicos que se presentan. Obviamente, la primera justificación para tener un gobierno es que se ocupa de aportar bienes públicos.

Un problema que conlleva la provisión de bienes públicos es que, para la mayoría de los votantes, la información sobre lo que puede hacerse no es ni visible ni comprensible. Un candidato a un cargo público que pregona un plan nuevo para purificar el medio ambiente o para reducir la delincuencia será recibido por la incomprensión de la mayoría. Puede que sepan lo mucho más limpio que quieren que esté el aire, y cuánto están dispuestos a pagar por ello, pero tal conciencia no se traduce en un conocimiento específico de cómo deben votar sobre estos asuntos.

La mayoría de las personas no tienen imaginación para concebir lo que es posible hacer. Tienden a tener cierto conocimiento sobre los bienes públicos que ya se ofrecen, porque observan sus beneficios, pero es poco probable que tengan alguna noción de lo que hay que

hacer a continuación.

El servicio de correos, ofrecido a gran escala de manera pública, tiene un componente de bien público porque aporta una infraestructura económica, algo parecido a una versión anticuada de lo que hoy hace internet. Esta infraestructura, cuando se implantó hace mucho tiempo, cambió el terreno de juego para todos e hizo posible líneas de negocio que la gente no podía haber imaginado hasta que empezó a funcionar. El sector privado no podría ofrecer los servicios postales adecuadamente sin el apoyo del gobierno porque los mercados privados no tienen en cuenta el valor del bien público y asimismo debido a los problemas de precio monopolista que podrían asociarse con el monopolio natural de un sistema de envíos masivo.

Antes de que un sistema de correos eficaz y económico se implantara a gran escala en el siglo XIX, la mayoría de la gente no echaba de menos su ausencia. Sabían que podían enviar algo, a un precio considerable, a través de mensajeros privados o de un servicio gubernamental de envíos muy caro, y probablemente no se imaginaban que algún día tendrían muchos motivos para querer enviar algo por correo a un precio módico. No podían haber sabido que el desarrollo de una infraestructura de correos barata y eficiente sería la base para lanzar un millón de otras actividades económicas. No podían haber sabido que la creación de un servicio nacional de correos con oficinas en cada municipio cambiaría la estructura económica de la nación, creando empleos y oportunidades, mejorando el uso de la tierra y resolviendo los problemas de congestión.

No fue hasta que apareció un convincente panfleto de 1837, publicado por Rowland Hill en Londres, que empezó a implantarse una amplia y efectiva red postal en Inglaterra, una «Penny Post» con la norma de que cada carta valía un penique. Hill afirmaba que el gobierno británico cobraba demasiado por los servicios postales debido a la voluntad del gobierno de maximizar sus ingresos. Teniendo en cuenta el coste de distribuir el correo, el gobierno estaba, según él, cargando una tasa de al menos un 200 por ciento sobre los servicios postales, a expensas de un bien público importante (aunque él no usaba este término):

> Cuando pensamos en lo mucho que el progreso religioso, moral e intelectual de la gente se aceleraría mediante una circulación no obstaculizada de cartas y de las muchas publicaciones actuales no políticas, baratas y de excelente calidad, el servicio de Correos asume el carácter nuevo e importante de un poderoso motor de civilización; capaz de desempeñar un papel destacado en la gran obra de la educación nacional pero debilitada y convertida en ineficiente por culpa de disposiciones financieras erróneas.[162]

Incluso una vez totalmente implementado el Penny Post, habría sido difícil demostrar cuantitativamente que se había convertido en «un poderoso motor de civilización», pero la gente creía exactamente esto. El modelo pronto se copió en todo el mundo. Sin embargo, de entrada, es algo parecido a un milagro que amplias redes postales se pusieran en funcionamiento gracias a cálculos hechos por financieros como Hill.

La provisión de bienes públicos es básicamente un enorme problema financiero, pues está sujeta a las mismas limitaciones que hemos visto en la provisión de bienes privados: necesitamos animar a las organizaciones de personas que juntas sean productivas en la provisión de bienes públicos; debemos identificar los bienes realmente públicos y asignarles una prioridad de rango;

debemos ver que las personas encargadas de ofrecerlos estén adecuadamente incentivadas y no sean corruptas; y tenemos que enfrentarnos al hecho de que la información sobre lo que idealmente podría ofrecerse como bien público está dispersado entre mucha gente y, de alguna manera, debe distribuirse. Y así, la tecnología financiera que hemos establecido que ofrece bienes privados se mantiene en la provisión de bienes públicos.

En la provisión de bienes públicos ha habido varios hitos, que son importantes por el impulso que han dado a la creatividad en este ámbito. En 1932, en las profundidades de la Gran Depresión, el presidente Herbert Hoover creó la Reconstruction Finance Corporation. Una idea clave que subyacía en la financiación efectiva de los bienes públicos es que no debía ser el gobierno el que aportara ideas de bienes públicos a través de un proceso político, y que no debían ser los candidatos a los cargos públicos los que soñaran con estas ideas. La Reconstruction Finance Corporation escuchaba las ideas del sector privado y buscaba activamente sus consejos, y la estrategia funcionó, pues hasta en medio de una grave crisis, casi todos los préstamos que hizo a empresas privadas fueron devueltos.

Otra idea clave es que el gobierno puede financiar organizaciones de individuos, en vez de contratar a personas concretas como sus empleadas. De esta manera, el gasto en bienes públicos es totalmente análogo al gasto en bienes privados, excepto que el cliente es el gobierno.

En 1950, ante la propuesta de Vannevar Bush, antiguo decano de ingeniería en el MIT (Massachusetts Institute of Technology), Estados Unidos creó la National Science Foundation. Bush había escrito un libro breve, en 1945, *Science, the Endless Frontier*, que regaló al presidente Franklin D. Roosevelt, en el que defendía que la investigación científica era un bien público de suma importancia, que hasta entonces había sido apoyada básicamente por benefactores y universidades privados. Bush tenía ideas claras sobre cómo el gobierno debía facilitar el avance de la ciencia: había que dar ayudas a las organizaciones fuera del gobierno federal, que no debe operar nunca en sus propios laboratorios. Las decisiones de otorgar fondos no las tienen que tomar los burócratas sino auténticos científicos, fuera del gobierno, que se ofrecerían voluntarios para evaluar las propuestas de investigación.[163]

La National Science Foundation, por lo tanto, operaría más como un inversor en una agencia de capital riesgo, especializada en ciencia, que como una típica sociedad del gobierno. La fundación aportaría los fondos que facilitarían la gestión del riesgo y la incentivación, pero más allá de esto las fuerzas del mercado tendrían libertad para operar. El modelo de Bush ha sido un éxito espectacular, y se ha copiado en prácticamente todos los países desarrollados del mundo. Las finanzas públicas siempre necesitarán estructuras de este tipo para estimular la creatividad pública en el reino de las obras públicas, al igual que el sector privado estimula la creatividad a través de las empresas comerciales.

Hay una extendida preocupación pública sobre la continuada provisión de bienes públicos y una tendencia a pensar apáticamente, a creer que no se puede hacer nada. La popular cantautora Joni Mitchell cantaba «Big Yellow Taxi», con su conocido estribillo «They paved paradise and put up a parking lot» («Han asfaltado el paraíso y le han puesto un parking»). La canción no ofrece ni un atisbo de esperanza, pero ¿cuáles eran las quejas concretas que expresaba? Habla de la innecesaria tala de árboles para construir «un hotel de color rosa, una tienda de ropa y un bar

de moda» y de la destrucción de pájaros y abejas por culpa de los pesticidas de los agricultores. Es responsabilidad de los financieros públicos aportar proyectos que protejan los árboles, los pájaros y las abejas, y gestionar el uso de la tierra.

Por suerte, tenemos obras públicas y disponemos de agencias de protección medioambiental que financian proyectos específicos. Los problemas como los que señala la canción de Mitchell se están corrigiendo, aunque no tan creativa, amplia o rápidamente como nos gustaría. El reto está en crear estrategias más efectivas en finanzas públicas que nos permitan seguir alcanzando tales objetivos en el futuro.

16

Legisladores encargados de estabilizar la economía

El capitalismo financiero dista mucho de ser perfecto, y uno de sus problemas fundamentales es su vulnerabilidad a las subidas y a las caídas, a las recesiones y a las crisis. Estos acontecimientos han ocurrido tantas veces en el pasado que podemos predecir con seguridad que volverán a pasar. De manera que hay bastante acuerdo sobre el hecho de que necesitamos legisladores cuya función consista en contrarrestar tales inestabilidades y en reducir su impacto.

No obstante, prevenir estos episodios presenta un problema difícil: sus motivos no se han llegado a comprender nunca del todo. Las causas de las burbujas económicas o de sus pinchazos son variadas, y para entenderlas se necesita un criterio humano; esto es, entender los motivos de las personas, su patrón de razonamiento así como el clima político cambiante.

Hace mucho que hay esperanzas puestas en que la previsión y la estabilización de la economía puedan llegar a reducirse a una ciencia. Esta esperanza se ha cumplido en buena parte: existe una ciencia de la previsión económica. Mis propias investigaciones con Ray Fair, autor de *FairModel*, un modelo econométrico de la economía mundial, confirma que el suyo u otros modelos prominentes de la economía disponen de cierta capacidad de previsión. Los creadores de modelos han aprendido a extrapolar los datos económicos, y además sus modelos hacen algo más que limitarse a extrapolar conjuntos de datos: su teoría económica subyacente parece también ser sólida.[164]

Con todo, el valor de estos modelos es limitado. A los pronosticadores se les da bastante bien predecir la cronología de las recesiones normales, ese tipo de fluctuaciones relativamente breves que han visto suceder tantas veces, pero no son tan buenos prediciendo el tipo de crisis económicas raras y severas como la iniciada en 2007, de una gravedad que no se veía desde la Gran Depresión de la década de los treinta y que fracturan instituciones financieras clave, algo que, por otra parte, no es raro.

Pero en realidad son estas crisis las que más nos preocupan. En el futuro previsible, la estabilización económica requerirá personas dedicadas que utilicen su criterio intuitivo, además de modelos formales. Estos legisladores se asemejan más a menudo a los políticos que a los científicos, puesto que el tipo de juicio que deben emitir no sólo está condicionado por la política, sino que también depende de las fuerzas sociales. El éxito del criterio de un experto en la esfera política y social ha sido muy difícil de verificar y cuantificar, y este problema está muy presente cuando tratamos de evaluar los esfuerzos de los legisladores a los que se confía la estabilización económica.[165]

Legisladores monetarios

Los bancos centrales han sido la primera línea de defensa contra las inestabilidades económicas, ya desde que el Banco de Inglaterra pasara de ser un banco privado al primer banco central del mundo. Como hemos visto, se fundó en 1694, inicialmente sin responsabilidades claras de estabilización económica. Aunque en un primer momento se trataba de un banco privado, a lo largo de los siglos fue asumiendo gradualmente una función estabilizadora del conjunto de la economía: se convirtió en el principal emisor de papel moneda en Gran Bretaña, y podía usar su poder crediticio para apoyarse contra *booms* excesivos y para sustentar la economía cuando flaqueaba. El éxito del Banco de Inglaterra fue observado por todo el mundo, y se convirtió en un modelo para muchos otros bancos centrales, incluido, en 1913, el Federal Reserve System de Estados Unidos.[166]

El papel de los bancos centrales consiste básicamente en intentar gestionar la principal fuerza impulsora de la economía, la confianza empresarial, o, su análogo cercano, el crédito. Como escribió Walter Bagehot, entonces editor de *The Economist*, en la edición de 1896 de su libro *Lombard Street: A Description of the Money Market*: «El crédito —la disposición de un hombre a fiarse de otro— varía singularmente. En Inglaterra, después de una gran calamidad, todo el mundo desconfía de todo el mundo; tan pronto como la calamidad ha pasado, todos vuelven a confiar en todos [...]. El Banco de Inglaterra está obligado, según nuestro sistema, no sólo a mantener una buena reserva para los tiempos de pánico, sino a utilizar esta reserva de manera efectiva cuando llega este momento de pánico».[167] El trabajo de intentar gestionar estas cuestiones, como la desconfianza y el pánico, es intrínsecamente difícil para cualquiera, más adecuado para el trabajo de un psicoterapeuta que para un científico o un ingeniero. Es una tarea fundamentalmente humana, tanto que es muy difícil concluir a posteriori si el trabajo se ha hecho bien, o sacar lecciones realmente útiles de cara a intervenciones futuras.

En una popular biografía escrita por Bob Woodward y publicada en 2001, Alan Greenspan, el presidente de la Federal Reserve System de 1987 a 2006, era llamado «Maestro» por su habilidad guiando la economía estadounidense. El libro apareció cerca del final mismo de la espectacular subida de la Bolsa y del *boom* económico de la década de los noventa.[168] Greenspan era muy admirado, hasta se le consideraba un genio.

Sin embargo, resulta que estaba presidiendo un *boom* insostenible, que desembocó en una grave crisis financiera poco antes de que él abandonara su puesto en 2006. De pronto, había dejado de ser un genio. El colapso financiero puso a prueba la capacidad estabilizadora de los bancos centrales del mundo, que se vieron forzados a improvisar y ensayar políticas totalmente nuevas. Y ni siquiera éstas fueron adecuadas para impedir una crisis financiera a nivel mundial. La interconexión del sistema financiero mundial provocó una crisis inicial en el sector inmobiliario y en el mercado de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, lo que provocó una reacción en cadena en todo el mundo.

En la raíz de las dificultades a las que se enfrentan los bancos centrales está la de anticipar las

crisis o la de prepararse para ellas. En su declaración del 10 de mayo de 2006, el Federal Open Market Committee de la Reserva Federal estadounidense —que es el comité del Banco Central estadounidense que se encarga más directamente de la estabilización de la economía, a través de su control de los tipos de interés y del crédito— no parecía tener ni idea de la crisis que se avecinaba: «El Comité ve un crecimiento que probablemente va a moderarse hasta adoptar un ritmo más sostenible, lo que refleja en parte un enfriamiento parcial del mercado inmobiliario y los efectos demorados de los aumentos en los tipos de interés y en los precios de las energías [...]. El Comité considera que puede ser necesario un mayor refuerzo de la normativa para hacer frente a los riesgos de inflación».[169]

El 26 de julio de 2006, en su introducción del anuncio de los tipos de interés del Banco Central Europeo, el director de éste, Jean-Claude Trichet, escribió: «La actividad económica global sigue siendo fuerte, y ofrece apoyo a las exportaciones de la zona euro. Se prevé que las inversiones repuntarán, beneficiándose de un amplio período de condiciones financieras muy favorables, una reestructuración de los balances y unas ganancias continuas y acumuladas en beneficios y eficiencia de negocios».[170]

El Fondo Monetario Internacional (FMI), una agencia internacional que funciona íntimamente ligada a los bancos centrales, también ignoró la mayoría de los problemas que desembocarían en la crisis. En su *World Economic Outlook* de abril de 2006, el FMI dijo: «Pese a las subidas de precio del petróleo y a los desastres naturales, el crecimiento global ha seguido superando las expectativas, ayudado por unas condiciones benignas de los mercados financieros y unas políticas macroeconómicas continuadamente acomodaticias. Mirando al futuro, la predicción de base es que el fuerte crecimiento continuará, aunque [...] el riesgo sigue sesgado por la zona baja, y más si las vulnerabilidades clave —en especial los desequilibrios globales— siguen creciendo».[171]

La preocupación por los «desequilibrios globales» es un estribillo del FMI desde hace mucho tiempo, que describe cosas como el déficit comercial de Estados Unidos y el superávit comercial de China, lo cual básicamente no tiene nada que ver con la grave crisis financiera que empezó en 2007. En el mismo informe, más adelante, se mencionaba brevemente una «incertidumbre clave» respecto de Estados Unidos y su mercado inmobiliario hinchado.[172] A pesar de todo, el lector de ese sumario seguramente salió esperando «un fuerte crecimiento continuado» gracias a las «condiciones benignas de los mercados financieros».

El Bank for International Settlements de Suiza, que también trabaja muy directamente con bancos centrales, en su *Quarterly Review* de junio de 2006 se limitaba a decir que había «indicios de problemas a la vista» en los mercados de activos de alto precio.[173] La conclusión es que ningún banco central vio acercarse la crisis, ni siquiera la víspera.

Un estudio de 2006 de Martin Čihák, del FMI, de los entonces más recientes informes de estabilidad financiera de 47 bancos centrales de todo el mundo, concluía que «prácticamente todos (96 por ciento) han empezado con una evaluación positiva de la solidez del sistema doméstico, caracterizando la salud del sistema como “en forma”, “sólido” o, al menos, “en vías de mejora”».[174]

Esta incapacidad total de los bancos centrales de anticipar la crisis está relacionada con la

naturaleza implicada en política de sus trabajos, con la importancia del criterio político en éstos, y con las dificultades que los pronosticadores políticos siempre han tenido. Los banqueros, al ser profesionales, sin duda quisieron evitar dar la alarma hasta que no tuvieron pruebas sólidas, pero las pruebas que había de la crisis que se avecinaba requerían una intuición personal para juzgarlas, y tampoco había un consenso políticamente correcto que los hubiera animado a utilizar tal intuición de manera pública.

Predecir la crisis hubiera requerido hacer valoraciones sobre cosas como el sesgo de preferencias que llevó a la burbuja inmobiliaria, los lapsus de moral que muchos líderes demostraron al ser incapaces de criticar la burbuja, los motivos políticos para la incapacidad de las autoridades reguladoras o los clasificadores de crédito para enfrentarse a la burbuja, y la conveniente oportunidad que ésta proporcionó a los políticos para aplicar la estrategia «que coman crédito» (para utilizar un símil acuñado por Raghuram Rajan después del colapso de la economía) para enfrentarse con las protestas mundiales de descontento por la creciente desigualdad social.[175]

Las reformas a raíz de la crisis financiera han incluido la creación de nuevas agencias gubernamentales que se encargan de saber más sobre las inestabilidades financieras y de recomendar normativas para solventarlas. En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank de 2010 creó el Financial Stability Oversight Council (Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera), y en la Unión Europea, el Parlamento Europeo creó el European Systemic Risk Board (Junta Europea de Riesgo Sistémico), inicialmente bajo los auspicios del Banco Central Europeo. A estas agencias les esperan tareas difíciles, pues, de alguna manera, deberán adivinar anticipadamente los problemas que se avecinan para poder tomar medidas para solventarlos, que, en sí, son políticamente complicadas. Teniendo en cuenta que los bancos centrales ya tenían prodigiosos departamentos de investigación a su disposición y asistían regularmente a congresos internacionales, apenas se dieron cuenta de que se avecinaba una crisis, lo que viene a confirmar el gran escepticismo que hay hoy en día sobre su eficacia.

La gravedad de la crisis mundial sugiere que los esfuerzos de los bancos centrales, aunque tardaron bastante en llegar, al menos fueron útiles para esquivar el desastre real. Pero, por sí solos no bastan para prevenir las graves fracturas que la recesión económica puede provocar. La otra herramienta principal para la estabilización de la economía moderna es la política fiscal, la política gubernamental fiscal y de gastos.

Legisladores fiscales

A raíz de la Gran Depresión de la década de los treinta, empezó a cuajar la idea de que los legisladores del gobierno tenían que estimular la economía cada cierto tiempo —cuando la política del banco central ha demostrado ser inadecuada—, a través de políticas fiscales apropiadas; es decir, reducir impuestos, elevar el gasto del gobierno, o ambas cosas a la vez. Durante la Gran Depresión, estas políticas eran conocidas como «pump priming», una analogía que expresa el deseo de que un poco de estímulo fiscal suponga una gran diferencia en la

economía.

El problema de esta idea —descubierta durante la Gran Depresión y luego, de nuevo, en la crisis económica de 2000— ha sido que, aunque recortar impuestos parece fácil, hacerlo sin reducir el gasto aumenta la deuda nacional. Si la crisis se alarga varios años, la creciente deuda nacional se convierte en un problema y lo público tal vez acabe pidiendo un período de austeridad fiscal, una revocación posiblemente prematura del estímulo.

En teoría, la economía puede incentivarse con un estímulo en forma de presupuesto equilibrado, que incremente tanto los impuestos como el gasto a partes iguales, de modo que la deuda nacional no aumente. Los economistas de la década de los cuarenta afirmaban que el «múltiplo de presupuesto equilibrado» equivalía a uno, al menos cuando los tipos de interés estaban encallados al fondo de todo, como lo estaban durante la Gran Depresión y actualmente en Estados Unidos. Eso significa que el PIB sube dólar a dólar con el aumento de los gastos gubernamentales.

No obstante, el problema aquí es que las subidas de impuestos debilitan el impacto de los estímulos fiscales, de modo que el efecto de la política no es tanto el «pump priming» como un «commandeering». Si queremos impulsar la economía con gastos sobre el equilibrio del presupuesto, tenemos que usar muchos de estos gastos y solucionar el problema de encontrar causas adecuadas en las que gastar el dinero del gobierno. Es muy difícil improvisar proyectos de gasto gubernamental de calidad a gran escala, que también se puedan cerrar rápidamente si la economía mejora.

Esta dificultad limitó la capacidad de los legisladores del gobierno para estimular la economía de la Gran Depresión y también en la crisis económica de 2000. Si los proyectos no están bien elegidos, puede haber grandes protestas públicas de que han beneficiado solamente a grupos de interés especial, y el apoyo popular al programa de estímulo puede no ser duradero. Esto es, de hecho, los que vimos en los últimos años de la Gran Depresión y también, en el momento de escribir estas líneas, en la actual crisis financiera.

En Estados Unidos, durante la segunda guerra mundial se habló de este problema, puesto que mucha gente temía otra Gran Depresión una vez eliminados los estímulos económicos del gasto de la guerra. En 1941, el gobierno de Estados Unidos formó el Public Work Reserve, que funcionaba para crear una plataforma de proyectos de obras públicas de alta calidad, listos para usar, que se pudieran poner en marcha en cualquier momento en el que la economía fallara.

Según un análisis de 1943 que Benjamin Higgins hizo de sus operaciones, el control de esta organización estaba dividido entre varias agencias, y «se desarrolló un esfuerzo por el control en el que la agencia que establecía derechos jurisdiccionales resultó ser la misma agencia que no disponía de fondos para proseguir el proyecto».[176]

Las operaciones de esta agencia también estaban inhibidas por las propias distracciones de la guerra. Finalmente se desmanteló en 1942, sus responsabilidades se repartieron entre otras agencias y pronto quedó relegada al olvido.

La breve existencia de la Public Work Reserve no demuestra necesariamente que un programa de estas características no pudiera ser un éxito. Necesitamos agencias que miren más al largo plazo, como la National Science Foundation ha visto. Martin Shubik ha propuesto recrear

algo parecido a la Public Work Reserve, una institución a la que llama Federal Employment Reserve Authority.[177]

Es probable que una política fiscal necesite desplegarse en futuras contracciones económicas, y de una manera u otra debemos desarrollar un sistema de políticas fiscales más receptivas, para impedir la implementación de problemas que nos hemos encontrado en el pasado.

Desarrollar instituciones financieras para reducir las fluctuaciones económicas

Ya hemos visto que los legisladores que trabajan para la estabilización son esenciales para el éxito del capitalismo financiero moderno, y que su cometido es intrínsecamente difícil. Sin embargo, podemos facilitar su trabajo si desarrollamos instituciones financieras mejores para gestionar los riesgos impredecibles de estas crisis. Los mercados financieros, a pesar de su vulnerabilidad a los excesos y de las burbujas especuladoras, tienen al menos la ventaja de que sus actividades no están demasiado influidas por la corrección política: los mercados atraen a personas de mentalidad independiente que no temen actuar siguiendo sus teorías intuitivas, a veces poco probables.

Finalmente no podemos evitar del todo que haya grandes fluctuaciones económicas mediante políticas monetarias o fiscales, pero todavía podemos atenuar el impacto de estas fluctuaciones sobre las personas estableciendo unas instituciones financieras adecuadas. Éstas se conocen como estabilizadoras automáticas; esto es, instituciones que alivian a los legisladores de la carga de ejecutar movimientos de estabilización políticamente difíciles.

El seguro de desempleo, como política gubernamental, data de 1911 en el Reino Unido, y básicamente su cometido es aliviar el impacto de las fluctuaciones económicas sobre las personas vulnerables. Un IRPF progresivo es otro estabilizador automático, puesto que la recaudación de impuestos desciende automáticamente cuando hay una bajada y aumenta cuando hay un *boom*, lo que amortigua las fluctuaciones.

En el futuro, estos estabilizadores automáticos deberán adoptar formas nuevas, y probablemente lo harán. Podría haber pólizas de seguros contra los declives de los precios de la vivienda o del patrimonio inmobiliario, lo que protegería a los propietarios contra los declives en el valor de sus hogares, o podría haber formas de gestionar el riesgo de las hipotecas como las hipotecas de despliegue continuo que he propuesto.[178] Los gobiernos deben emitir participaciones del PIB y otras medidas parecidas que los ayuden a prosperar económicamente.[179] Eso equivaldría a emitir valores —participaciones de la economía de la nación— en vez de deuda. Así, ésta resultaría más flexible, y su repago estaría más relacionado con los resultados económicos. Por ejemplo, en una crisis económica, los bonos relacionados con el PIB serían automáticamente menos onerosos para el gobierno. Los países podrían emitir participaciones en sus PIB a inversores de todo el mundo. Si una participación fuera equivalente a una billonésima parte del PIB total, se las podría llamar «bills».[180]

Tal vez los gobiernos han de emitir participaciones apalancadas de sus PIB a inversores internacionales, participaciones que suban y bajen más de uno por uno con el PIB. Pensemos en

el desplome de la deuda nacional griega que el mundo esperaba desde 2009. Si el gobierno griego, cuya deuda estuvo a punto de hundirse en 2010-2011, hubiera financiado considerablemente lo que había tomado prestado antes de la crisis con tal deuda, su nivel de endeudamiento habría bajado radicalmente con la crisis, y, de hecho, tal vez ni siquiera hubiera existido ésta.[181]

Estabilización en el futuro

Nuestra capacidad de aislar a las personas de los caprichos de los *booms* y las depresiones sigue pareciendo uno de los aspectos más imperfectos de nuestro sistema financiero. Buena parte del motivo por el que hemos encontrado tan difícil gestionar estas inestabilidades es que surgen de un sistema de orden mayor, un sistema complejo que afecta a las personas y a sus emociones. La gente ha de sentirse motivada para ir al trabajo, pero tal motivación, debido a su componente emocional, resulta difícil de diseñar hasta la perfección. Uno no puede hacer experimentos controlados con las economías nacionales para estudiar sus dinámicas, pero debemos hacer todo lo posible, desarrollar un mejor entendimiento de las inestabilidades en una economía financiera moderna, y ser todo lo creativos que podamos en nuestra aplicación de este entendimiento.

Las actuales herramientas principales de la política de estabilización —los impuestos, la política de gasto del gobierno y la política monetaria del banco central— se vienen empleando en todo el mundo desde mediados del siglo XX, y su importancia seguramente aumentó con la crisis financiera de 2007. No obstante, en el futuro, en un entorno cambiante como el de nuestras sociedades, veremos evolucionar estos instrumentos normativos, y un día pueden quedar obsoletos y totalmente olvidados, como los Clearing House Loan Certificates («préstamos de la cámara de compensación»), la tecnología decimonónica para hacer frente a las bancarrotas bancarias.

La revolución de la tecnología de la información, asociada a las innovaciones en la tecnología financiera, incluso hoy en día continúa cambiando sus normativas. La política de banco central, enfocada tradicionalmente a gestionar el suministro de dinero, empieza a apoyarse ya en instrumentos que hasta hace muy poco eran desconocidos, como la compra de activos a gran escala, los cambios de divisas y el relajamiento cuantitativo. El alcance y la complejidad del sistema financiero están cambiando de manera radical.

Y todavía hay más cambios en perspectiva, como la eliminación del dinero a favor de las unidades electrónicas. El cambio podría ser la ocasión para un nuevo sistema de unidades económicas de medida, como las *cestas* descritas en el capítulo 22 de este libro. Es probable que en las próximas décadas haya un cambio fundamental en la naturaleza de nuestros bancos centrales —si es que se siguen llamando bancos centrales—. Éstos son un invento que tuvo su función en cierto momento de la historia, en un entorno determinado, y puede que su momento haya pasado.

En respuesta a la crisis financiera actual, las políticas de estabilización en todo el mundo se están reinventando a nuestros ojos y lo seguirán haciendo, aunque su función definidora —la

estabilización de una economía que es naturalmente inestable— es probable que permanezca igual. La historia real de los bancos centrales no es su actual gama de instrumentos y procedimientos, sino su compromiso a largo plazo de la aplicación en el mundo real de instrumentos financieros para este fin.

17

Apoderados y gestores sin afán de lucro

Los *trustees* («fideicomisarios») gestionan carteras de inversión para apoyar causas de terceros, causas que tienden a sobrevivir a sus clientes, las personas que las han definido. Las organizaciones sin afán de lucro conceden becas o emprenden actividades en apoyo de una causa, con lo que permiten a las personas procurar que sus funciones se sigan cumpliendo a gran escala y durante un período prolongado de tiempo, aunque no siempre con el grado de perfección que habrían deseado. Definir estas instituciones es un problema financiero complicado, pero un problema que, a estas alturas de la historia, hemos sabido resolver relativamente bien.

Los *trustees* hacen factibles los objetivos a largo plazo

La mayoría de los objetivos humanos tienen un marco temporal implícito, y muchos de ellos no pueden lograrse sin una actividad continuada durante un largo período.

Las compañías fiduciarias, las fundaciones y los departamentos de gestión de fondos de inversión de los bancos sobreviven a las personas y así hacen posible la gestión de causas que abarquen épocas enteras. Para poner un ejemplo conocido, los padres de un hijo con necesidades especiales pueden establecer una fundación para mantener a su hijo. Lo harán porque calculan que éste les sobrevivirá, y porque necesitan que alguien ayude a gestionar su vida futura. Hacerlo les permite alargar las actividades de apoyo a su hijo más allá de sus propias vidas. Las compañías fiduciarias son un invento notable de las finanzas modernas que permiten a las personas alargar la vida de sus propósitos e incluso, bajo ciertas circunstancias, hacerlos «inmortales».

El sistema funciona bien en muchos casos, aunque hay un problema difícil de medio: el mundo cambia, la naturaleza de la causa cambia, y las personas que financian la fundación tienen dificultades para definir cómo los futuros fiduciarios han de responder a tales cambios.

Los Shakers, que oficialmente se llaman United Society of Believers in Christ’s Second Appearing (Sociedad Unida de Creyentes en la Segunda Aparición de Cristo), son una secta religiosa originaria de Norteamérica que fue fundada por Ann Lee en el siglo XVIII, basada en el concepto de que el celibato es el camino de la salvación. Como sus miembros no tenían hijos, la comunidad no podía crecer por medio de la reproducción y esperaban mantenerse a través del reclutamiento, en parte a partir de los orfanatos que gestionaban. Pero sus esperanzas fueron

vanas, puesto que las leyes estadounidenses empezaron a mirar con recelo los orfanatos administrados por esta Iglesia y el reclutamiento cayó en picado, de modo que actualmente los Shakers siguen existiendo básicamente como legado financiero, sólo debido a las fundaciones que establecieron. El Shaker Trust del estado de Maine mantiene actualmente una comunidad Shaker en el municipio de Sabbathday Lake Shaker Village, pero actualmente casi ninguno de sus habitantes es Shaker. En el momento de redactar estas líneas sólo quedan tres Shakers vivos en el pueblo.

Y aun así, la tradición Shaker permanece gracias a sus disposiciones financieras. La United Society of Shakers, Sabbathday Lake, Inc., es una corporación sin ánimo de lucro consagrada a promocionar las creencias de los Shakers... pero hoy administrada por no Shakers.

La junta de una organización sin ánimo de lucro está obligada por su *charter* corporativo a cumplir su misión declarada como crea más conveniente, y a contratar y pagar salarios adecuados a personas para que lo hagan (incluidos ellos mismos). Como ya no quedan Shakers jóvenes para cumplir esta función, los miembros de la junta han de interpretar su misión todo lo bien que puedan teniendo en cuenta las condiciones actuales. Tal vez los miembros de la junta no simpaticen demasiado con los objetivos de la fundación, y tal vez no hagan todo lo que podrían para restablecer la religión, pero la religión sigue viviendo en lo financiero mucho después de que su extática motivación espiritual se haya desvanecido. Tal vez no haya demasiadas esperanzas de que renazca la religión activa, pero con la ayuda de la organización sobrevive económicamente. Imaginamos que los fundadores de la religión no estarían totalmente satisfechos con este resultado, teniendo en cuenta la intensidad con la que aparentemente vivían sus creencias religiosas, pero una sociedad buena y justa tiene una capacidad limitada de hacer realidad los sueños de todos sus miembros... y las finanzas, al fin y al cabo, tratan sobre la realidad.

Las disposiciones financieras que representa una fundación son el mejor sistema que la sociedad se ha inventado para que las metas y los objetivos de las personas sean inmortales. No son instituciones perfectas, pero superan en mucho a cualquier otra institución a la hora de permitirnos cumplir nuestras metas personales a lo largo de un período prolongado.

La alternativa —presionar al gobierno para que financie específicamente nuestros objetivos — puede funcionar, pero sólo si estas metas son «políticamente correctas» y tienen al menos cierta legitimidad entre la mayoría de la población. Está claro que los Shakers no superaron esta prueba, y hay muchísimos otros grupos con causas que entran dentro de su misma categoría.

Las organizaciones sin ánimo de lucro

Una organización sin ánimo de lucro, como su nombre indica, no reparte beneficios y no tiene accionistas que puedan esperar cobrar dividendos. En ciertos casos, una organización así puede ser una simple fundación caritativa, pero en muchos otros gestiona un negocio, como un hospital o una universidad. Hay fundaciones que incluso se embarcan en prácticas empresariales controvertidas, compitiendo con el sector empresarial lucrativo. Por ejemplo, según un estudio

realizado por Total Compensation Solutions, una consultoría de recursos humanos, en 2007-2008, un 42 por ciento de las organizaciones sin afán de lucro de Estados Unidos establecieron planes formales de primas ejecutivas para incentivar a sus altos directivos, y este porcentaje va en aumento.[182]

Una organización sin afán de lucro se diferencia de las lucrativas por el hecho de que su actividad está dirigida a defender una causa, y no con el fin de obtener un rendimiento para los inversores. Y asimismo representan un importante «tercer sector» de la economía (después de las gubernamentales y las comerciales).

La ley estadounidense está excepcionalmente centrada en el concepto de que las compañías comerciales existen tan sólo para el beneficio de los accionistas. Ya desde que Adolf Berle y Gardiner Means escribieron su clásico *The Modern Corporation and Private Property* en 1932, la ley estadounidense ha puesto el énfasis en proteger a los accionistas (que están demasiado dispersos como para supervisar las empresas de las que comparten la propiedad) de las avariciosas juntas de directivos y en darles derechos para que puedan denunciar a los directores si no defienden los intereses de los accionistas.[183] La ley de corporaciones de Estados Unidos, a través de una serie de decisiones penales, ha hecho evolucionar el concepto de «deber de lealtad» de los miembros de las juntas hacia un derecho de lealtad para con los accionistas.

En cambio, en Europa (donde la propiedad compartida, tradicionalmente, ha sido menos dispersa), las juntas corporativas tienen menos que temer si interpretan que sus deberes son algo más amplios que hacer ganar dinero a los accionistas.[184] Las estructuras institucionales animan a que se preste menos atención al interés de los accionistas. En Alemania, por ejemplo, la junta supervisora (*Aufsichtsrat*) de una corporación, por ley, en la mayoría de los tipos de empresa debe incluir miembros que representen a los trabajadores, y las juntas incluyen a menudo representantes de los sindicatos de trabajadores.[185] Está claro que juntas de estas características estarán menos centradas en maximizar los intereses de los accionistas.

En Estados Unidos hay un movimiento incipiente para convencer a los gobiernos estatales de que creen lo que se considera como un «cuarto sector», que comprendería un nuevo tipo de corporación —llamada *benefit corporation* («corporación benéfica»)— que incluyese en sus estatutos el reconocimiento de una causa más amplia, más allá del simple beneficio económico. Una *benefit corporation* no está legalmente obligada a maximizar los beneficios para los accionistas, de modo que no debe preocuparse por las demandas de éstos si no persigue únicamente los dividendos. Los estatutos de una *benefit corporation* pueden estipular una misión pública específica, que las haría más claramente orientadas al público de lo que lo son las corporaciones europeas. Una *benefit corporation* no disfruta de las ventajas fiscales de una organización sin afán de lucro.

Hasta la fecha, hay siete estados estadounidenses que han aprobado una legislación para permitir la existencia de estas corporaciones. Maryland fue el primero, en abril de 2010, seguido de Vermont, Nueva Jersey, Virginia, Hawái, California y Nueva York. Y todavía hay más estados que tienen pendiente aprobar leyes en este sentido.[186] Parece un mecanismo sano, puesto que hay muchos inversores en empresas privadas que no quieren que éstas se dediquen únicamente a perseguir beneficios. La llamada inversión ética tiene una clientela, y la tendencia

es a que ésta siga creciendo y que cada vez haya más interés en invertir en *benefit corporations*.

En el capítulo 28 comento que podría haber todavía otro tipo de corporación —a la que yo llamo sin afán de lucro participativa, distinta de una *benefit corporation*— que puede permitir la existencia de aún más beneficios sociales. La *benefit corporation* es todavía un concepto nuevo y no afecta el conjunto del sistema financiero, pero las auténticas organizaciones sin afán de lucro ya han adquirido una gran relevancia. Es notable que tengamos tantas como tenemos. En Estados Unidos, en 2010 había 1,6 millones.[187]

¿Por qué hay tanta gente que ha fundado este tipo de organizaciones si no les reportan beneficios? La respuesta es que estas personas persiguen realmente otras finalidades que no son ganar dinero para ellas.

Es obvio que todavía se puede ganar dinero ayudando a establecer una organización sin afán de lucro o trabajando para ella, puesto que pagan sueldos a sus empleados. La diferencia es que se espera que estos sueldos estén en la línea de los del mercado para trabajos comparables en el sector de las empresas comerciales. Al crear una organización sin afán de lucro podemos crear puestos de trabajo para otras personas y para nosotros mismos. Simplemente, se supone que no debemos enriquecernos al hacerlo.[188] Eso no significa que sin afán de lucro signifique no obtener beneficios. Sencillamente, no los *distribuye*, sino que los guarda en su legado para financiar sus causas. Muchas empresas no lucrativas se encuentran haciendo grandes esfuerzos para obtener beneficios porque a menudo compiten junto a organizaciones comerciales similares a ellas. Incluso pueden empezar a parecerse mucho. Pero son esencialmente distintas porque existen para servir a una causa institucional y no a las causas individuales de sus propietarios, de modo que su identidad organizativa puede tener un elemento más fuerte de idealismo corporativo.

El economista Joseph Schumpeter escribió sobre estas organizaciones en su clásico *Capitalism, Socialism, and Democracy* en 1950, y describió el ejemplo de un hospital sin afán de lucro, una institución importante en una sociedad capitalista pero que no es capitalista en sentido estricto porque no está movido por el beneficio que genera. En él decía: «A pesar de todo es un producto del capitalismo no sólo, repito, porque el proceso capitalista aporta el medio y la voluntad, sino de manera mucho más fundamental, porque la racionalidad capitalista aportó los hábitos mentales que desarrollaron los métodos utilizados en estos hospitales».[189] De hecho, los hospitales sin afán de lucro tienen disposiciones económicas tan complejas como las de cualquier entidad comercial, con sus patrocinadores, sus empleados, sus acreedores, y con el gobierno.

Acumuladores institucionales

Muchas instituciones sin afán de lucro acumulan dinero a lo largo de muchos años, sin pensar demasiado en lo que finalmente se hará con esta riqueza. Las universidades suelen incrementar sus legados sin ningún plan para gastarlos, y viven sólo de una parte de estos ingresos. Es algo que parece irracional: si el dinero no se va a gastar nunca, entonces ¿para qué lo quieren?

Existen pruebas de que las corporaciones hospitalarias sin afán de lucro no reaccionan tan bien al descenso de demanda de sus servicios como lo hacen los propietarios de los hospitales lucrativos. Siguen reinvirtiendo sus beneficios en nuevos hospitales incluso cuando ello no representa una distribución inteligente de los recursos. En cierto sentido, los beneficios se convierten en «capital cautivo» que sigue asignándose al mismo fin incluso después de que esté claro que ya no se necesita.[190] Las universidades reciben a veces enormes legados de sus actividades. ¿A qué los dedican si nunca llegan a gastarlos? Un argumento es que las donaciones son un parachoques al que se puede recurrir en situaciones de necesidad. Pero, como destacó el economista Henry Hansmann, la mayoría de las universidades normalmente no han agotado sus donaciones, al menos no en una contingencia históricamente conocida.[191] La grave crisis financiera que empezó en 2007 no provocó que las universidades gastaran cantidades considerables de capital de sus legados; en vez de hacerlo, la tendencia fue disminuir sus actividades.

Esta acumulación de legados sin un objetivo aparente es el equivalente institucional de los individuos que acumulan riqueza mucho más allá de su capacidad de beneficiarse de ella. De hecho, parecen, al menos en parte, guiados por algún sentido de la inmortalidad. Conservando un cuantioso legado perpetuamente, una universidad es capaz de atraer nuevos donativos de ex alumnos, que contemplan su propia mortalidad y ven la universidad como un medio para transcenderla.

El futuro de las fundaciones y de las organizaciones sin afán de lucro

Las funciones desempeñadas por fideicomisarios y gestores de organizaciones sin afán de lucro son fundamentales para el capitalismo financiero porque extienden nuestras capacidades económicas más allá de la promoción del consumo inmediato y las dirigen hacia objetivos más nobles, y lo hacen de una manera individual y democrática. En el futuro, la estructura de nuestras organizaciones sin afán de lucro puede progresar para que pueda enfrentarse mejor a los problemas comentados en este capítulo, incluyendo la pérdida de orientación entre los fideicomisarios y el capital cautivo en las entidades sin afán de lucro. Más adelante en el libro comento algunas soluciones específicas.

Esta estructura puede y debe mejorar para permitir a los fideicomisarios y a los gestores de organizaciones sin afán de lucro ser más efectivos a la hora de conseguir sus objetivos últimos. A medida que va mejorando nuestra comprensión de la psicología humana y de la economía conductual, podemos esperar encontrarnos con mayores refinamientos en la estructura y la gestión de las instituciones sin afán de lucro.

No obstante, incluso tal y como son en la actualidad, las fundaciones y las organizaciones sin afán de lucro han aparecido como importantes vehículos que permiten a muchos satisfacer los objetivos que dan significado a sus vidas... y en algunas ocasiones las transcienden.

18

Los filántropos

Los filántropos son elementos esenciales en la economía de mercado. Está claro que un individuo puramente egoísta sólo puede disfrutar hasta cierto punto de la gran cantidad de riqueza que nuestro sistema financiero puede otorgar a una persona próspera. Uno sólo puede conducir (o ser conducido) un coche a la vez. Uno sólo puede disfrutar una cantidad diaria limitada de alimento, o vestir un conjunto de ropa cada vez. Prácticamente todo lo que podemos comprar está basado en productos que están a la disposición de la inmensa mayoría, y por lo tanto no es tan distinto de los productos que consumen todos los demás. Uno puede adquirir el mejor vino, pero en realidad sólo es incrementalmente distinto de otros vinos producidos para las masas. Desde luego, hay gente rica que se esfuerza por tener varias casas grandes, coches caros y otros artículos de lujo, pero debemos suponer que en la tenencia de tales posesiones hay una satisfacción descendente.

Este hecho fue destacado por Adam Smith en su *Theory of Moral Sentiments*:

> No tiene sentido que el terrateniente orgulloso y frío contemple sus enormes tierras sin pensar en las necesidades de sus hermanos, y en su imaginación consuma él solo toda la cosecha que en ellas crece. El popular concepto de «comer con los ojos» no ha sido nunca tan adecuado como para este personaje. La capacidad de su estómago no guarda proporción con la inmensidad de sus deseos, y no recibirá más que el más pobre de los campesinos. El resto está obligado a repartirlo entre aquellos que trabajan, de la mejor manera que saben, lo poco que él mismo consume.[192]

El Principito (en el clásico de Antoine de Saint-Exupéry de 1943 que lleva el mismo título) conoció, en sus viajes espaciales de asteroide a asteroide, a un hombre de negocios que afirmaba poseer las estrellas. El hombre revisaba una larga hoja de papel en la que estaban todas anotadas, las 501.622.731 que había. Pero el Principito le preguntó: «¿Qué bien te hace poseer todas las estrellas?»; a lo que el propietario le respondió: «Quiere decir que soy rico... que puedo comprar otras estrellas, si alguien las descubre».[193] La propiedad de la mayoría del resto de cosas es prácticamente igual de absurda, una lección sabia que Saint-Exupéry sintió necesidad de transmitir a los niños.

Viendo la inutilidad de amasar grandes fortunas, la mayoría de las personas ni siquiera lo intentan. Muchos eligen otro tipo de comportamiento bondadoso parecido a la filantropía: se entregan a ocupaciones que están relativamente mal pagadas pero que les aportan la satisfacción de ayudar a otros y de ver los resultados directamente. Los maestros y las enfermeras son ejemplos evidentes de ello, pero alguien podría decir que la mayor parte de los trabajos de las

personas, en este sentido, tienen algo de filantrópico.

El fundamental papel económico de los filántropos

Los filántropos de los que hablamos en este capítulo son los que desempeñan su trabajo con el objetivo de ganar dinero y luego entregarlo para la defensa de causas concretas, ya sean caritativas, artísticas, científicas, medioambientales, educativas, etc. Como pasan buena parte de sus vidas dedicados a ganar dinero puede ser que, a lo largo de su existencia, se pierdan la oportunidad de ver directamente el bien que hacen y de disfrutar de la gratitud de sus beneficiados, pero también pueden ser capaces de multiplicar la cantidad de bien que hacen. Para personas con un talento gestor o financiero considerable, y dotados de la capacidad de anticiparse al futuro en beneficio de los demás, existe la obligación moral de hacer exactamente esto.

La gente que amasa grandes fortunas debe planear cómo repartirlas, ya sea entre sus hijos, sus amigos o parientes, o en causas filantrópicas. Su historia no tiene otro final razonable. Pero esta atribución final de su fortuna no debería ser para ellos una simple idea de última hora. Personas de este tipo tienen una misión natural. El tipo de persona capaz de ganar una fortuna en los negocios estará probablemente muy capacitada para gestionar misiones filantrópicas.

Andrew Carnegie hablaba de esto en su artículo «Wealth», publicado en la *North American Review* en 1889 y pronto rebautizado como «The Gospel of Wealth» («El evangelio de la riqueza»).[194] Éste atrajo rápidamente mucha atención y controversia, y en los últimos años se ha producido un interés renovado, más de un siglo después de su redacción.

No se trata de que los que triunfan en los negocios sean necesariamente más listos que los demás. De hecho, puede que sean relativamente insensibles a las necesidades reales de los pobres y, debido a su especialización en los negocios, a muchos intereses intelectuales. Es más bien que están especializados en un tipo particular de inteligencia: la capacidad de aunar el talento humano con las oportunidades de negocio. Este mismo talento puede y debe usarse en beneficio del género humano. Carnegie escribió en su artículo que «los hombres que poseen este talento especial para los negocios, bajo el libre juego de las fuerzas económicas, estarán necesariamente dotados pronto de más ingresos de los que razonablemente podrán llegar a gastar para ellos mismos; y esta ley es tan beneficiosa para la raza como las demás».[195] El artículo de Carnegie era una teoría del capitalismo como arena de la competición: el mundo de los negocios es un escenario para «la supervivencia de los mejores».[196] Los que están más provistos de dotes prácticas de gestión tienden a alcanzar la cima y hacerse ricos. Sin embargo, para Carnegie no se trata de una simple competición darviniana maliciosa, puesto que por encima de ella prevalece un deber moral. El deber moral de los ganadores de la lucha económica es retirarse de sus carreras profesionales cuando todavía son lo bastante jóvenes para conservar los dones que los han llevado hasta donde están, y empezar a gestionar la disposición de su riqueza para el bien común.

Su propia vida encarnaba este ideal. Sus misiones filantrópicas empezaron siete años después

de la publicación de «Wealth», con la fundación en 1896 del Museo Carnegie de Historia Natural, una institución que dirigió numerosas expediciones paleontológicas. Lo hizo a la edad de sesenta y un años. En 1900 fundó el Carnegie Institute of Technology (actualmente Carnegie-Mellon University). En 1901 vendió Carnegie Steel a J. P. Morgan y se jubiló, a los sesenta y cinco años, para consagrar su vida a la filantropía. Continuó con la Carnegie Institution (dedicada a la investigación científica) en 1902, el Carnegie Endowment for World Peace en 1910, a los setenta y cinco años, y la Carnegie Corporation of New York (para progresar en educación) en 1911, con setenta y seis. Murió a los ochenta y tres años.

En nuestros tiempos, tal vez inspirados en Carnegie, Bill Gates y Warren Buffett, actualmente las dos personas más ricas de Estados Unidos según Forbes 400, han empezado a defender lo que ellos llaman el *giving pledge* («prometer»)[197] por el que se pide a la gente rica que antes de morir comprometa la mitad de su fortuna a la filantropía. En 2010 viajaron juntos a China e invitaron a cincuenta de las personas más ricas de este país a reunirse con ellos y a escuchar lo que era este compromiso.

La Fundación Bill and Melinda Gates dona a una serie de causas internacionales, y lo hace de distinta manera a la de los gobiernos, que a menudo están condicionados por el hecho de tener que justificar que sus actividades actúan en pos del interés nacional. Por ejemplo, la fundación dio una beca a las Liverpool School of Tropical Medicine para que investigaran una cura para la ceguera de río, una enfermedad que es una plaga en las zonas más pobres de África y Asia. El apoyo del gobierno a esta causa es demasiado escaso, puesto que ayudar a los pobres de otros países contiene poco capital político, y seguramente habría dificultades políticas si Estados Unidos propusiera financiar una universidad británica para beneficio de la población de países lejanos. Sin embargo, una fundación privada puede simplemente saltarse todos estos obstáculos y lograr el objetivo.

Ego y filantropía

La filantropía suena a veces como una actividad egocéntrica... y, por supuesto, en buena parte lo es. La naturaleza humana tiene una parte generosa, pero no es la única. Con todo, sigue siendo filantropía a pesar de que sus donantes insistan en poner sus nombres en sus obras y en disfrutar de la recompensa de ganarse la fama de generosos.

Uno llega a darse cuenta de que la satisfacción que una gran riqueza puede aportar está compuesta en buena parte por el aumento del autorrespeto y en mucha menor medida por el consumo de esta fortuna o por la gratitud y la admiración de los demás. Un nuevo rico es probable que reciba muchos halagos por sus muchos logros, desde la distancia, de sus parientes y de sus socios, y la ganancia real del dinero es sólo el último de una larga cadena de logros.

Estos mismos parientes y socios es poco probable que sepan mucho sobre las contribuciones filantrópicas de esta persona, ni por supuesto que las halaguen. Después de la ilusión inicial, la riqueza ofrece como mucho un placer solitario, y todo rico descubre por sí mismo que no aporta ni fama ni amistad. Contemplar la propia riqueza puede, de hecho, provocar sensación de vacío.

Reflexionar sobre el destino de la propia fortuna lleva de inmediato a ser consciente de los límites de la propiedad. Podemos ganar en el juego del capitalismo y, en efecto, poseer algo muy considerable, pero pronto nos damos cuenta de que nuestra propiedad es simplemente un conjunto de derechos específicos que están limitados por ley, y al final, y de manera todavía más cruda, por nuestra propia fragilidad y mortalidad. La riqueza nos permite obtener la ayuda de los demás en tareas que hemos calificado como importantes, pero nos quedamos con la duda de qué tareas queremos realmente ver cumplidas, y de si deseamos realmente utilizar la riqueza para convencer a los demás de que hagan estas tareas de manera constructiva, y no acabar gastando el dinero en algo muy distinto de lo que queríamos.

Finalmente, para todos los que nos esforzamos por cumplir objetivos, ya sea laborales o en otros aspectos de la vida, el ocaso de la vida es una decepción, pues la mayor parte del placer personal a lo largo de nuestra existencia se encuentra en la lucha y en nuestras amistades y relaciones.

El momento álgido en el que logramos objetivos no nos aporta felicidad, sino, como mucho, la reflexión que el esfuerzo ha proporcionado algún bien a los demás, por muy desagradecidos y distanciados que se sientan. El dilema que sienten las personas cuando se plantean dar la mayor parte de lo que han acumulado a lo largo de su vida es un importante ejemplo de la insatisfacción experimentada bajo el capitalismo financiero. La satisfacción con nuestras vidas —sea cual sea el sistema económico en el que vivimos— no puede ser nunca entera. Tenemos una inclinación instintiva por el heroísmo y sentimos el anhelo por el logro eterno de objetivos fundamental, pero al mismo tiempo acabamos sabiendo que, siendo realistas, debemos vivir la mayor parte de nuestras vidas, como mucho, como pequeños especialistas en ocupaciones muy concretas, al estilo de las que hemos comentado en esta parte del libro.

En la parte siguiente del libro nos centraremos en unas cuantas de estas insatisfacciones y su relación con principios de la psicología humana. Seremos entonces capaces de plantear cómo —incluso si la realidad psicológica simple es que no podemos ser nunca totalmente felices— podemos hallar un lugar significativo en una de las ocupaciones apoyadas por el capitalismo financiero. Podemos mejorar el sistema para que convierta este significado en algo más genuino para nosotros. Podemos contribuir a un sistema financiero que permita un mejor desarrollo de cualquier meta a largo plazo que decidamos en nuestros momentos de más intensa contemplación.

Segunda parte

Las finanzas y sus insatisfacciones

En su libro de 1930, *Civilization and Its Discontents,* Sigmund Freud describía un «malestar profundo y de larga duración con el estado actual de la civilización» y una extendida visión popular de que «la civilización en sí misma es culpable de buena parte de nuestra tristeza, y seríamos mucho más felices si renunciáramos a ella y regresáramos a las condiciones primitivas». Atribuía la atracción popular hacia el comunismo tradicional a este enfoque: «Con la abolición de la propiedad privada, privamos al amor humano de la agresión de uno de sus instrumentos».[198] No obstante, Freud, al final, llegaba a la conclusión de que la civilización, con su compleja psicología, no es tan fácil de mejorar.

Nuestras insatisfacciones reflejan la naturaleza humana fundamental y son obstinadas. El espíritu humano no es solamente agresivo; anhela algo más. Eliminar la propiedad privada bajo el comunismo tradicional fue como tratar la ansiedad con una lobotomía.

Está claro que no podemos volver a un tipo de civilización más sencilla y antigua, así que sólo podemos avanzar. Y para lograrlo tenemos que comprender mejor de dónde viene este malestar, así como preguntarnos: ¿Qué es lo que nos inspira? ¿Qué tipo de innovaciones, financieras o de otro tipo, debemos concentrarnos en mejorar?

La siguiente fase de nuestra civilización —con un ámbito mucho más amplio de nuestros mercados financieros y con una tecnología de la información enormemente superior a la que tenemos hoy— hará que las funciones financieras que hemos comentado en la primera parte de este libro evolucionen hacia modelos quizá muy distintos. Y, sin embargo, no tenemos una hoja de ruta clara para ese futuro. Todos los remedios propuestos para paliar nuestras insatisfacciones son poco evidentes o vienen con sus propios riesgos.

19

Finanzas, matemáticas y belleza

La teoría financiera, al igual que, de manera más general, la teoría económica, puede ser bella. Me impactaron los comentarios que se hicieron en este sentido en una cena de jubilación celebrada en honor de mi colega Herbert Scarf, un distinguido economista matemático. Una serie de oradores a lo largo del encuentro comentaron que sus conferencias eran «elegantes». Por supuesto, se referían a que la disciplina en sí poseía una belleza intrínseca, y que Herb era un maestro en expresarla.

El hecho de que el mundo real del capitalismo financiero sea a menudo caótico e inhumano, y que conlleve tanta hipocresía y manipulación, puede desmerecer esta idea de belleza, pero lo mismo es cierto de la naturaleza: a pesar de toda su belleza, también produce cosas feas.

La simetría

«La belleza está envuelta en simetría», dijo el matemático Hermann Weyl en su evaluación de la belleza en las matemáticas y en otras disciplinas.[199] Él pensaba que el sentido de la belleza que encontramos en las matemáticas estaba relacionado con la sensación de belleza que se desprende del arte, y analizó obras de arte y arquitectura para revelar la similitud que subyace en los logros que, de entrada, parecen completamente distintos.

Que la simetría se percibe como bella es algo que ha sido demostrado de manera experimental. Los psicólogos han mostrado, mediante experimentos en los que se pedía a los participantes que juzgaran la belleza de los rostros humanos mediante fotografías, que las personas respondemos más favorablemente a las fotos que han sido alteradas digitalmente para tener una simetría bilateral más perfecta que a las originales, y, sin embargo, pocas veces nos damos cuenta de que están tan afectadas por la simetría.[200]

La reacción a la simetría va mucho más allá de la mera evaluación del equilibrio: tiene que ver con el *descubrimiento* de simetrías ocultas e importantes. «Comprender el universo significa entender sus simetrías», escribió el físico Leon Lederman.[201] La simetría en la física va más allá de cosas tan obvias como los pares partícula-antipartícula. Las leyes de la conservación en física son un ejemplo de la aplicación más amplia del principio de la simetría en este campo. Y las matemáticas son el lenguaje de las leyes de la conservación, pues lo que se conserva se puede nombrar y refleja una realidad más profunda. Aunque la palabra *energía* tiene un origen antiguo,

sólo tuvo un significado vago hasta que los físicos matemáticos le dieron una definición precisa, en la que se describe que aquélla adopta muchas formas distintas que sólo se pueden apreciar como expresiones de la misma realidad fundamental si entendemos el lenguaje de la física matemática.

El concepto de la eficiencia de mercado lleva implícito una idea de simetría. Es la idea, fundamental en la teoría financiera, de que los precios en los distintos mercados son sólo manifestaciones diversas de una verdad subyacente profunda. Los vaivenes aparentemente insignificantes en los precios del mercado financiero son el reflejo de fuerzas poderosas. La acumulación a través del tiempo de estos pequeños cambios de precio va amontonando un resultado que no es aleatorio, sino que, al contrario, aporta el descubrimiento del auténtico valor económico, muy útil en la asignación de recursos económicos y para generar nuestros modos de vida.

El descubrimiento de una ley matemática para describir el precio de unas acciones en términos del precio de las participaciones subyacentes (como la ejemplifica la famosa fórmula matemática derivada de Fischer Black y Myron Scholes) es un ejemplo de ley de conservación en finanzas.[202] El precio de la opción está impulsado por exactamente las mismas fuerzas que afectan el precio de las acciones subyacentes, pero con una transformación no lineal del efecto, una transformación que al principio resulta difícil de comprender pero que, cuando se reflexiona lo bastante, resulta casi obvia. A lo largo de todo el ámbito de la determinación de precios financieros derivados, encontramos el mismo tipo de leyes de la conservación.

Los llamados teoremas de Modigliani-Miller revelan otra ley de la conservación en finanzas. Estos teoremas mostraban —al menos para un mundo idealizado en el que nos abstraemos de los intríngulis de la ley fiscal— que resulta fundamentalmente irrelevante si una empresa paga dividendos o la decisión que toman las empresas en cuanto a financiarse a través de capital o hacerlo a través de deuda.[203] De nuevo, los académicos han de aprender que hay valores y rendimientos que se transforman debido a las decisiones financieras, de modo que el valor total se conserve de forma exacta.

El impulso de perfección que acompaña la acuñación de cualquier teoría ha estado detrás de la aceptación de la de los mercados eficientes, según la cual los mercados financieros incorporan con eficiencia toda la información disponible al público, de modo que sus fluctuaciones de precio no son el resultado de ningún error humano sino, al contrario, de un diseño más global que es en esencia perfecto. Implícita en buena parte de la teorización de los mercados eficientes que hacen los economistas está la noción de que aquellos que comercian en los mercados son calculadores perfectamente racionales. Tal creencia da al pensamiento económico una base sólida.

Con todo, nuestra creencia en la aplicabilidad perfecta de la teoría de los mercados eficientes va todavía más lejos, hasta el impulso por simplificar la misión que esperamos que las personas que se dedican a los negocios persigan, y, por tanto, hasta las implicaciones morales. Por ejemplo, pongamos por caso la teoría que dice que los ejecutivos corporativos deben adoptar como su única meta la maximización de los resultados para los accionistas. Si esto es lo que hacen los ejecutivos, eso simplifica en gran manera la teoría. Un único objetivo, medido por el

precio de una participación, se convierte en el motor de todo —al igual que en física, la energía es la que lo guía todo—, y este objetivo se manifiesta, sujeto a las transformaciones matemáticas, en todas las variables financieras.

Tomemos un ejemplo más: nuestra fe en los mercados eficientes parece haber originado la noción de la equivalencia «ricardiana», tal como la expuso de manera remarcable Robert Barro, economista de Harvard, que perfeccionó el estudio de su colega del siglo XIX David Ricardo, que había sugerido el concepto más de un siglo antes.[204] El principio dice que el gasto público que genera déficit para estimular la economía es, en cierto sentido, una trampa, puesto que el contribuyente informado sabe que a cualquier gasto de este tipo le seguirá forzosamente un aumento de impuestos para saldar la deuda. Una sencilla expresión matemática llamada *present value relation* («relación con el valor actual») iguala las futuras subidas de impuestos con el estímulo presente. De nuevo se aplica una ley de la conservación, y una de cierto valor, aunque de un valor práctico considerablemente menor del que perciben muchos economistas.

Hay una tendencia muy humana a sentirnos un poco demasiado atraídos —tal vez hasta distraídos— por lo simétrico y lo bello. Las leyes de la conservación de las finanzas son sólo tan válidas como sus suposiciones subyacentes, y su aplicabilidad a los fenómenos del mundo real ha sido sobrevalorada. Y a pesar de ello, el sentido de la belleza que impregna la teoría, atenuada por la realidad, sigue formando parte de la satisfacción de los practicantes de esta o cualquier otra ciencia.

La belleza de la actividad económica apoyada por las finanzas

Más allá de la belleza de la teoría, las finanzas tienen todavía más belleza en aquello que crean, puesto que versan sobre los deseos y las posibilidades humanas, y facilitan las actividades día a día que constituyen nuestras vidas laborales. Estas actividades encaminadas a un objetivo son de por sí bellas, y uno puede retroceder un paso y maravillarse ante ellas, como lo hizo Walt Whitman en su obra de 1892, *Hojas de hierba*:

> ¡Yo canto el poema de las ocupaciones!
> En el trabajo de las máquinas y en los oficios manuales y en la labor
> de los campos, descubro los desarrollos,
> Y encuentro los eternos designios.
> ¡Obreros y obreras![205]*

Es en su manera de facilitar la diversidad entera de actividades humanas —de una sociedad humana activa, rica y variada, apreciada por todas las personas— que las finanzas manifiestan su belleza más genuina.

20

Perfiles de personas: financieros frente a artistas y otros idealistas

Una de las sensaciones que nos provoca la desigualdad económica es que, a menudo, nuestra sociedad parece gratificar con elevados ingresos más el egoísmo y la estrechez de miras que el idealismo y la humanidad. Las personas tendemos a clasificar de manera natural a los demás, y los ponemos en grupos que en nuestra imaginación adquieren un significado exagerado.

Tendemos a pensar que los que se dedican a actividades profesionales distintas a las nuestras son básicamente tipos de persona distintos. Las diferencias de personalidad y carácter, de hecho, se asocian a la profesión. Pero esta tendencia tan fuerte a clasificar a las personas está relacionada con lo que los psicólogos llaman «error de atribución fundamental».[206] Es un hecho sabido que tendemos a atribuir el comportamiento de los demás a diferencias de personalidad mucho más a menudo de lo que está justificado.

Pensamos a menudo que el filósofo, el artista o el poeta son el polo opuesto al consejero delegado, al banquero o al empresario. Pero en realidad no es así. La idea de que los empresarios tienen una personalidad básicamente distinta a los que se dedican a otras actividades vitales queda desmentida por el hecho de que, a menudo, la gente combina actividades o da golpes de timón en su actividad profesional. Veamos algunos ejemplos.

Walt Whitman es uno de nuestros poetas más reverenciados, y su poesía está entre las más espirituales. ¿Cómo alcanzó el éxito? Escribió poemas destacables, por supuesto, pero primero tuvo que liberarse de la necesidad económica que lo obligó a escribir su primera obra importante, *Franklin Evans or The Inebriate: A Tale of the Times*, una novela para todos los públicos que le hizo ganar dinero pero de la que se avergonzaba. La primera edición de su clásico *Hojas de Hierba* de 1855 fue una autoedición. Eso significa que, de alguna manera, logró convencer a un impresor para que apoyara su misión idealista, y el propio Whitman se ofreció a configurar su tipografía como parte del trato con el impresor. Él mismo negoció con los libreros que vendieran su libro y asumieran parte del riesgo. Aunque la obra fue obteniendo aceptación poco a poco, cada edición posterior de *Hojas de hierba* se publicaba a base de un poco más de lucha comercial, y conseguir hacer llegar su poesía a las manos de los lectores se convirtió para Whitman en una pasión que lo acompañaría toda su vida. Su tercera edición se retrasó mucho tiempo, y luego la bancarrota del editor provocó que se subastaran las planchas del impresor, lo que hizo perder a Whitman beneficios que podrían haberlo ayudado a financiarse mientras seguía escribiendo. Tales son las penalidades financieras de un poeta de éxito, pero no es algo de lo que oigamos hablar a menudo.

Charles Ives, al que algunos consideran uno de los mejores compositores musicales sinfónicos de Estados Unidos, había sido antes un próspero ejecutivo de seguros. Se graduó en Yale en 1898, y en 1907 él y su socio fundaron una compañía de seguros de vida, Ives & Myrick. Ives escribió un libro de finanzas, *Life Insurance with Relation to Inheritance Tax*. Ives & Myrick, que en 1929 había crecido hasta convertirse en la mayor compañía de seguros de vida de Estados Unidos, le hizo ganar una fortuna de más de 20 millones de dólares.[207] Su riqueza le aportó la capacidad de producir y subsidiar las interpretaciones de su idiosincrásica música, que no se hizo popular de manera inmediata. No sabemos exactamente cómo esta fortuna le permitió persistir toda la vida con sus composiciones, genuinamente importantes pero, en su mayor parte, todavía impopulares, pero podemos saber algunas cosas gracias a un biógrafo que asistió a la elaboración de la grabación para fonógrafo de una de las composiciones de Ives: «Una vez más, probablemente con un suspiro o soltando un taco, Ives sacó su talonario e intentó contentar a todo el mundo. Pagaría a otro director para la música de Ruggles, pero insistía en tener a Slonimsky para sus piezas, y acabó pagando a Nicolas lo mismo como si hubiera hecho ambas caras».[208]

Seguramente, gracias a su fortuna, Ives pudo concentrarse mejor en producir sólo el tipo de música en la que creía realmente y no tuvo que aceptar composiciones por encargo para mantenerse. El compositor Arnold Schoenberg dijo de Ives: «Hay un gran hombre en este país que ha resuelto el problema de cómo ser fiel a uno mismo, y su nombre es Charles Ives».

Dos de los artistas contemporáneos mejor considerados —y altamente remunerados—, Jeff Koons y Damian Hirst, venden a veces sus obras por más de 10 millones de dólares la pieza. Koons tiene el récord de precio por una obra vendida en subasta de un autor vivo: 25.752.059 de dólares por su escultura *Balloon Flower (Magenta)*, subastada en Christie's en 2008. Koons y Hirst no son simples autores solitarios; los dos son sofisticados financieros que gestionan organizaciones con numerosos empleados, y los dos son vendedores agresivos de su propia obra. Koons empezó como agente de Bolsa en Smith Barney y utilizó los beneficios que había ganado allí para financiar su arte.

Christie's, en la página web que dedica a *Balloon Flower (Magenta)*, incluye una nota de renuncia de responsabilidad que revela lo estrecho que ha llegado a ser el vínculo entre arte y finanzas:

> Nota: En ocasiones, Christie's tiene un interés financiero directo en los lotes consignados para su venta, que pueden incluir la garantía de un precio mínimo o la obligación de aportar un anticipo al consignatario que está asegurado solamente por la pertenencia consignada. Éste es uno de estos lotes. Esto se indica tanto en los casos en los que Christie's se hace cargo de los intereses financieros por sí solo, como en los casos en los que Christie's ha financiado todo o una parte de tal interés a través de una tercera parte. Tales terceras partes generalmente se benefician financieramente si un lote garantizado se vende con éxito y pueden incurrir en pérdidas si la venta no es beneficiosa.[209]

Pareciera como si los abogados hubieran tenido algo que decir en esta nota, anticipando la posibilidad de litigio con otros intereses financieros. La imagen de un artista atormentado, consagrado únicamente a su arte y por el arte, esperando a ser descubierto por un crítico de arte influyente para alcanzar el éxito no tiene nada que ver con Koons, ni con muchos otros artistas,

en realidad.

Hasta los que se dedican a las profesiones más espirituales —dentro de la iglesia, las artes o la filantropía, por ejemplo— se encuentran involucrados rutinariamente en la gestión de recursos financieros y ejecutando contratos financieros que los sumergen en cálculos y tratos de todo tipo.

Incluso los revolucionarios han de implicarse en el terreno financiero. En *Walden: Of Life in the Woods*, Henry David Thoreau describía cómo pasó el período de 1845-1847 totalmente aislado de la sociedad moderna en los bosques de Walden Pond, contemplando la naturaleza y viviendo su espiritualidad. No obstante, él no era realmente un defensor de desmarcarse de la vida y, de hecho, en su propia vida no lo hizo. A lo largo de casi toda su existencia, en realidad, estuvo encargado de la gestión de la empresa de lápices de su familia y hasta inventó un nuevo método para fabricar las minas de éstos. O sea que, de hecho, era empresario, aunque sencillamente creía que ganar dinero no tenía por qué ser el principal objetivo de su vida: «Haber hecho cualquier cosa que meramente suponga ganar dinero es haber sido totalmente ocioso, o algo peor». La palabra clave de esta frase es *meramente*.[210]

El *British Quarterly Review* escribía de Thoreau en 1874: «De todos modos, es un error vital pensar de alguna manera que Thoreau era un ermitaño, o que se perdió de manera permanente en Walden Wood para estudiar los árboles, los bichos y los peces, y para cartografiar el territorio como un topógrafo [...]. Y, sin embargo, entre nosotros, en Inglaterra, se le ve bastante como un personaje así».[211] De hecho, Thoreau fue capaz de tomarse este tiempo sabático en Walden porque los ingresos de su empresa familiar se lo permitieron. En realidad fueron unas vacaciones bien merecidas en un lugar muy bello.

Hoy día, seguramente estaría colgando las fotos de sus vacaciones en internet. Además, la formación en Harvard que su familia le había procurado probablemente le ayudó a concebir y ejecutar el maravilloso libro sobre sus vacaciones que nos ha legado.

Hasta podríamos añadir revolucionarios políticos a esta lista. Jerry Rubin era un radical antisistema, autor de *Do It! Scenarios of the Revolution,* que fue sentenciado a cuatro años de prisión por incitar a los manifestantes a organizar disturbios durante la Convención Nacional Demócrata de 1968 en Chicago. Al poco tiempo de que la sentencia fuera revocada por una corte de apelación, se incorporó a Wall Street para trabajar en la empresa de correduría John Muir & Co. La prensa consideró que sus dos carreras, «de hippie a yuppie», eran una contradicción fundamental, pero el propio Rubin insistió en que no había nada de eso. En 1980 dijo: «El hecho es que el dinero siempre ha sido poder. Pero en la década de los sesenta un piquete marcaba la diferencia. Los ochenta son mucho más jerárquicos. Ahora, los piquetes no reciben demasiada atención. Tienen más fuerza los contables. El dinero es el tema social más apremiante de nuestros días».[212] Aquí no se trata de si Rubin tiene una filosofía moral coherente, sino más bien de si la misma persona puede estar en el piquete o en Wall Street, dependiendo de las inclinaciones personales o las circunstancias históricas.

Tal vez éste no sea el mundo con el que fantasean los jóvenes artistas, filósofos y poetas, pero es la realidad, y una realidad que debemos aprender a aceptar. La autopromoción y la adquisición de riquezas, ya sea a través de medios financieros u otros, no es ningún crimen. De hecho, algunos de nuestros mayores logros humanos tienen su origen precisamente en esta

conducta.

21

La tentación del riesgo

La teoría económica presenta a las personas como básicamente reacias al riesgo y que evitan racionalmente la incertidumbre, pero hay un aspecto de las personas que las empuja a hacer exactamente lo contrario: colocarse en situaciones arriesgadas. Este impulso natural, que está relacionado con nuestras ganas de aventura y con nuestro amor propio, forma parte de lo que impulsa la emprendeduría, de lo que impulsa los instintos animales en el mundo real. También forma parte de lo que provoca las burbujas especulativas y, al final, las quiebras.[213]

Este lado de la naturaleza humana no ha sido reconocido adecuadamente en muchos estudios financieros, ni siquiera en muchos de los trabajos de los investigadores de finanzas conductuales, que miden a menudo las preferencias de riesgo pidiendo a las personas que elijan entre posibilidades hipotéticamente arriesgadas sobre el papel, en situaciones donde se especifican probabilidades bien definidas. Cuando tenemos en cuenta el funcionamiento —y el mal funcionamiento— real del sistema financiero, debemos tener en cuenta el impulso visceral por el riesgo que aparece en las experiencias de la vida real.

Wolfram Schultz, cuyos experimentos clásicos con el sistema de gratificación de la dopamina en el cerebro se describen en el capítulo 6 de la primera parte de este libro sobre los *traders*, ha demostrado que los síntomas de gratificación de las neuronas de la dopamina reaccionan ante la incertidumbre. Descubrió que la incertidumbre que adopta la forma de posibilidad de gratificación futura es, de por sí, estimulante.[214] La naturaleza ha creado en nuestros cerebros la tendencia a saborear la *posibilidad* de gratificaciones futuras, y de ponernos en la situación en la que tal posibilidad es real.

Al parecer, una asunción de riesgo tan deliberada ha supuesto cierta ventaja evolutiva. Schultz y sus colegas especulan que las señales de la dopamina en un momento de incertidumbre disparan en el cerebro las respuestas de atención y aprendizaje adecuadas a la situación. Pero estas señales tienen un efecto secundario: la mera presencia de incertidumbre en una dirección positiva crea una sensación placentera, de modo que el sistema de gratificaciones crea, a su vez, un incentivo para hacer apuestas positivas arriesgadas. Tal vez este efecto secundario sea también ventajoso desde un punto de vista evolutivo, pues ayuda a las personas, no sólo a concentrarse en lo predecible y lo conocido, sino a ser visionarias.

Esta tendencia humana explica en parte por qué a la gente le gusta jugar, o por qué hay personas que van cada día a apostar una pequeña cantidad de dinero en lotería, y también por qué algunas personas están dispuestas a especular de manera agresiva en inversiones.

No todo el mundo es igual en su forma de enfocar el riesgo. Los psicólogos han identificado un rasgo de la personalidad —que varía mucho de una persona a otra— llamado búsqueda de sensaciones, y un test psicológico puede revelar qué personas tienen más propensión a él.[215] Hay una considerable literatura psicológica sobre los buscadores de sensaciones. Los grandes buscadores sensoriales son personas inquietas, que buscan la emoción en sus vidas, y más la emoción en sí misma que el placer; esto es, ansían la novedad por el placer de la misma novedad. Son más propensos al alcoholismo y a las drogadicciones, a tener varias parejas sexuales y a buscar prácticas sexuales poco saludables. No obstante, también pueden ser útiles a la sociedad, por su mayor propensión a ser emprendedores.

La neurociencia comienza ahora apenas a explorar los orígenes neuronales de los buscadores de sensaciones.[216] La neurocientífica Sarah Martin y sus colegas han descubierto que los grandes buscadores sensoriales tienden a tener más grande la zona del hipocampo en el cerebro.[217] Jane Joseph y sus colegas hallaron que cuando a los pacientes se los sometía a estímulos excitantes de las sensaciones mientras estaban bajo observación mediante imagen por resonancia magnética, los grandes buscadores de sensaciones mostraban más actividad en la zona del lóbulo de la ínsula, mientras que los que no tenían acusado este rasgo mostraban respuestas más rápidas en la corteza cingulada anterior.[218] Así, la búsqueda de sensaciones parece reflejar propiedades físicas del cerebro, algo que no podemos cambiar mediante el simple ejercicio de la «libre voluntad».

El comportamiento arriesgado se convierte en una vocación

La cultura humana también ha evolucionado para admirar y respetar las actitudes arriesgadas, dentro de unos límites. Adam Smith cuenta un antiguo relato de un hombre cuyo enérgico caballo se volvió incontrolable y accidentalmente mató a un esclavo. Pero, como observa Smith, el jinete no fue criticado por tener y montar un caballo así: «Esa tímida cautela que tiene miedo de todo no se considera nunca como una virtud, sino como una cualidad que, más que ninguna otra, incapacita para la acción y para los negocios».[219] De hecho, para algunos, las actividades arriesgadas son una especie de imperativo moral. Instintivamente, respetamos a las personas que corren riesgos, siempre y cuando al hacerlo no adopten actitudes antisociales. Un resultado de ello es nuestra tolerancia hacia la desigualdad social.

A pesar de toda la rabia que genera la desigualdad, sólo lo hace cuando consideramos que se ha obtenido de manera corrupta; una gran riqueza es incluso admirada. Todas nuestras disposiciones financieras se centran en eliminar la desigualdad inmerecida y fortuita, pero conservamos el respeto por los ganadores de verdad. La desigualdad no es mala por sí misma, siempre y cuando no esté rodeada de una pobreza acuciante y de resentimiento.[220] Corregir la desigualdad tendrá costes económicos, y hacerlo puede dificultar que, como sociedad, seamos capaces de alcanzar otros fines. La mayoría de nosotros valoramos muchos de los logros de nuestra reconocidamente sociedad desigual, como los de algunas personas del ámbito de las artes, las ciencias o los deportes. Nos fascina pensar en las cosas maravillosas que el futuro nos

deparará, pero estas cosas sólo llegan con una economía vibrante, lo que parece precisar cierto grado de desigualdad.

En los últimos siglos, en el pensamiento humano, al menos en Occidente, ha empezado a cuajar la idea de que las finanzas, entre otras ocupaciones, pueden ser una vocación... una noble llamada al deber. Max Weber afirmaba que el concepto de vocación —en el sentido de misión vital definida por la participación en cualquiera de una amplia gama de ocupaciones— inicialmente se forjó con Martín Lutero y la reforma protestante, y continuó para ejercer una gran influencia en la evolución del capitalismo.[221]

Desasosiego y desigualdad

El problema de la vida dedicada a los negocios es que la atención se centra mucho más en los riesgos graves —que pueden resultar inquietantes— que en la satisfacción espiritual. Sin embargo, la sensación de que uno está cumpliendo una misión en la vida, una llamada a asumir ciertos retos, puede resultar muy gratificante, aunque los desafíos resulten efectivamente inquietantes.

Una vida profesional que conlleva a correr riesgos, como una carrera militar, tiene en su esencia la sensación de incertidumbre creada por los adversarios que podrían perjudicarte. La necesidad de tomar medidas contra ellos puede convertirse en un hecho diario, y a algunas personas eso puede provocarles una sensación de estrés y de vacío. En otras, en cambio, puede provocar un sentido de la vocación, la satisfacción de haber corrido riesgos y haberlos toreado con maestría.

Las personas deben averiguar quiénes son, si son buscadores de sensaciones y si pueden encontrar sentido en una vida plagada de riesgos. La sociedad moderna nos permite clasificarnos en ocupaciones según la manera en que nos evaluamos a nosotros mismos, y esta forma de autoclasificarnos es uno de los motivos del éxito del capitalismo financiero.

La desigualdad económica que tendemos a observar es en parte consecuencia de esta búsqueda de sensaciones. En este sentido, la desigualdad que se deriva del riesgo constructivo, siempre y cuando no se vuelva excesivo, no es en conjunto algo malo, sino que es consecuencia de algunas de nuestras inclinaciones naturales.

No obstante, la búsqueda de sensaciones no es directamente un deseo de que el propio bienestar vital sea incierto, aunque sí puede tener esta consecuencia. Un capitalismo financiero bien diseñado debe dar salida a los buscadores de sensaciones en forma de oportunidades estimulantes y, al mismo tiempo, debe permitir que las personas puedan evitar la incertidumbre sin sentido. La gestión del riesgo ha de ser un principio fundamental de nuestro sistema financiero, aunque mucha gente lo ignore o trate de esquivarlo.

22

El impulso por lo convencional y familiar

En el polo opuesto a la inclinación por el riesgo que describíamos en el capítulo anterior se encuentra el impulso hacia lo convencional y familiar. Este impulso puede adoptar muchas formas, pero para lo que aquí nos proponemos es importante observar cómo puede empujar a las personas a confiar en instituciones financieras y estructuras económicas anticuadas.

Los conceptos financieros, con lo abstractos que son, resultan difíciles de comprender para la mayoría de las personas. Éstas temen ser manipuladas o engañadas por otros que tienen más facilidad en cuanto a la comprensión de estos conceptos. Y, sin embargo, la gente entiende con rapidez que las disposiciones financieras son enormemente importantes para su bienestar a largo plazo, como individuos, o para el éxito a largo plazo de sus empresas, como gestores. Temen, por lo tanto, las sorpresas que, después de años o décadas haciendo camino, puedan llegar a perjudicarles.

Por tanto, existe la tendencia a confiar servilmente en las formas financieras tradicionales, a querer copiar instituciones que han superado el paso del tiempo y, a menudo, a hacerlo basándose en las apariencias externas. La gente se siente atraída de manera natural por las formas financieras que parecen enraizadas en una larga tradición y que se consideran ejemplos de éxito. Estas formas incluso se llegan a valorar como elementos de un sistema de justicia: las configuraciones financieras tradicionales se asocian mentalmente a los derechos eternos de la humanidad.

Este impulso por lo convencional y conocido tiene una serie de causas. Por un lado, encontramos el simple hábito: si observamos los quioscos de chucherías, nos damos cuenta de que siguen vendiendo prácticamente las mismas marcas de caramelos y chocolatinas que vendían hace treinta o cincuenta años. Sencillamente, tendemos a asirnos a lo conocido.

En parte se debe a nuestra preocupación por la liquidez: no queremos meternos en un instrumento financiero fuera de lo común porque pensamos que existe la posibilidad de tener problemas para venderlo, puesto que otros inversores no estarán familiarizados con él. En parte es porque no tenemos en cuenta los factores especiales, a menudo sutiles (por ejemplo, las restricciones legales, el estado de la tecnología de la información), que antaño produjeron la necesidad de adoptar nuevas formas financieras, factores que tal vez ya no sean relevantes en los tiempos modernos; por lo tanto, tendemos a concluir, incorrectamente, que estas formas antiguas poseen una sabiduría intrínseca que todavía resulta relevante. En parte es porque creemos que experimentar con cosas nuevas (como los medicamentos nuevos) es siempre arriesgado, porque

sus problemas sólo se conocerán con el tiempo. En parte es también un problema con los reguladores financieros gubernamentales, que tal vez se sientan restringidos por las estructuras burocráticas y la necesidad percibida de las leyes pasadas, creadas en un entorno anterior que no era capaz de anticipar una innovación financiera concreta. Y, finalmente, en parte es por un problema de oportunismo: para el proveedor de un nuevo instrumento o servicio financiero hay pocos incentivos para dedicar recursos a informar al público sobre su valor, si ese valor simplemente irá a otros proveedores que se sumarán al carro una vez quede demostrada su valía.

Sea cual sea la razón, lo convencional es un factor de peso a la hora de inhibir la aplicación de principios financieros al diseño de nuevas instituciones en este campo. La modernización financiera ha sido un proceso muy lento, y la flexibilidad para la innovación es limitada. A menudo hay nuevas e importantes ideas financieras que adopta sólo una pequeña parte de la población que las entiende mejor, o que confía más en aquellos que saben lo que hacen. De modo que la democratización de estas innovaciones avanza a paso de tortuga, a veces hasta tarda siglos. El progreso en finanzas puede resultar espantosamente lento.

Como hemos visto, el invento de las participaciones corporativas data de la antigua Roma. Pero en aquellos tiempos, éstas se empleaban tan sólo para ciertos fines limitados, y las corporaciones no volvieron a aparecer hasta el siglo XVII. El invento de los seguros, en sus formas más sencillas, también se remonta a la Antigüedad, pero las primeras formas modernas de seguros no se repitieron también hasta el siglo XVII. Así y todo, hasta bien entrado el siglo XX la mayoría de la gente en los países desarrollados todavía no disponía de un seguro de vida o contra incendios; y, en la actualidad, la mayor parte de las personas en los países menos desarrollados siguen sin estar adecuadamente aseguradas.

Las hipotecas de amortización, en las que el prestatario paga una cantidad fija cada mes y, después de un número acordado de meses, termina de pagar y ya no le queda capital por devolver, parece un concepto muy sencillo y de sentido común. Tales hipotecas tienen la ventaja de que el prestatario no ha de tener la previsión y la disciplina de haber ahorrado el dinero para pagar todo el capital a su vencimiento. No obstante, las hipotecas amortizables no acabaron de cuajar en Estados Unidos hasta que el gobierno intervino para animar a contratarlas, ya bien entrado el siglo XX.[222]

Los *inflation-indexed bonds* («bonos indexados a la inflación») reinventaron el siglo XVIII, pero prácticamente no se emitieron hasta la segunda mitad del siglo XX.[223] Ni siquiera ahora la gente parece interesada en reemplazar sus inversiones de interés fijo por otras sujetas a la inflación, y mucho menos en adoptar otros vehículos de inversión todavía más complicados y hechos a la medida de sus propios riesgos particulares y diseñados para compartir estos riesgos de manera efectiva.[224]

El primer fondo de inversión —un vehículo de inversión que trata a todos los participantes por igual y que es transparente respecto de sus métodos de inversión— se creó en la década de los veinte, pero los fondos no se convirtieron en una parte importante del mercado hasta finales del siglo XX.

Está claro que se hacen progresos, pero un progreso fundamental en finanzas parece medirse en tramos de vidas enteras, más que en años. La gente parece preferir insistir en utilizar la misma

tecnología financiera empleada y comprobada que ya utilizaban sus abuelos, incluso si existe el recuerdo de grandes descalabros económicos en los tiempos de sus antepasados. Estamos encantados con adoptar la tecnología automovilística más novedosa, o el último *gadget* en informática o telefonía móvil, de modo que en estos campos avanzamos rápidamente. Sin embargo, el progreso en tecnología financiera es un asunto totalmente distinto.

Esta lentitud en la innovación está relacionada con nuestras dificultades a la hora de manejar conceptos financieros básicos, que son abstracciones desconocidas, y con nuestra confianza, en cambio, en los conceptos conocidos que ya tenemos incorporados a nuestra manera de pensar.

Confundir las palabras con las cosas

El filósofo John Locke, en su obra de 1690 *Ensayo sobre la comprensión humana*, distinguió una tendencia humana a errar al «confundir las palabras con las cosas». Observó que tendemos a imbuir conceptos que están asociados a palabras de nuestro lenguaje con una realidad objetiva que nos lleva a exagerar su importancia. Cuando los conceptos se ven dignificados con una palabra, empiezan a parecer «tan adecuados a la naturaleza de las cosas que se corresponden a la perfección con su existencia real».[225] Las opiniones, una vez se les ha dado nombres, parecen más que opiniones: adoptan una realidad objetiva y tangible, de manera que añaden rigidez a nuestro pensamiento. Esta tendencia humana, según Locke, anima a la creación de escuelas de pensamiento, que a su vez provocan una obstinación en el pensamiento que está relacionada con el lenguaje de escuelas concretas de pensamiento.

Los nombres de partidos políticos o de enfoques filosóficos parecen reflejar un objetivo, no una simple realidad humana transitoria. Pero los nombres y lemas de los partidos políticos de otros países nos pueden llegar a resultar desconcertantes, y lo mismo se puede aplicar a las denominaciones de los productos financieros. Los productos financieros innovadores parecen a menudo asociados a la cultura de un país; así, en Estados Unidos tenemos hipotecas garantizadas y, en una forma algo distinta, en Europa tienen bonos con cobertura. Desde el punto de vista estadounidense, los bonos con cobertura parecen inescrutables de la misma manera que las hipotecas garantizadas lo parecen para los europeos. El psicólogo Paul Bloom se refiere a esta tendencia como «mal esencialismo».[226]

El cerebro categoriza las cosas según su supuesta esencia, y los conceptos se archivan con estas características esenciales como etiquetas, lo que dificulta mucho a la mente evitar tomar estas supuestas categorías de archivo como fundamentos en cada respecto. El predominio de la palabra y la metáfora en nuestro pensamiento ha sido un objeto importante de estudio en el campo de la lingüística.[227]

Al parecer, los neurocientíficos están empezando apenas a encontrar una base física para esta práctica de «confundir las palabras con las cosas». El neurocientífico Friedemann Pulvermüller ha estudiado la arquitectura neuronal que representan las palabras individuales: series de neuronas que él llama «redes de palabras» porque no están localizadas en una región específica aislada del cerebro, sino que consisten en redes de neuronas esparcidas por el cerebro. Observa

que estas redes están conectadas a regiones del cerebro asociadas al significado de la palabra en concreto: «Si el referente es un objeto que suele percibirse a través de la modalidad visual, las neuronas de la zona temporooccipital han de incluirse en la red. Si una palabra hace referencia a acciones u objetos que se manipulan con frecuencia, se supone que las neuronas en las zonas relacionadas con la acción frontocentral están conectadas a las representaciones corticales».[228]

Los neurocientíficos todavía no se ponen de acuerdo sobre cómo procesamos las palabras en el cerebro,[229] pero la prueba de las redes de palabras en éste parece animar la idea, del filósofo lingüista Ludwig Wittgenstein, de que las palabras representan parecidos familiares, series de parecidos solapados en los que no hay ninguna similitud común a todos los significados de la palabra.[230] Con un circuito neuronal tan complejo que corresponde a las palabras individuales, resulta inevitable que se cometan errores cognitivos que tienen el efecto de «confundir las palabras con las cosas».

Los términos conocidos que tenemos para designar el dinero y la moneda imponen una estructura a nuestra manera de pensar. El científico Simon Newcomb ya observaba las confusiones relacionadas con la palabra (o metáfora) *dinero* en 1879. Newcomb señalaba que las personas tendemos a medir la riqueza en términos de unidades de moneda —como los dólares—, incluso cuando el poder adquisitivo de la unidad de esta moneda oscila enormemente. Asimismo, observó que «hasta cuando se entienden los hechos, la idea de que el cambio está en el valor de las materias primas medidas, y no en el del dólar en sí mismo, es tan natural que hace falta un curso largo y severo de disciplina mental para librarse de ella».[231]

Como resultado, la gente parece preferir mucho más los contratos denominados en moneda y, por lo tanto, abocarse al desastre financiero si el valor de la moneda cambia radicalmente. Muestran un interés relativamente escaso en los bonos indexados por la inflación, sea donde sea que se ofrezcan, básicamente por el fenómeno de «confundir las palabras con las cosas» y la creencia resultante en la moneda como un criterio de valor.[232]

A lo largo de la historia, las hiperinflaciones han evaporado repetidamente el valor de los bonos en los que la gente había colocado sus ahorros de toda la vida, y, sin embargo, la mayoría no parece aprender, o al menos no lo hacen durante más de una generación. La hiperinflación de 1923 en Alemania —que prácticamente borró el valor real de todos los bonos y contribuyó al desasosiego social que llevó a Hitler al poder— dejó a una generación o más de alemanes fuertemente contrarios a la inflación, pero, a estas alturas, la resistencia entre los alemanes jóvenes está cediendo.[233]

La innovación financiera no será nunca un simple reto técnico, puesto que parte de ésta debe apoyarse en la reformulación o reorientación del mercado de conceptos familiares. Corregimos o reposicionamos tales conceptos inventándoles nuevas palabras, que, una vez se afianzan en nuestro lenguaje, van ganando familiaridad. Así, por ejemplo, posteriormente a la quiebra de los fondos de inversión tras los años de burbuja de la década de los veinte, precisamos inventar un vocablo totalmente nuevo para estos vehículos, y de esta necesidad surgió el *mutual fund* («fondos mutuales» o «fondos de inversión»). La palabra *mutual* otorgaba la necesaria calidad democrática y benigna al nombre.

Podemos corregir los problemas antes mencionados con la inflación concibiendo un sistema

de unidades económicas de medida que aporte nuevas palabras para conceptos esenciales. En algunos países, estos nuevos términos ya han sido inventados para ayudar a las personas a corregir su manera de pensar. De hecho, la Roma antigua tenía el *denarius communis*, una unidad contable no representada por ninguna moneda física, cuya tasa de cambio con el denario de plata anunciaba periódicamente el gobierno. Los sueldos y los precios se establecían según esta unidad, y el gobierno de Roma podía ajustar su valor real al instante.

Más en la línea de lo que nos ocupa, Chile dispone desde 1967 de una unidad de fomento (UF), una unidad no monetaria de contabilidad indexada de acuerdo con la inflación. En este país, en las especificaciones de los contratos o cuando se mencionan precios, a menudo el dinero ya no se usa. Los precios se dan en UF, aunque las transacciones se ejecuten en pesos chilenos, según una tasa de cambio publicada.[234] Por ejemplo, el alquiler de un apartamento es probable que se especifique en UF, de modo que no hay fluctuaciones en su valor real. Cada mes, el inquilino paga una cantidad distinta en pesos. Eso tiene sentido, pero en la mayoría de los países los alquileres de vivienda se citan en unidad monetaria, de modo que el valor real de los alquileres baja regularmente con la inflación, durante un tiempo, hasta que el casero adopta el doloroso paso de anunciar una subida en unidades monetarias. Así, en la mayor parte de los países, el valor real de los alquileres describe un patrón de sierra a lo largo del tiempo, una absurdidad que refleja los problemas de nuestro lenguaje.

He afirmado que algo parecido al UF debería adoptarse en todo el mundo, y con un nombre más simple.[235] Diría unidades de índice de precios al consumo de cestas contables para referirme a las cestas de mercado de los productos y servicios de consumo a los que los estadísticos ponen precio cada mes para producir el índice de precios al consumo que se utiliza para medir la inflación. Entonces, la gente entendería que, por ejemplo, cuando su alquiler se da en cestas, básicamente están pagando una cifra fija de cestas reales de productos y servicios que para ellos son importantes, y no una unidad arbitraria e inestable. Con la tecnología electrónica moderna debería ser posible pagar directamente en cestas sin ni siquiera molestarnos en consultar la tasa de cambio. También podría haber otros tipos de unidades de medida económica, que representasen los precios de consumo para subgrupos de población como los mayores, o franjas de ingresos, o para la finalidad especial de establecer salarios.

Simples palabras financieras como *deuda* tienen implicaciones profundas en nuestro idioma. Si hablamos de deuda del gobierno, ésta parece estar asociada a nuestra fe patriótica en el mismo. Sin embargo, si se trata de nuestra deuda particular, entonces la palabra se juzga de inmediato, reflexivamente, como negativa, aunque la deuda desempeñe un papel fundamental en la economía moderna. Reemplazar el nombre de la deuda en la que incurrimos cuando adquirimos una vivienda por «hipoteca» cambia todo el esquema de pensamiento, puesto que ahora la deuda se considera como, en cierto sentido, parte de la vivienda y, por lo tanto, aceptable para las personas que, en otros ámbitos, jamás se plantearían endeudarse. Los que enfocan la deuda de esta manera es probable que quieran que los términos de su hipoteca tengan el formato tradicional.

Las deudas son un contrato tradicional, casi siempre fijado en términos de unidades de moneda; los experimentos alternativos tienden a esfumarse. Por ejemplo, a finales de la década

de los setenta, cuando la inflación en Estados Unidos alcanzó niveles de dos dígitos, los prestadores de hipotecas empezaron a introducirlas ajustadas al nivel de los precios (*price-level-adjusted mortgages*, PLAM). No obstante, cuando en 1980 la tasa de inflación empezó a bajar, el interés público por ellas se desvaneció. Y, sin embargo, incluso hoy las PLAM serían una gran idea, puesto que las hipotecas tienden a extenderse muchos años, a menudo hasta treinta, y la incertidumbre sobre la inflación a lo largo de un período tan extenso sigue siendo muy alta. Con todo, habiendo experimentado en los años recientes con formas alternativas de financiar vivienda —a menudo con efectos negativos—, la gente parece estar volviendo a la hipoteca familiar convencional.

Uno tiende a pensar que las deudas deberían estar asociadas a una serie de resultados económicos, no sólo la tasa de inflación, desde el principio, pues debe ser flexible, debe responder a las circunstancias económicas. Por ejemplo, los prestatarios de hipotecas han de disponer, en el contrato inicial de deuda, una previsión del desarrollo. La hipoteca de desarrollo continuo que he propuesto especificaría los ajustes en los términos de la hipoteca en el caso de una contracción económica o una caída del precio de la vivienda.[236] Probablemente, la crisis financiera de 2007 no habría ocurrido si estas hipotecas hubieran sido norma, pero se han hecho muy pocos esfuerzos para implementar algo similar. Un motivo para ello es que la gente tiene un fuerte vínculo cultural con la sencilla noción de que debe prometer devolver el dinero al otro en los términos más simples posibles cuando se enfoca desde la perspectiva de nuestro lenguaje existente.

Los reguladores y los legisladores se encuentran atados a las formas tradicionales, como la deuda directa no referenciada, aunque se les dé argumentos lógicos de que esto no es lo ideal. Tal vez teman que sus reputaciones puedan quedar dañadas si respaldan un producto que parece un poco raro. Temen que las nuevas formas no sean líquidas —es decir, que no tengan un mercado inmediato— si los demás no están familiarizados con ellas. En los contratos financieros, la tradición es una fuerza asombrosamente poderosa.

Las declaraciones a favor del cambio por parte del gobierno tienden a aparecer solamente en momentos de emergencia: una guerra o una crisis, por ejemplo. El progreso financiero puede ocurrir en momentos así, aunque, por desgracia, queda empañado por las distracciones de la propia crisis, que desaconsejan pensar en cómo implementar las innovaciones de la mejor manera posible de cara al largo plazo.

Parte de los motivos de esta rigidez de pensamiento es que la gente conserva en sus mentes ciertos estereotipos, o personificaciones, sobre cómo debemos comportarnos. Pasar a formar parte de la profesión financiera es una elección importante y que a su vez descarta otras alternativas, y parece requerir amoldarse a un criterio convencional de comportamiento que tiene al menos cierta aceptabilidad superficial.

Y, sin embargo, todos estos sesgos se pueden reducir si introducimos nuevos vocablos, y nuevas unidades de medida, para ayudar a cambiar los patrones de conducta. Estos asuntos aparentemente intrascendentes, como los cambios en el vocabulario, en realidad forman parte de lo efectiva que resulte la innovación financiera.

Derechos

Detrás de la conceptualización de nuestras ideas sobre los «derechos» de la humanidad hay tradiciones antiguas, y, mientras que estas ideas tienen una enorme fuerza positiva en nuestro mundo, las tradiciones que esconden están a veces en conflicto con la realidad financiera. Es decir, los derechos del hombre están establecidos de maneras financieramente inconsistentes que son el resultado de una conceptualización arbitraria o tradicional de las ideas, más que en términos de alguna filosofía razonable. La palabra *derecho* tiene una gran fuerza dentro del discurso humano, capaz de vencer cualquier otro término de ventaja o compromiso social.

La Declaración Universal de los Derechos Humanos adoptada por Naciones Unidas en 1948 ofrece algunos ejemplos. En su artículo 25 dice que «todas las personas tienen derecho a un nivel de vida adecuado para la salud y el bienestar de ella misma y de su familia, lo que incluye alimentos, vestimenta, vivienda y atención médica, además de los servicios sociales necesarios». En el artículo 26 se proclama que «todo el mundo tiene derecho a la educación. La educación ha de ser gratuita, al menos en las etapas elemental y básica».[237] La declaración es bienintencionada, pero descuida tener en cuenta cómo se piensan financiar todas estas actividades: quién las paga y cuál debe ser la situación económica de aquellos que pagan. La declaración no incorpora ninguna flexibilidad ni compromiso. Los derechos que tienen las personas, en cambio, se deberían describir en términos que hagan referencia al bienestar de todas las personas, en unos términos acuñados más cuidadosamente para que representen las preocupaciones de todos los segmentos de la población.

Los sistemas de seguridad social de todo el mundo defienden los derechos de los ancianos, normalmente sin tener en cuenta la situación de los ciudadanos en activo que deben pagar por estos derechos. El derecho a cierto nivel de vida en la tercera edad se enmarca de una manera absoluta, de modo que la provisión de las pensiones queda inscrita en un sistema anticuado. Sin embargo, las pensiones estatales deberían indexarse con algún indicador de la capacidad de pagar del contribuyente, como el PIB, pero eso se hace raramente. Esta y otras normativas similares propiciarían una forma de distribuir el riesgo entre generaciones y permitiría a los ciudadanos de todas las edades compartir los riesgos más importantes de nuestra sociedad, sin cargar todo sobre las espaldas de una generación determinada.[238] No obstante, la dependencia en los derechos convencionales funciona contra esta repartición del riesgo.

El «salario mínimo» que muchos reformadores han estado defendiendo, a menudo para los empleados del gobierno, se describe también en términos absolutos, como si se tratara de un derecho a la dignidad y al respeto que de alguna manera se ha acabado encarnando en una cantidad fija, el sueldo mínimo para vivir, sin tener en cuenta la situación de aquellos que deben pagarlo.

Tenemos que reformular el concepto de «derechos humanos universales» para que representen los derechos de todas las personas a un compromiso justo, a una serie de disposiciones financieras que permitan compartir las cargas y los beneficios de manera efectiva.

En el futuro del capitalismo financiero deberíamos ver un mejor desarrollo de nuestros

acuerdos relativos a estos «derechos», como contratos financieros que sean más democráticos y matizados, con los derechos de la humanidad redefinidos en unos términos más básicos.

Esto significa que nuestro mundo empresarial tiene que estar menos limitado por contratos financieros fijados y estandarizados, e implica ser más imaginativo en la definición de tales acuerdos. Como hemos visto en varios apartados de este libro, el proceso de mejora de nuestros acuerdos financieros implicará la inclusión de nuevos conceptos, de un nuevo lenguaje y de una nueva tecnología de la información, lo que invitará al conflicto pero, al mismo tiempo, sentará las bases para su resolución.

23

Deuda y apalancamiento

Los impulsos descritos en los dos capítulos anteriores pueden combinarse para crear una situación peligrosa relacionada con la deuda y el apalancamiento. El impulso por correr riesgos puede provocar que las personas desprecien las señales de peligro y se sumen a la corriente general, inviertan en burbujas e incurran en deudas exageradas para hacerlo. Por el contrario, el impulso hacia lo convencional y conocido puede significar que no toman ninguna medida para protegerse contra los riesgos que asumen. Y cuando llega la calamidad se encuentran ante grandes aprietos.

No es de extrañar que la gente haya hecho cosas así repetidamente a lo largo de la historia, teniendo en cuenta la primacía de estos impulsos básicos. Cuando alguien ha tomado prestada una suma considerable, mediante la deuda convencional, cualquier declive leve en las propias fortunas económicas puede conducir al desastre, puesto que el declive se apalanca contra la deuda existente, y ésta no disminuye. Además, cuando hay menos inflación de la esperada en los precios de consumo, como tiende a suceder en una crisis económica, el valor real de la deuda fija en verdad sube, lo cual empeora la situación.

Estos errores se han repetido a lo largo de la historia debido a lo natural y simple que resulta, en cierta manera, la institución de la deuda: toda sociedad moderna tiene mecanismos para prestar y endeudarse. Estas instituciones reflejan la función fundamental que desempeñan los mercados. Las personas, cuando son jóvenes y todavía no han acumulado bienes, tienen necesidades especiales —tienen que dar educación a sus hijos y los jóvenes adultos pueden desear adquirir una vivienda—, de modo que toman dinero prestado, y, de alguna manera u otra, se endeudan. Y al hacerlo, mediante deuda convencional, quedan apalancados por la financiación de la deuda; esto es, comienzan a sufrir los problemas de la vida como deudor.

Los mejores años en cuanto a ingresos suelen venir más bien tarde en la vida, lo que presenta un problema económico fundamental que ha sido resuelto desde tiempos inmemoriales a través de las relaciones familiares, no a través del préstamo y del endeudamiento formal. Debido a los instintos por proteger a sus hijos, los padres los mantienen y hasta pueden ayudarlos a comprar viviendas, lo que crea cierta deuda dentro del entorno familiar.

En una economía moderna reconocemos que este sistema primordial de transferir recursos de los mayores a los jóvenes es imperfecto. Hay padres —y también hay hijos— que son irresponsables. O, aunque sean responsables, sus posibilidades varían. Actualmente, los hijos, en general, no quieren endeudarse con sus padres por los conflictos que puedan derivar de tal

acuerdo. Sin embargo, los hijos deben tomar prestado de alguien, de modo que se endeudan y su deuda y el apalancamiento derivado se convierten en un problema de políticas públicas.

De la misma manera, las empresas tienen necesidades cuando son nuevas o diseñan planes de expansión y, al igual que ocurre con las personas, sus mejores años en cuanto a ganancias suelen darse más tarde, cuando están maduras. Y, sin embargo, las empresas no pueden arrancar sin fondos, un problema que también ha sido resuelto desde la Antigüedad por las familias, que ofrecen los recursos para poner en marcha un negocio familiar. Con todo, la familia es todavía menos adecuada para aportar fondos con el fin de lanzar una iniciativa de estas características. En los tiempos modernos, los negocios han adquirido la capacidad de financiarse a base de vender participaciones de sí mismos, pero incluso este método de financiación tiene sus limitaciones. El simple endeudamiento de las empresas y las instituciones financieras que apoyan este proceso aparecieron en paralelo a la emisión de participaciones. No obstante, el endeudamiento crea un peligro para la empresa y deja abierto, por lo tanto, el riesgo de que un negocio en marcha pueda ser obligado a la liquidación por parte de sus acreedores.

Los gobiernos también tienen necesidad de tomar prestado, en especial cuando son demasiado jóvenes y cuando prevén la llegada de mayores necesidades. Por ejemplo, una ciudad nueva puede necesitar construir carreteras y un sistema de alcantarillado a la espera de un posterior flujo de población, puesto que construir todo el sistema de una vez es el enfoque más eficiente. Resultaría razonable que el gobierno municipal de esta ciudad financiara estas necesidades de infraestructuras a través del endeudamiento: la actual población de la ciudad no se las puede permitir, y las deberán pagar los futuros residentes, que en realidad las estarán usando y residirán en la ciudad cuando venza la deuda. Los gobiernos también pueden necesitar endeudarse durante una crisis económica, de nuevo con la esperanza de que lleguen tiempos mejores. Sin embargo, el gobierno endeudado puede encontrarse con problemas; por ejemplo, si la población futura anticipada no llega o si la crisis económica dura más de lo esperado.

Errores humanos respecto a la deuda

Las personas y las empresas tienen problemas para vivir a la altura de la racionalidad presupuesta por los teóricos de la economía, que modelan y cuantifican estos asuntos económicos fundamentales. De entrada, como se comentaba en el capítulo anterior, las personas en general —y, hasta un punto significativo, también las que forman parte de corporaciones y gobiernos— parecen aceptar obedientemente todo tipo de vehículos de crédito que los vendedores les presentan, y que han sido santificados por la sabiduría convencional o la opinión popular. Como comentábamos en el capítulo 10 sobre los abogados y los asesores financieros, la mayoría de la gente no suele tener un asesor a su disposición para ayudarla a tomar este tipo de decisiones. A los ingenieros financieros —que pueden ayudar a reducir los problemas asociados con el apalancamiento— no se les suele escuchar en las discusiones sobre políticas públicas. Así, la gente se encuentra a menudo ante graves problemas de apalancamiento.

Para comportarse de manera racional, de acuerdo con la teoría, los que participan de la toma

de decisiones financieras han de tener en cuenta el problema de la gestión de la riqueza a largo plazo: inicialmente el endeudamiento, luego la eventual disminución de la deuda y el ahorro de la riqueza suficiente, teniendo en cuenta los intereses que pagar, para obtener un buen resultado a largo plazo.

Y, sin embargo, las personas, al igual que las empresas y los gobiernos, tienen a menudo problemas para comprender del todo —al menos antes de que aparezca una crisis— que cuando se endeudan mucho quedan apalancadas por la financiación externa, de modo que cualquier otro problema que podría ser poco importante queda magnificado por la deuda. Si ésta crece demasiado en relación con los recursos, se produce un exceso de deuda, que impide cualquier forma de acción positiva. La gente, las empresas y los gobiernos se sienten atados por su deuda. Pocas personas enfrentadas a este problema tienen la capacidad cuantitativa de entender y resolver los problemas subyacentes sin la ayuda de un asesor financiero.

Los prestamistas pueden entrar en juego, con la esperanza de sacar algún beneficio, y a veces con pocos miramientos hacia los intereses reales de la parte endeudada. Hasta qué punto pueden hacerse publicidad y el tipo de planes de préstamo que permiten los reguladores difiere considerablemente de un país a otro. Por lo tanto, hay enormes diferencias entre países en cuanto a los niveles medios de endeudamiento, así como en cuanto la tendencia al ahorro y a crear riqueza.

Apalancamiento en la crisis financiera de Estados Unidos en 2007

Durante el *boom* estadounidense justo anterior a la grave crisis financiera, entre 2001 y 2007, la deuda familiar, incluyendo las hipotecas y la deuda en tarjetas de crédito, pasó de 7 billones a 14 billones de dólares. La deuda familiar como parte de los ingresos se incrementó a niveles que no se habían visto desde el inicio de la Gran Depresión. Cuando empezó el declive en el precio de la vivienda, los hogares apretados de dinero empezaron a recortar en consumo, lo cual marcó el camino hacia una grave recesión.

En las últimas décadas, Estados Unidos había tenido una tasa de ahorro muy baja, y en los años anteriores a la crisis la tasa de ahorro personal era prácticamente cero. Al mismo tiempo, la tasa de ahorro personal en China era de cerca de un 25 por ciento. Esta enorme diferencia no puede justificarse en términos de distintos fundamentos económicos, sino que es una prueba concreta del fracaso de nuestras instituciones financieras a la hora de enfrentarse de manera fiable a los problemas económicos fundamentales. Se trata de un síntoma muy claro de que nuestras instituciones financieras siguen siendo imperfectas.

En los años que llevaron hasta la crisis, las ratios de préstamo de hipotecas-valor se dispararon. El *boom* en el sector inmobiliario que precedió la crisis financiera está íntimamente ligado a un apalancamiento creciente: los prestadores de hipotecas, atrapados en la misma mentalidad que los compradores, estaban dispuestos a aceptar anticipos cada vez más bajos a medida que el *boom* aumentaba. Estas entradas más bajas permitieron que la gente pudiera adquirir viviendas cada vez más caras.[239] Sin embargo, cuando la burbuja estalló de manera

abrupta, los prestadores de hipotecas empezaron a preocuparse y comenzaron a exigir anticipos cada vez más altos, lo que imposibilitaba la compra de vivienda —aun a precios reducidos—, lo que contribuyó a una espiral descendente. La contracción llevó a un gran número de ejecuciones de hipotecas de viviendas, y los estados con una legislación más estricta en cuanto a estas ejecuciones tendieron a experimentar el declive económico más fuerte.[240]

En Estados Unidos, en 2008, en la víspera de la crisis, las personas tenían una media de cinco tarjetas de crédito, mientras que en China esta media era de 33 personas por tarjeta. Hasta la llegada de la crisis, en Estados Unidos las tarjetas de crédito se anunciaban a bombo y platillo, e incluso se enviaban sin pedirlas, acompañadas de folletos llamativos que informaban al receptor de que aquella tarjeta era un honor y un reconocimiento de sus logros, lo que hacía superar el escepticismo natural hacia el endeudamiento. En China relativamente pocas personas recibían tales tarjetas o este tipo de publicidad.

Este exceso de apoyo en las tarjetas de crédito ha sido un problema grave. Los condados estadounidenses que mostraron una subida mayor de la deuda a través de tarjetas de crédito antes de la crisis posteriormente mostraron la mayor contracción.[241]

En los años recientes se ha reconocido el problema de estas promociones agresivas de la compra a crédito, que ha provocado un endeudamiento excesivo. En Estados Unidos, este reconocimiento está detrás de la formación de la Consumer Financial Protection Bureau («Oficina de Protección Financiera del Consumidor»), creada por la Ley Dodd-Frank de 2010, que tiene jurisdicción sobre los servicios de préstamo, incluidas las tarjetas de crédito. Si estas iniciativas indican una ruta para seguir hablando de maneras de cambiar nuestros patrones de apalancamiento, podremos empezar a reformular nuestras instituciones de deuda para que funcionen con mayor eficacia por el interés público.

El apalancamiento y la crisis de la deuda europea

La crisis de la deuda europea que salió ampliamente a la luz en 2010 ha ocurrido esencialmente debido a problemas parecidos, relacionados finalmente con los impulsos por el riesgo y por lo convencional. El proceso político no lleva de manera natural a que los asesores financieros y los teóricos economistas, que podrían dar sabios consejos sobre la cantidad y la forma de las deudas, centren su atención en el público. Durante un período de complacencia, como antes de una crisis, existe la tendencia natural a subestimar el riesgo del endeudamiento. En momentos así, los políticos, en general, no quieren centrarse en el asunto, por miedo a que les acusen de perjudicar la confianza pública en los negocios. No encuentran beneficioso ni siquiera plantear el tema del exceso de endeudamiento, de modo que pocos ciudadanos se preocupan por él.

En algunos países de Europa, el problema de la deuda excesiva de los gobiernos fue agravado por los reguladores bancarios europeos, que impusieron unos requisitos de capital cero a las propiedades de los bancos de la deuda en euros de los gobiernos. Esta decisión reguladora significó que los impagos de un gobierno podían también llevarse por delante a los bancos. ¿Por qué decidieron los reguladores que la deuda del gobierno no suponía un riesgo? Probablemente

no se lo creían, pero no querían perjudicar la confianza mostrando su preocupación mediante requisitos de capital. Fue una política de tierra quemada para obligarnos a avanzar hacia adelante: la sensación de no querer destruir la confianza centrando la atención en el riesgo. Además, casi nadie se fijaba en el problema y, teniendo en cuenta la base social de la atención humana, resultaba natural que la mayoría de la gente simplemente no pensara en el exceso de deuda.

Son poderosos motivos psicológicos para no enfrentarse al problema fundamental, y en el momento en el que redacto estas líneas los bancos europeos siguen teniendo un requisito de capital cero frente a la deuda gubernamental en euros, aunque sí se ha impuesto un nuevo tope temporal en el capital, y en 2010 se creó una Autoridad Bancaria Europea para imponer nuevos sistemas de evaluar los bancos.

En 2010 se creó también el European Systemic Risk Board («Consejo Europeo de Riesgo Sistémico») para aportar la supervisión necesaria con el fin de minimizar el riesgo de otra crisis parecida. Crear este consejo no altera de por sí los impulsos políticos que provocaron la crisis, pero inicia un ciclo de investigación y diálogo que podría aportar soluciones al problema.

El impacto de la crisis todavía no es visible al escribir estas líneas, pero está claro que ha tenido el potencial para provocar grandes repercusiones. La crisis puede resultar en una fragmentación o la pérdida del euro, cuyo mismo nombre había llegado a simbolizar la unidad de Europa. La pérdida de este símbolo podría, efectivamente, ser desastrosa a largo plazo, teniendo en cuenta la tendencia humana a confundir las palabras por las cosas.

El ciclo del apalancamiento

Hay un ciclo de apalancamiento que se extiende por todo el mundo. El ciclo no tiene una longitud fija, y tal vez haya un largo intervalo entre crisis, pero miremos donde miremos el exceso de deuda parece desarrollarse de manera natural durante los períodos de *boom*, y provoca el desplome una vez terminados.

Observamos el mismo patrón cuando comparamos países. En un estudio realizado en dieciséis países, los que vieron un mayor aumento del apalancamiento entre 1997 y 2007 tendían a mostrar mayores aumentos en el precio de la vivienda. Además, los países con mayor aumento de apalancamiento en este mismo período tendieron a mostrar mayores caídas del gasto en consumo en los peores momentos de la crisis, los años 2008 y 2009.[242] A escala global había claramente un ciclo de apalancamiento que provocaba la crisis financiera.

En tales ciclos, el exceso de endeudamiento puede ser individual, corporativo o gubernamental, o una combinación de los tres. La idea de que un ciclo así es fundamental para las fluctuaciones económicas ha recibido poca atención por parte de los teóricos de la economía, tal vez porque éstos suelen fijarse en las fluctuaciones relativamente pequeñas —las recesiones que ocurren a menudo y que aportan gran cantidad de datos— y no en las menos frecuentes y grandes depresiones o casi depresiones.

El economista Irving Fisher escribió en 1933 que un ciclo que implicaba apalancamiento fue

el principal factor que llevó a la Gran Depresión de la década de los treinta.[243] Cuando cayeron los precios después de 1929, los valores reales de todas las deudas se magnificaron. Este cambio benefició a los acreedores a expensas de los deudores, pero el efecto neto fue negativo. El mayor exceso de deuda provocó recortes en el gasto, que se mantuvieron mientras duraba el problema del exceso.

Hace poco, el economista teórico John Geanakoplos ha ampliado la teoría de Fisher: afirma que, aunque no ha habido una deflación significativa durante la grave crisis iniciada en 2007, ésta se considera en efecto como un problema de exceso de deuda.[244] Cuando la deuda de la gente supera sus bienes, se crean muchos problemas para la economía: Geanakoplos apunta nueve «externalidades» preocupantes causadas por el exceso de deuda. Éstas incluyen problemas en la industria de la construcción, reveses para las empresas pequeñas, aumento de la desigualdad, pérdida de productividad y el perjuicio a los avaladores.[245] Por lo tanto, los gobiernos tienen una clara misión en cuanto a regular el apalancamiento.

Un período de *boom* suele ser una época de exceso de optimismo y complacencia. Hay una sensación de que «el gobierno» arreglará cualquier problema que surja, y una sensación de seguridad en los números mientras millones de personas aumentan su endeudamiento. Una vez superado el *boom*, durante un período de exceso severo de deuda, sigue existiendo la tendencia a considerar al gobierno como el salvador último y a actuar con contención, esperando a que llegue la ayuda. Y este patrón de comportamiento en sí mismo genera inquietud económica.

El problema del exceso de deuda es recalcitrante. Las personas, las corporaciones y los gobiernos que han aceptado un mayor endeudamiento podrían ser incapaces de deshacerse de sus efectos adversos en muchos años.

Pruebas de la persistencia de un problema de exceso de deuda pueden verse en los acontecimientos que normalmente siguen a un cambio de gobierno en un país. Cuando se produce un cambio así, uno podría pensar que el nuevo gobierno desautorizará rápidamente la deuda contraída por sus predecesores con países extranjeros. De hecho, existen sólo unas circunstancias limitadas bajo las cuales la ley internacional permite tal repudio de la deuda.

No sólo los nuevos gobiernos no están dispuestos a menudo a cancelar la deuda financiera incurrida por gobiernos previos, sino que a veces incluso pueden restaurar la deuda que fue repudiada por un gobierno anterior. Cuando accedió al poder en 1933, Hitler repudió la reparación de la deuda de Alemania de la primera guerra mundial, pero el gobierno alemán volvió a reconocer parte de esta deuda después de la segunda guerra mundial, deseoso de restablecer la confianza después de las atrocidades de la contienda. En octubre de 2010, más de noventa años después de haber incurrido en la deuda, se hizo un pago final de 94 millones de dólares.

Las naciones del mundo son más conscientes de tales problemas en la actual crisis financiera, pero siguen sin haber encontrado una manera fidedigna de resolverlos. Como hemos observado se han creado nuevos órganos reguladores, incluido el Financial Stability Oversight Council, en Estados Unidos, y la European Systemic Risk Board. La Financial Stability Board en Basilea y el Basel Committee on Banking Supervision participan en estudios del problema de la deuda y del apalancamiento a escala global. Pero las organizaciones reguladoras en el pasado no han hecho

lo bastante para evitar que el problema del ciclo del endeudamiento se repita. Las acciones realmente efectivas no están sólo en manos de los reguladores, sino también en el desarrollo de procesos e instrumentos financieros mejores que no se apoyen en nuestras actuales mentalidades y tradiciones rígidas, sino que cambien las maneras fundamentales que tenemos de hacer las cosas.

Las soluciones duraderas a los problemas del ciclo del apalancamiento y del exceso de deuda deben equilibrar los beneficios del crédito de libre disposición frente a los problemas cíclicos y sistémicos que la deuda puede provocar. Diseñar estas soluciones será un reto para el desarrollo de nuevas instituciones y técnicas financieras, una tarea que requiere muchas mentes y a los innovadores financieros más creativos.

Deuda odiosa y deuda sana

La idea de que hay algo demoníaco en los prestamistas de dinero se remonta a la Antigüedad. La Iglesia católica adoptó una clara posición contra el cobro de intereses que se reflejó en el Primer Concilio de Nicea, en el año 325 de nuestra era, y esta prohibición duró hasta los tiempos de Calvino y Enrique XIII, en el siglo XVI. El Corán contiene pasajes que parecen condenar el cobro de intereses, y la *sharia*, la ley religiosa del islam, bloqueó efectivamente el ejercicio de la banca musulmana hasta la década de los sesenta. La *halakhah*, la ley judía, prohíbe el préstamo de dinero entre judíos, y hoy día los judíos ortodoxos siguen condenando esta práctica.

Hay un concepto legal según el cual no toda la deuda es mala, sino que sólo lo es la llamada deuda odiosa: aquella que no deriva de un pacto libre e informado entre las partes, o aquella que no está gestionada de una manera humana. Por ejemplo, en Estados Unidos, en los años que llevaron hasta la crisis iniciada en 2007, la deuda hipotecaria excesiva fue dirigida con todo el cinismo a familias con ingresos bajos e información escasa, a las que no se informó de sus consecuencias. Esta deuda se puede considerar odiosa y, por lo tanto, podría dar a sus deudores algún derecho moral a la reclamación para ayudarlos a solventar su aprieto. Si un país con un gobierno dictatorial toma dinero prestado sin ningún consentimiento implícito de sus ciudadanos, y no lo emplea para el beneficio de éstos, entonces un gobierno posterior puede desautorizar esta deuda como fraudulenta y no vinculante para el nuevo gobierno. Por desgracia, actualmente todavía no hay ningún cuerpo internacional que defina de una manera ordenada qué deuda ha de considerarse odiosa.

Hay que prestar más atención al problema de la deuda odiosa, y ésta debe dedicarse con prontitud, antes de que aparezcan problemas demasiado graves. Los economistas Seema Jayachandran y Michael Kremer han defendido que una autoridad internacional como las Naciones Unidas debe declarar como odiosa la deuda futura de ciertos gobiernos, a los que tal vez quiera penalizar por conductas inaceptables. Estas medidas les dificultarían tomar dinero prestado, hasta de prestamistas sin escrúpulos, puesto que éstos no tendrían autoridad moral para exigir la devolución a un gobierno sucesor. Tales sanciones serían más difíciles de evadir, según

afirman Jayachandran y Kremer, que las habituales sanciones comerciales que se suelen imponer hoy en día para presionar a los gobiernos sinvergüenzas.[246]

Lo opuesto a la deuda odiosa —llamémosla sana— es la que el prestamista planifica para que tenga un efecto saludable en términos de bienestar social. Tal deuda tiene unas condiciones —ya sea como parte de sus acuerdos o mediante pactos y cláusulas asociadas— diseñadas para aportar incentivos saludables a sus prestatarios o a otras partes relevantes.

Un ejemplo de esta deuda sana son los préstamos (junto con subvenciones) que otorgó Estados Unidos a varios países europeos después de la segunda guerra mundial a través del Plan Marshall (oficialmente *Economic Recovery Program*, el Programa de Recuperación Económica). Tal y como afirman los historiadores de la economía Helge Berger y Albrecht Ritschl, estos préstamos estipulaban unas condiciones pensadas para corregir una tendencia peligrosa en Europa en aquella época.[247]

Llegaron porque los países europeos exigían una fuerte reparación económica de Alemania, exigencias que se satisficieron gracias al desmantelamiento y a la exportación de muchas de las acciones de capital alemán, basadas en una rabia muy arraigada y unos sentimientos antagonistas que costaba mucho aplacar. El Plan Marshall preveía un mercado europeo abierto, que incluía una Alemania recuperada hasta su tradicional destreza industrial. Es obvio que los motivos por parte de Estados Unidos no eran totalmente altruistas, puesto que el país tenía interés en que Europa fuera estable y próspera. Pero el resultado final —una Europa reunificada con una Alemania nuevamente próspera—, desde luego, beneficiaba a todos.

Al asegurarse que hay más deuda sana que odiosa, y que la deuda se utiliza para resolver problemas humanos básicos, los reguladores financieros tienen un largo camino por delante. Alcanzar ese estado de cosas representará animar a una innovación financiera que permita que la deuda sea definida con mayor flexibilidad, como en las hipotecas de ajuste continuo o en la deuda nacional indexada según el PIB antes descrita, u otros patrones de indexación que realmente favorezcan el interés del prestatario. Conseguir una mejor gestión de la deuda y del apalancamiento —una deuda más ilustrada— requerirá un cambio no sólo en las propias instituciones de préstamo, sino también en la manera en que cubren, titulizan y blindan la deuda.

24

Algunos incentivos desafortunados a la inmoralidad inherente a las finanzas

Hay una sensación muy extendida de que el mundo de las finanzas y las personas que se mueven en él tienen algo de sórdido. Esta impresión es lo que hay probablemente detrás de la opinión habitualmente expresada de que actualmente haya tantos jóvenes que se embarquen en ocupaciones relacionadas con las finanzas, cuando podrían estar dedicándose a tareas más elevadas en otros campos.

Hay mucha gente en el mundo de los negocios que sí parece sentirse gratificada, al menos a corto plazo, al considerar el arte de vender por encima de todo, de buscar atajos a la ley o a la intención de la ley; parecen concentrados en ganar dinero sobre todas las cosas y tener pocos escrúpulos morales en su desempeño empresarial. Sin embargo, si uno vive en el mundo real, deberá trabajar con —o incluso para— este tipo de gente: son una realidad. Puede que haya un terreno resbaladizo, puesto que a veces estamos obligados a atender sus órdenes, por muy erróneas que nos parezcan.

La realidad es que luchar en un terreno resbaladizo es un reto continuo, parte de la vida en todos sus ámbitos. Ciertos campos relacionados con las finanzas se encuentran entre esos que a menudo colocan a las personas en posición de ofrecer más que la tentación habitual de ser manipulador o poco honesto. Algunos de ellos son de alguna manera conscientes de que lo están haciendo, y la disonancia cognitiva (como veremos a continuación) puede empujarlos a desarrollar un mecanismo para defender su autoestima y justificar tal comportamiento. Su pretendida autorrectitud puede doler en particular a aquellos que se han apeado de una situación vital parecida.

Las finanzas pueden parecer tener una parte mayor de lo habitual de aprovechados porque es una profesión que ofrece, al menos a unos pocos afortunados, unos ingresos astronómicos. Hasta podemos preguntarnos: ¿por qué debería dedicarse a las finanzas alguien con sentido de la moralidad personal?

Las finanzas también pueden parecer corruptas porque la gestión de la información es sumamente esencial para el éxito en este ámbito, y eso significa que hay oportunidades para dar información falseada a los demás. Para buscar el máximo beneficio en una transacción financiera, existe siempre la tentación de retener información.

¿Qué otra ocupación ofrece tantas tentaciones de manipular el pensamiento de los demás mediante la liberación selectiva de la información? La desatención de los alumnos por parte de

un maestro, el pecado de omisión más que de acción, puede evocar emociones negativas en los padres, pero nunca serán emociones tan parecidas a la rabia como la que responde al engaño financiero deliberado. No sólo es este último caso considerado como un robo descarado, sino que también hiere el ego de aquellos que acaban perdiendo dinero, con el consiguiente cuestionamiento de su autoestima por haber sido claramente engañados.

Comparación con el casino

Los casinos son un ejemplo revelador de la explotación comercial de los patrones que rigen los repetidos errores de juicio. ¿Cómo es posible que los casinos, considerados por algunos como el arquetipo de la sordidez, puedan inducir a tanta gente a hacer inversiones (en forma de apuestas) que tienen una altísima probabilidad de rendimiento negativo y a hacerlo repetidamente, de modo que, por la ley del promedio, las pérdidas se convierten en una práctica certeza?

La llamada industria del juego, como se autodenomina, defiende sus actividades como una forma de entretenimiento. Está claro que lo es, pero es única entre las formas de ocio por el hecho de que cultiva y amplifica hasta un grado considerable los impulsos humanos por el riesgo, a veces con consecuencias desastrosas.

El rompecabezas se resume en por qué hay personas que no estarían dispuestas a hacer ni una sola apuesta en un casino. Las investigaciones hechas por los psicólogos Daniel Kahneman y Amos Tversky han indicado que la gente muestra una tendencia hacia la aversión a la pérdida; [248] es decir, evitan de manera patológica hasta las pérdidas más pequeñas. Si ofrecemos una apuesta asimétrica echando una moneda al aire —ganamos veinte dólares si sale cara, perdemos diez si sale cruz—, la mayoría de la gente rechazará la apuesta, aunque suponga una expectativa de rendimiento de cinco dólares. Entonces, ¿cómo son capaces los casinos de inducir a las personas a apostar con una expectativa de rendimiento negativa, y a hacerlo una y otra vez a pesar de haber experimentado repetidas pérdidas?

Parte de la respuesta tiene relación con el impulso por el riesgo descrito antes, y que es específico de un contexto. El contexto del casino está diseñado expresamente para desviar la atención de la realidad del juego real y para colocar este juego en un contexto que anima a correr riesgos. Los crupieres y trabajadores del casino no son psicólogos, pero experimentan con distintos entornos y replican cualquier cosa que les funcione. Juguetean con muchos detalles aparentemente menores del entorno lúdico, de los que uno no podría ni advertir conscientemente pero que afectan a la disposición a jugar. La supervivencia de los más fuertes entre los casinos ha dado como resultado unos entornos de juego que están exquisitamente diseñados para superar la aversión al riesgo.

Los casinos disponen sus entornos de maneras especiales, algunas muy obvias, con el fin de minimizar las inhibiciones: sirven alcohol generosamente y también promueven la noción de que aquellos que visitan los casinos son a menudo ricos y triunfadores. Eso confunde a mucha gente, que pierde de vista la realidad de sus recurrentes pérdidas en las mesas de juego.

Los psicólogos Joseph Simmons y Nathan Novemsky advierten que el juego en el casino

difiere del entorno estudiado en laboratorio de Kahneman y Tversky en una serie de aspectos sutiles.[249] En los casinos, la gente ve a los demás haciendo grandes apuestas, lo que resta importancia a sus propias pérdidas potenciales.

Cuando hay cantidades máximas apostadas, estas apuestas se establecen a un nivel alto, lo que hace parecer realmente más pequeña la apuesta hecha. Se le pide al jugador que genere sus propias cantidades que apostar, aunque sujetos a una apuesta mínima permitida. Simmons y Novemsky replicaron algunos de estos patrones en el entorno de su laboratorio y se dieron cuenta de que tales factores, realmente, animan a correr riesgos.

Si se dejaran sin regular las fuerzas de mercado, muchas agencias de Bolsa se parecerían mucho a los casinos. Lo sabemos por haber observado la naturaleza de las agencias de títulos antes de que la regulación fuera efectiva. Las *bucket shops* («casas de apuestas») de finales del siglo XIX y comienzos del XX, en las que los clientes apostaban por las materias primas y los precios, no eran tan distintas de los casinos actuales: permitían a los clientes hacer apuestas muy mínimas, en un ambiente social y mientras observaban las apuestas de los demás. Un cliente describía así una *bucket shop* del distrito financiero de Nueva York en 1879: «La *bucket shop* me recordaba siempre la sala de apuestas de un hipódromo —de hecho, había muy poca diferencia— y no me habría extrañado en absoluto escuchar la ronca voz del desaparecido "Doc" Underwood gritando: "Y ahora, caballeros, *Falladeen* ha salido como favorito por seiscientos dólares, ¿qué me ofrecen como segunda apuesta?"».[250] (Doc Underwood era un conocido promotor de este tipo de apuestas.)

Es difícil de entender que la gente fuese capaz de tomar buenas decisiones de inversión en un ambiente de tales características. Durante bastante tiempo, los informes de redadas policiales en las *bucket shops* ilegales eran noticia habitual de los periódicos. En la era progresista de Estados Unidos, las dos primeras décadas del siglo XX, estas *bucket shops* fueron eliminadas por los reguladores estatales.

No obstante, fuera de estos locales parecidos a casinos, las malas prácticas de inversión siguieron existiendo. En el libro de 1940 *Where Are the Customers' Yachts?*, el agente de Bolsa Fred Schwed Jr. llamaba la atención animadamente hacia este problema, con bastantes anécdotas divertidas sobre los trucos y la hipocresía que se gastaban en las casas de apuestas como para que su libro tuviera un amplio eco. Se centraba en la capacidad para el espectáculo de estos *brokers* («agente de Bolsa») que intentaban proyectar una impresión de riqueza (con muchos clientes ricos) y seguridad (con consejos muy elaborados pero en buena parte falsos), mientras eran seguramente conscientes de que sus consejos de inversión no valían prácticamente nada. Schwed describe a un agente o asesor de Bolsa típico de esta manera:

> Y si le preguntas a Míster Big sobre lo que predica su opinión a quince años, te dará tantos motivos que desearás no haber preguntado nunca. Pero debería ser más listo. Y si levantara la nariz al contar las minucias de su fascinante negocio y contara su historia completa, estaría obligado a admitir la triste verdad: que lamentablemente pocos expertos financieros saben lo que va a ocurrir a dos años (y mucho menos a quince) con cualquier tipo de títulos, y que la mayoría se equivocan estrepitosamente en períodos mucho más breves que éstos.[251]

Aunque el libro de Schwed recogía anécdotas y no presentaba pruebas estadísticas, fue una

pronta y efectiva declaración de la teoría de los mercados eficientes.

Disonancia cognitiva e hipocresía

La *disonancia cognitiva*, un término acuñado por el psicólogo social Leon Festinger, es una respuesta emocional negativa, una sensación de dolor psicológico cuando algo entra en conflicto con nuestras creencias declaradas, una respuesta emocional que puede llevar a algo distinto a una actualización racional de las creencias.[252] En particular, cuando las propias acciones de una persona se revelan incoherentes con ciertas creencias, la persona simplemente adapta éstas a su conveniencia. La hipocresía es una manifestación particular de la disonancia cognitiva, en la que una persona propugna opiniones por conveniencia y para justificar ciertas acciones, aunque, a menudo, en cierto modo se las crea.

Las pruebas que Festinger y sus sucesores presentaron son sólidas: la disonancia cognitiva es un fenómeno genuino y conduce, con cierta regularidad, al error humano, o, a veces, a lo que calificaríamos como sordidez. Y, sin embargo, en muchos aspectos hay lugar para el escepticismo, en especial entre personas que se sienten comprometidas con el modelo plenamente racional de comportamiento humano.

En los últimos tiempos ha aparecido una forma nueva de evidencia en apoyo a la teoría de Festinger. Se ha descubierto que la estructura humana está asociada de manera esencial a la disonancia cognitiva. El neurocientífico Vincent van Veen y sus colegas pusieron a unas cuantas personas en una situación experimental en las que recibían dinero o cualquier otro incentivo para mentir sobre sus creencias reales, mientras eran observadas por imágenes de resonancia magnética funcional. Los investigadores hallaron que ciertas zonas del cerebro, el córtex dorsal anterior cingular y la ínsula anterior, se reestimulaban durante esta experiencia. Son las zonas del cerebro que sabemos que se estimulan cuando mentimos. Cuando Van Veen y sus colegas midieron la extensión de este estímulo en estas zonas, descubrieron que algunas personas mostraban más estimulación que otras. Y lo que es destacable, las personas con mayor actividad en estas zonas mostraban una mayor tendencia a cambiar sus creencias reales para que se adaptaran a las que se les pedía que adoptaran.[253] Por lo tanto, tenemos pruebas de una estructura física en el cerebro cuyas acciones están correlacionadas con los resultados de la disonancia cognitiva, y que por lo tanto parece formar parte del mecanismo cerebral que produce el fenómeno que Festinger describía únicamente basándose en sus observaciones del comportamiento humano.

Si la hipocresía está arraigada en el cerebro, entonces hay un potencial para el error humano que puede tener una gran importancia económica. Un sistema económico entero puede dar por buenas ciertas suposiciones, como, por ejemplo, la creencia en los años anteriores a la actual crisis financiera de que «los precios de la vivienda no pueden bajar». Esta teoría fue adoptada por millones de personas que habrían experimentado disonancia cognitiva de no haberlo hecho, ya fuera porque estaban involucradas de una manera u otra en un sistema que estaba vendiendo propiedades de manera exagerada, o porque ellas mismas habían invertido en inmobiliaria.

Para poner otro ejemplo, también pudo haber un elemento de disonancia cognitiva tras la decisión de los reguladores bancarios europeos, años atrás, de poner requisitos de capital cero a la deuda gubernamental denominado en euros. Ya se había tomado la decisión, y se había proclamado a los cuatro vientos, de que poner fin al euro resultaba impensable; por lo tanto, cualquier decisión posterior que reconociera el riesgo de quiebra habría creado disonancia. De modo que los reguladores europeos adoptaron lo que en retrospectiva parece una postura hipócrita —que la deuda en euros era totalmente segura—, poniendo así la base para el desastre potencial en el sector bancario.

Este tipo de problema psicológico es perenne y fundamental. Con todo, las profesiones financieras atraen también a las personas que son relativamente invulnerables a la hipocresía, a aquellos que se convierten en traders o en gestores de inversión, que disfrutan con las verdades que se revelan finalmente en estos mercados. Son a menudo personas a las que les molesta la hipocresía. Buscan reivindicarse demostrando que tienen razón, no haciendo ver que la tienen.

Un sistema financiero que les permite intentar hacer precisamente esto generará cierta desigualdad económica. No obstante, colectivamente, sí ofrecen un beneficio a la sociedad, pues se apoyan en un pensamiento convencional y políticamente correcto. La presencia de personas que reaccionan de esta manera a las oportunidades financieras es parte de la historia de éxito —poco comprendida por la mayoría de la gente— de las instituciones financieras modernas.

Para los teóricos financieros a menudo resulta difícil comprender los motivos reales por los que tenemos las instituciones financieras que tenemos, y los motivos por los que éstas contribuyen de una forma tan efectiva a una sociedad de bien. Muchos teóricos han intentado representar a esta gente como meros *maximizadores* de beneficios, perfectamente egoístas y perfectamente racionales sobre el asunto, pero a las personas les importa realmente su amor propio, y la maximización de beneficios es como mucho una parte de esa autoestima.

Intención moral

Puede parecer que la sordidez que los reguladores destilan constantemente es una auténtica mancha sobre la profesión financiera entera, pero, de hecho, la práctica de las finanzas no empuja de manera universal a sus practicantes a tal comportamiento. Al contrario, también parece compensar a la gente con algún tipo de finalidad moral, una que podría ser visible para los de fuera de manera sólo intermitente. Incluso los profesionales de las finanzas con principios más rígidos podrían parecer superficialmente truculentos debido a aquellos a los que se asocian, y cuyas órdenes pueden verse obligados a acatar.

La intención moral inherente al ayudar a los clientes propios resulta difícil de ver en el día a día, y es fácil concluir que tal intención no existe siquiera entre los que se dedican a las finanzas. No obstante, de hecho, el espíritu humano, en la mayoría de las personas, proyecta de manera natural esta intencionalidad en las rutinas del día a día. Al parecer, la mayor parte de las personas necesitan tal intención moral, tal guía espiritual, con el fin de desarrollar todas las actividades que definen un trabajo. La mayoría de nosotros queremos ayudar y ser buenos de manera

instintiva, con ciertos límites, con aquellos que nos rodean.

El cálculo moral de acumular grandes sumas de dinero a lo largo de la vida y de gastarlas cerca de su fin es extremadamente opaco para buena parte de este período, puesto que uno no puede apreciar la finalidad de esta acumulación hasta que ha concluido. En la mayor parte nunca tendremos un cálculo real de nuestra propia finalidad moral, por no hablar de las intenciones morales de los demás, puesto que nadie lleva las cuentas; no muchos aquí en la Tierra se dedican a clasificar a las personas una vez muertas con una relación de las intenciones morales que guiaron sus vidas.

Tomamos decisiones morales sabiendo que no hay prácticamente nadie que evalúe si hemos tomado la adecuada, puesto que nadie se fija realmente de una manera más que superficial. A los medios de comunicación les encanta cotillear sobre los ricos, pero sus historias preferidas son las que retratan sus fallos morales, pues parece que el público general tiene muy poco interés por las buenas acciones de aquéllos.

Poseemos un deseo natural de vernos a nosotros mismos como buenas personas y a vivir de acuerdo con esta imagen. No obstante, el deseo, si se aplica con lógica, parece colocarnos en un bucle que dura toda la vida en el que hacemos aquello que no nos inspira, sin una reivindicación moral ni una finalidad claras, sin un juicio final.

El propio John D. Rockefeller Sr., hijo de un modesto mercachifle bígamo, fue un agresor sin escrúpulos en su vida empresarial. Ida Tarbell, en su libro de 1904 *The History of the Standard Oil Company* provocó un escándalo al contar sus prácticas de negocios.[254] Y, sin embargo, en su vida posterior se convirtió en un filántropo al estilo de Andrew Carnegie. Sus acciones en los negocios podían haber parecido sórdidas, pero su vida tuvo una conclusión noble, incluyendo la creación de la Fundación Rockefeller, la Universidad de Chicago y la Universidad Rockefeller.

Además, legó buena parte de su fortuna a su hijo, John D. Rockefeller Jr., que prosiguió con su ejemplo de filantropía y a su vez formó a sus seis hijos —cinco varones y una mujer— en las maneras del servicio público. Todos ellos desempeñaron importantes funciones públicas y filantrópicas, y Nelson Rockefeller llegó a ser vicepresidente de Estados Unidos. La cuarta generación incluye a John D. Rockefeller IV, que es senador por Virginia Occidental y lleva más de un cuarto de siglo en el cargo.

¿Qué es lo que motivaba realmente a los Rockefeller? ¿Tal vez la simple gratificación del ego y el impulso por encontrar y perpetuar una dinastía familiar? ¿O tenía su filantropía un objetivo moral más profundo? Probablemente fuera un poco de las dos cosas. Algunos verán inspiración en la tradición filantrópica de más de un siglo desarrollada por los miembros de una familia que surgió de unos orígenes comerciales resbaladizos pero que maduró hasta convertirse en una fuerza social positiva, recogiendo cada generación la antorcha de la anterior. Una historia así, de hecho, sugiere para algunos un modelo de vida. Por desgracia, vidas como las de los Rockefeller son raras, porque la transmisión intergeneracional de intenciones y valores dista normalmente de ser perfecta.

Alguna vez me he quedado impresionado, al conversar con gente afortunada que dispone de fundaciones familiares, de lo importante que la fundación es para su ser profundo. Al hablar del asunto pueden llegar incluso a emocionarse, pues les otorga una especie de superioridad moral.

Algo parecido a esta sensación puede venir también, por ejemplo, de haber hecho una donación a un *college* y haber levantado un edificio que llevara nuestro nombre. Se trata de un comportamiento a la vez egoísta y altruista, con ambas motivaciones coexistiendo en la mente.

Y, sin embargo, el resto del mundo generalmente se fija poco en las fundaciones familiares o en los nombres de los edificios de los campus universitarios. Probablemente, todos reconoceríamos, si nos fijáramos en la gente que hay detrás de las fundaciones o los edificios, que son personas buenas por haber hecho estos regalos. Pero debido al hecho de que casi nunca las conocemos no pensamos en ellas. De esta forma pueden conseguir una sensación de resultar loables, de haber cumplido con sus intenciones morales, sin incitar envidia u hostilidad.

Ser confundido por los inmorales

Uno de los problemas que conlleva el atractivo que suponen los negocios financieros para las personas genuinamente inmorales ha sido que ha desacreditado la profesión entera, hasta a aquellos que son escrupulosamente honestos. En un extremo está el riesgo inherente, hasta para los más éticos, de ser acusado por delitos y faltas que no han cometido y, por tanto, de sufrir una pérdida permanente de la reputación.

Las personas que se dedican a las finanzas y a la gestión de negocios adquieren un poder genuino, el poder de hacer posible que ocurran cosas que tal vez sólo ellos como individuos quieren que sucedan. Ni siquiera un alto cargo electo con un presupuesto de miles de millones tiene tanto poder porque, al menos en los países democráticos, está sujeto a inspecciones y balances y sólo estará en el poder durante un tiempo determinado. El poder esencialmente ilimitado adquirido por los más fuertes en los negocios (y sus herederos) resulta casi inaudito en otros ámbitos de la vida.

Para los hombres (y la mayoría de financieros lo son) esto significa también poder para con las mujeres, y eso es una fuente de resentimiento tanto entre éstas como entre otros hombres. Incluso en algunas partes del mundo actual, su estatus conlleva la posibilidad de tener varias esposas, a costa de otros hombres que se quedarán solteros, una situación que seguro causa resentimiento entre éstos. Y algunas mujeres en estos matrimonios polígamos pueden sentir todavía más resentimiento. En buena parte de la sociedad occidental, ya desde las antiguas Grecia y Roma, la poligamia ha sido ilegal o, al menos, fuertemente discutida. Pero incluso dentro de estas convenciones, a los hombres ricos les resulta mucho más fácil tener relaciones extramaritales o contratar los servicios de las prostitutas más buscadas.

Más concretamente, el poder que consiguen los ricos es la posibilidad de participar en lo que el economista Thorstein Veblen llamó consumo manifiesto, el cual, cuando lo practican los hombres, se reconoce instintivamente por el público general como una posible treta para seducir al sexo opuesto, incluso si el plan no acaba de consumarse nunca. Bajo el deseo de riqueza subyacen el impulso sexual y el de reconocimiento social. Esto es también aplicable a las mujeres, cuyo deseo de riqueza puede surgir por motivos tal vez distintos pero igual de fuertes.

La hostilidad que se siente hacia los ricos es en parte un reconocimiento de su poder. Aunque estas personas piensen donar todo su patrimonio finalmente, nadie más sabe cuáles pueden ser sus intenciones últimas, de modo que los demás desconfían naturalmente de ellas. Esta desconfianza puede traducirse en una tendencia a etiquetar a todos los ricos de inmorales.

Las personas son claramente conscientes de la inmoralidad

Como acabamos de comentar, las actitudes hacia los grandes hombres de negocios suelen ser negativas. Sin embargo, estudios cuantitativos sugieren que estos estereotipos negativos son predominantes aunque no universales.

En 1990, Maxim Boycko, un economista ruso, Vladimir Korobov, un economista ucraniano, y yo hicimos una encuesta en la que se comparaba las actitudes de los estadounidenses (en concreto, los neoyorquinos) y los rusos (en concreto, los moscovitas) hacia el mundo de los negocios.[255] Preguntábamos: «¿Cree que las personas que intentan ganar mucho dinero a menudo acaban siendo poco honestas?». En ambos países hubo mucha gente que contestó afirmativamente, pero hubo más rusos que se expresaron de esta forma: un 59 por ciento de los moscovitas frente a tan sólo un 39 por ciento de los neoyorquinos.

Cuando hicimos una pregunta más personal —«¿Cree que es más complicado mantener amistad con personas que tienen su propio negocio (individual o una pequeña corporación) e intentan ganar dinero?»—, en Moscú un 51 por ciento de los encuestados dijeron que sí, comparado con sólo un 20 por ciento de los neoyorquinos.

Es significativo que las mayores percepciones de inmoralidad se dieran en un país que no había tenido experiencia con gente de negocios *legal*. Al parecer, en cualquier país, una parte del proceso de volverse financieramente avanzado implica recibir una percepción exagerada de la inmoralidad. Y, con entre el 20 y el 40 por ciento de los estadounidenses que todavía tienen una mala opinión de la gente de negocios, está claro que en Estados Unidos todavía queda mucho por arreglar en cuanto a este problema.

Evitar la reacción exagerada ante el comportamiento inmoral

El futuro éxito del capitalismo financiero depende de nuevo de que la gente adopte un punto de vista más matizado de la naturaleza humana tal y como se expresa en un entorno financiero. Debemos aceptar que una conducta algo menos que estricta puede ser el producto de un sistema económico que es esencialmente bueno en su conjunto.

La especulación financiera, el tema del capítulo siguiente, está asociada en la mentalidad de mucha gente con el comportamiento inmoral, puesto que ocurre en un entorno económico que hace aparecer el egoísmo y la manipulación. Resulta difícil juzgar el papel de los mercados especulativos en una sociedad justa sin pensar en esta conducta poco ejemplar. Pero debemos echar un detenido vistazo a lo que constituye exactamente esta conducta, y a cuáles son sus

consecuencias de conjunto.

25

La importancia de la especulación financiera

Hace mucho tiempo que predomina un sentimiento negativo entre el público general sobre la especulación en los mercados. Para la gente, esta actividad no parece aportar nada a la sociedad, y a muchos les da la impresión de ser una forma de recreo de los ricos o de aquellos que sólo quieren serlo, una actividad básicamente egoísta y avariciosa, y encima a menudo ilusoria.

> En un ensayo de 1904, Charles Conant observó que una de las alucinaciones más persistentes que predominan entre las personas aparentemente lúcidas y bien informadas es la concepción de que las operaciones en las bolsas de productos y valores son un puro juego de apuestas. Un poco de reflexión, al parecer, podría convencer a estas personas de que una función que ocupa un lugar tan importante en el mecanismo de los negocios modernos debe ser una parte útil y necesaria de este mecanismo. No obstante, la reflexión parece desempeñar un papel poco importante en el mecanismo intelectual de los agresores de los mercados organizados.[256]

Desde luego, Conant tenía razón respecto a la opinión pública. Muchos pensaban que los líderes habían hablado así. Debió de saber que Karl Marx pensaba que la especulación era parecida al juego: «Puesto que aquí la propiedad existe en forma de acciones, su movimiento y su transferencia se convierten puramente en el resultado de un juego de la Bolsa de valores, donde los peces pequeños son devorados por los tiburones y los corderos por los lobos del mercado».[257] Y entre los críticos de la especulación tenemos también que contar al economista más importante e influyente del siglo XX, John Maynard Keynes: «Se acepta en general que, por el bien público, los casinos deben ser caros e inaccesibles. Y tal vez lo mismo sea cierto de las bolsas de valores».[258] La controversia entre los que como Conant, por un lado, opinan que la especulación es una actividad económica esencial, y los que como Marx y Keynes, por el otro, tienen grandes dudas, ha continuado durante más de un siglo, y hasta la fecha sigue sin resolverse. El motivo por el que no se ha resuelto es que ambos lados tienen algo de razón, o tal vez los dos digan medias verdades. Además, el punto hasta el que la especulación está a la altura del ideal de Conant depende de nuestras instituciones financieras, que pueden impulsar o desincentivar la especulación sana y productiva, o bien pueden atraer o ahuyentar al tipo de personas que son natural y productivamente especuladoras.

La especulación contribuye a la eficiencia del mercado

La locución *mercados eficientes* hace tiempo que se emplea con varios significados, pero en 1965, Eugene Fama, economista de la Universidad de Chicago, le dio su significado moderno específico.

> En un mercado eficiente, la competencia entre sus muchos participantes inteligentes conduce a una situación en la que, en cualquier momento del tiempo, los precios reales de los valores individuales reflejan los efectos de la información basándose tanto en los hechos que ya han ocurrido como en los que, en el momento concreto, el mercado prevé que ocurrirán en el futuro. Dicho de otro modo, en un mercado eficiente, en cualquier momento, el precio real de un valor será una buena estimación de su valor intrínseco.[259]

La «competencia entre los muchos participantes inteligentes» hace referencia clara a los especuladores, puesto que si el consejo inteligente fuera *evitar* la especulación y simplemente diversificar mucho, entonces no habría ninguna fuerza que impulsara los precios hasta su nivel correcto y «eficiente».

Mucho antes que Fama, muchos otros, aparte de Charles Conant, habían expresado ideas parecidas sobre la perfección de los precios financieros. La dificultad de predecir los cambios en los precios (como observamos al citar a Fred Schwed Jr. en el capítulo anterior) ha sido interpretada a menudo como prueba de su perfección. Además, las investigaciones estadísticas —como en la obra de Holbrook Working en 1934 y Maurice Kendall en 1953— ya habían encontrado pruebas, años antes que Fama, de que los cambios a corto plazo en los mercados especulativos son difíciles de predecir.[260] Pero Fama elevó su teoría a la altura de un gran paradigma científico y comparó con los astrólogos a los anticuados analistas que intentaban adivinar patrones de comportamiento en los datos del mercado de valores para intercambiar oportunidades. Fama creía que los precios del mercado son demasiado perfectos para ser predecibles, para mostrar cualquier patrón que no sea aleatorio.

Fama usó un conjunto de datos que había sido recopilado recientemente por el Center for Research in Security Prices (CRSP, «Centro de Investigación de Precios de Valores») en la Universidad de Chicago, fundado en 1960 con un donativo de cincuenta mil dólares de Merrill Lynch. La misión inicial del centro fue poner una serie enorme de precios de valores mensuales (posteriormente diarios), e información asociada sobre cambios de capital y dividendos que permitirían un cálculo preciso de los rendimientos, en cintas magnéticas para que los datos pudieran analizarse con un ordenador UNIVAC. Los directores del CRSP obtuvieron la cooperación de la Bolsa de Nueva York, pero pronto descubrieron que la Bolsa no había organizado nunca estos datos y no estaba en posición de tenerlos listos de manera rápida y precisa. El abasto de sus inesperados problemas reveló que no había nadie más que hubiera organizado nunca un conjunto de datos de estas características, ni en Estados Unidos ni en ningún otro país del mundo. Cuando la información fue finalmente compilada —las cintas en el ordenador y los datos procesados— se reforzó mucho la autoridad de la idea de que la especulación provoca precios de mercado perfectos.

Esta misma «cinta CRSP», considerablemente actualizada, sigue siendo la fuente principal de los precios diarios de valores individuales si retrocedemos hasta 1926. Al llevar el análisis financiero a la era de la informática, la hipótesis de los mercados eficientes adquirió categoría de

icono, y como resultado llevó a la gente a deducir mucho —de hecho, demasiado— sobre la perfección de los mercados.

El hallazgo de que las fluctuaciones día a día en los precios de las acciones son difíciles de prever no debe resultar tan sorprendente: si hubiera una simple estrategia comercial que ofreciera un beneficio continuado ni que fuera de una décima parte de un porcentaje al día, eso daría un rendimiento anual de más del 30 por ciento. Está claro que alguien ya habría aplicado esta estrategia comercial, y sus seguidores, compitiendo entre ellos, hubieran provocado el efecto de eliminar la oportunidad en el mercado. Éste tendría que ser el efecto, puesto que no todos podemos hacernos ricos comerciando entre nosotros. Disponer de datos diarios en la cinta del CRSP hizo posible la elaboración de voluminosos estudios que confirmaban lo evidente: que no es muy fácil hacerse realmente rico en poco tiempo a través de las operaciones bursátiles a corto plazo.

Buena parte del motor de la investigación académica se centró en poner a prueba un aspecto de la hipótesis de los mercados eficientes: si resulta fácil para los operadores astutos vencer al mercado. Otro aspecto de la hipótesis —si los precios se comportan de la manera que deberían si los mercados funcionasen realmente tan bien— es mucho más difícil de poner a prueba.

A medida que el entusiasmo por la hipótesis de los mercados eficientes crecía después de que el mítico artículo de Fama en 1965 alcanzara niveles muy altos, también se instalaba un grado nocivo de credulidad en personas que confiaban su dinero a los mercados financieros. Los inversores perdieron la sensación de que los mercados son un estado de opinión y que sus fluctuaciones representan, en una parte considerable, el humor cambiante de la opinión pública.

De hecho, si consideramos el mercado de valores agregado, se hace patente que los cambios de precio en Estados Unidos se han debido principalmente a cambios en el estado de ánimo o a la actitud o a algo más no relacionado con los cambios reales en el valor subyacente a los que los cambios están constantemente adscritos. En mi artículo de 1981 «Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?», presentaba pruebas, usando datos bursátiles de Estados Unidos desde 1871, de que las bases que corresponden al mercado de valores agregado, simplemente, no han cambiado nunca demasiado de un año a otro.[261] Si la gente hubiera conocido el futuro perfectamente y hubiera determinado los precios de forma adecuada, la Bolsa se hubiera comportado bastante como una tendencia estable al alza, de modo que no tiene sentido pensar que todas estas fluctuaciones arriba y abajo alrededor de esta tendencia podrían atribuirse a «nueva información» sobre el futuro. En cambio, está el exceso de volatilidad de los mercados.

Así, por ejemplo, el *crash* bursátil de 1929 no estaba justificado por la depresión que le siguió. Aunque la gente en 1929 hubiera sabido que una quiebra económica era inminente, aunque hubieran tenido una bola de cristal perfecta, no habrían rebajado demasiado los precios de los valores de la Bolsa de Estados Unidos. De hecho a las empresas estadounidenses durante la Gran Depresión les fue mucho mejor de lo que nuestras embellecidas historias cuentan: ni una sola empresa de las treinta que estaban en el índice industrial Dow Jones hizo bancarrota y las grandes corporaciones estadounidenses, en conjunto, funcionaron bastante bien; es decir, rebajaron su reparto de dividendos unos pocos años y luego volvieron a la tendencia natural. El

valor de una acción en una empresa debería estar asociado al valor presente de todos los futuros dividendos, y no sólo de los dividendos de unos pocos años futuros. Así, si el *crash* de 1929 fue una reacción a la información sobre el futuro, fue una reacción atrozmente exagerada.

Para poner un ejemplo más reciente, observemos la reacción del mercado cuando una reunión de líderes europeos en Bruselas anunció, el 27 de octubre de 2011, un amplio paquete de medidas para tratar con la crisis financiera del momento. Dijeron que iban a ampliar su fondo de rescate, a recapitalizar los bancos y a reducir la carga de deuda de Grecia. El índice bursátil alemán DAX subió un 5,3 por ciento en un día.

La prensa sugirió, por la manera en que citaba a la gente y se refería a los «datos» económicos, que los cambios de precios tenían cierto sentido básico. En los días posteriores, la volatilidad en los cambios de precios fue interpretada como una reevaluación de las noticias sobre la economía europea. Las sugerencias de que los cambios de precios agregados son, en su esencia, de origen psicológico, se omiten a menudo en los noticiarios, como si fuera de consenso común e irrefutable que los mercados son eficientes.

La mayoría de los comentaristas financieros, al parecer, no han oído hablar nunca del exceso de volatilidad, y siguen escribiendo sus noticias sobre las fluctuaciones diarias en la Bolsa como si el mercado estuviera dominado por operadores con mentes afiladas como espadas y por ordenadores de alta velocidad que tienen una comprensión profunda de la economía y entienden el valor de cada matiz en las novedades económicas de hoy. Escribir de esta manera ilusiona a sus lectores, y la mayoría de estos redactores no están por la labor de desafiar la cómoda sabiduría convencional.

Es cierto que muchos traders tienen la mente muy afilada, pero el juego en el que participan no consiste en general en involucrarse en las predicciones macroeconómicas. En cambio, juegan los unos contra los otros: un juego de adivinar la psicología del otro.

Este exceso de volatilidad del mercado de valores agregado en Estados Unidos, a pesar de cierta controversia sobre él, es, en mi opinión, un hecho establecido.[262] Eso no significa que las fluctuaciones en las Bolsas de China o India, en las que las bases subyacentes cambian mucho más rápido, sean tan irracionales, y tampoco significa que todos los mercados especulativos sean tan locos como los mercados de valores agregados. En el capítulo siguiente veremos que las fluctuaciones en los precios de las acciones de *empresas individuales* tienen, de alguna manera, más sentido. Si la controversia de los mercados eficientes nos enseña algo, es que debemos considerar más detenidamente lo que impulsa *realmente* a los mercados agregados.

Alma animal

El éxito de nuestros mercados financieros a la hora de producir prosperidad tiene demasiado que ver con la manera en que guía nuestro lado animal, nuestro estímulo interior a la acción, algo que John Maynard Keynes describió como «una necesidad espontánea de actuar», en vez de un cálculo cuidadoso y deliberado. Él creía que las decisiones empresariales reales son de tipo emocional, y no «el resultado de un promedio sopesado de los beneficios cuantitativos

multiplicado por las probabilidades cuantitativas [...]. Por lo tanto, si el alma animal está debilitada y el optimismo espontáneo se tambalea, dejándonos nada más que con una expectativa matemática, la iniciativa se tambaleará y morirá; aunque los miedos a las pérdidas puedan tener una base no menos razonable de la que las esperanzas de beneficios habían tenido antes».[263]

Mi colega George Akerlof y yo estábamos tan convencidos de la importancia de estas fluctuaciones en el alma animal, y de su importancia en la crisis económica mundial, que escribimos un libro sobre ello: *Animal Spirits*.[264] Las fluctuaciones de instinto animal que se comparten entre un número amplio de personas son, afirmábamos, fenómenos sociales, el resultado de un contagio social epidémico, que hace que estas fluctuaciones sean muy difíciles de comprender y de predecir.

Parte de la fragilidad inherente a nuestro proceso de toma de decisiones se puede apreciar si miramos hacia adentro y nos observamos cuando decidimos sobre si lanzarnos a alguna aventura que comportará tiempo y riesgo. Este tipo de decisiones tiene un fuerte componente emocional.

Al final, las opiniones humanas están impulsadas por las emociones, y su origen es en buena parte subconsciente. Marcel Proust, novelista introspectivo, nos ofrece a través de la voz de uno de sus protagonistas una muestra de estas tormentas internas. Reflexiona sobre el misterio de sus propias fluctuaciones en el instinto animal: «Y empiezo por preguntarme a mí mismo qué podría ser ese estado desconocido que no viene acompañado de ninguna prueba lógica, sino de la sola evidencia de su dicha, en realidad, y en cuya presencia los otros estados de la conciencia se han evaporado».[265]

La decisión no sólo de avisar a los amigos sobre una inversión interesante cuyas bases no pueden ser verificadas, sino de literalmente saquear los ahorros de toda la vida y arriesgarlos para hacer la inversión es una decisión emocional que no puede tomarse a la ligera. Debe estar influenciada por el medio social y por la psicología de los demás.

Si volvemos a leer la formulación original de Eugene Fama de la teoría de los mercados eficientes, como comentábamos antes en este capítulo, desde nuestro punto de vista parece un poco simplista dar por hecho que los «participantes inteligentes» saben cómo reflejar la información nueva, a medida que llega, sobre los precios financieros, y que son perfectamente lógicos y están dispuestos a jugarse sus fortunas basándose en este conocimiento. Tal punto de vista presupone que disponen de un modelo económico sólido que les dice precisamente cuánto deben cambiar los precios debido a cualquier información nueva. En realidad, no siempre es fácil decir en qué dirección una noticia económica empujará el precio de unas acciones; más allá de esto, casi siempre es extremadamente difícil saber en cuánto variará el precio y todavía más confuso si el precio estaba donde debía estar antes de saberse la noticia. Cualquier modelo de valores bursátiles es en realidad sólo asunto de opinión, y el modelo debe estar sujeto al cambio. Además, la estructura del mundo y de la economía está siempre cambiando de maneras nuevas y distintas, de modo que los análisis estadísticos del pasado tienen una importancia cuestionable. Por lo tanto, nadie sabe realmente cómo hacer la reflexión que Fama presupone. No hay manera de evitar el papel de los instintos animales en el impulso de los precios y de la actividad financiera.

La selección y el comportamiento especulativo

Los países y las ciudades que parecen tener mucho éxito generando buenos instintos animales y buenas iniciativas empresariales son objeto de imitación en todo el mundo. Lugares menos afortunados del planeta se preguntan cómo obtener los mismos resultados... un problema de suma importancia.

Sin embargo, una evaluación realista de la situación sugiere que estos instintos animales no pueden ser exportados con éxito, de forma plena, a todos los lugares del mundo, puesto que, de hecho, estas zonas del mundo en las que predominan estos instintos pueden haberse vuelto así a base de seleccionar el tipo de personas que irán a vivir en ellas.

John Gartner, psiquiatra en la John Hopkins University Medical School, afirma que los países que tienen una parte considerable de inmigrantes autoseleccionados entre sus ciudadanos han atraído a un buen número de personas maníacas e «hipomaníacas» (una versión contenida de los maníacos).[266] Estados Unidos, Canadá y Nueva Zelanda, señala, según estudios publicados en revistas médicas y psiquiátricas, son los tres países con mayor proporción de gente con enfermedades mentales que se ajustan a la definición médica del trastorno bipolar. Por tanto, probablemente también tengan una proporción alta de personas hipomaníacas. Son todas ellas naciones de inmigración autoseleccionada que ha tenido que superar obstáculos para llegar a sus puertas. Diría que hay otros centros de negocios, como Dubái, Hong Kong o Singapur, que han sido favorecidos por una selección parecida. La gente que emigra del entorno confortable en el que ha crecido está, por tanto, seleccionada naturalmente para ciertos rasgos, tanto genéticos como culturales. Estas personas hipomaníacas son, de natural, más emprendedoras.

Me he planteado la validez de la teoría de Gartner a partir del hecho de que todos los países del mundo, y en especial todos los no africanos, han sido en algún momento de la historia el producto de oleadas de inmigración. Pero las migraciones antiguas es más probable que fueran de poblaciones enteras, más que de individuos aislados, y hasta en el caso de que se tratara de individuos aislados las migraciones pudieron haber sido al azar, más que el resultado de una misión aventurada en busca de una vida mejor en solitario o como pequeño núcleo familiar. La sociedad moderna permite emigrar mucho más libremente como individuo, y eso intensifica el efecto de selección.

Pienso en mi propia historia familiar. Mis cuatro abuelos llegaron a Estados Unidos hace más de cien años desde Lituania, por separado. Mi abuelo paterno, George Shiller, emigró solo, como él me contó, para evitar su incorporación al ejército ruso por aquellos a los que consideraba ocupantes de su país. Mi abuela paterna, Amelia Millar, emigró sola a los dieciocho años, sin apenas hablar inglés, para evitar un matrimonio de conveniencia con un hombre al que odiaba. Haciéndolo, sin duda, demostraba cierto carácter. Mi abuelo materno, Vincas Radziwil, vino en busca de formación en el Cleveland Institute of Art. Mi abuela materna, Rosalia erys, no me contó nunca los motivos por los que emigró sola, pero sé que su periplo no estuvo exento de ciertas dificultades, entre las que hubo de encontrarse sola en Londres durante dos años. Todos ellos se podrían considerar como al menos con algún rastro de hipomanía por lanzarse a tales

aventuras solitarias, y me pregunto lo que esta selección dice de mi propia configuración.

Las historias que he oído sobre emigración ilegal de China a Hong Kong en los tiempos de Mao Zedong —incluyendo travesías nocturnas a nado de varias millas por el río Perla, sólo para acabar capturado y castigado por los guardias y luego, semanas más tarde, volverlo a intentar— superan incluso las de mis abuelos. Y me pregunto hasta qué punto el dinamismo de las zonas urbanas de todo el mundo tiene que ver con la selección hipomaníaca, puesto que dejar la paz de una zona rural para incorporarse a una urbe remota pero emocionante sugiere un proceso parecido de autoselección.

Responsabilidad limitada

Hay formas de negocio que también implican la selección de gente. Las instituciones financieras en los países económicamente desarrollados han sido diseñadas para canalizar la expresión constructiva del rasgo especulativo de la personalidad. Las propias instituciones pueden seleccionar hipomanía, incluso dentro de un solo país, a base de juntar gente de estas características, donde formen un conjunto hipomaníaco mayor.

Hoy día es habitual en todo el mundo que los inversores en acciones de compañías que cotizan en Bolsa tengan garantizada la responsabilidad limitada, lo que significa que los inversores no pueden ser denunciados por las transgresiones que cometa la empresa. El inversor puede descansar tranquilo: lo máximo que puede perder es la cantidad pagada inicialmente por las acciones. Para muchos, esto convierte la inversión en acciones en una experiencia casi placentera, como comprar un billete de lotería: una vez has pagado por la experiencia te puedes sentar y saborear la posibilidad de que la inversión produzca mucho dinero. De hecho, los inventores de la responsabilidad limitada general, hace siglos, comprendieron esta psicología, y fue parte de su motivación a la hora de promulgar leyes de responsabilidad limitada.[267]

La responsabilidad limitada es un ejemplo de institución financiera diseñada para que la gente saque su instinto animal. Los mercados financieros, con su responsabilidad limitada, estimulan una especie de espíritu jugador que, aunque no gana muy a menudo, en algunas ocasiones raras puede producir logros empresariales mayores.

La idea de que uno puede participar en una aventura especulativa sin más consecuencias que la pérdida del dinero originariamente invertido en la compra de acciones inspira una sensación de emoción juguetona. De hecho, el juego en el que uno participa puede hasta ser aceptable para su pareja, porque el riesgo está simple y claramente limitado.[268]

Y es por esto, finalmente, que países de todo el mundo han visto adecuado instaurar leyes de responsabilidad limitada que dejen lo más claro posible que participar en el mercado de valores no produce consecuencias negativas inesperadas. Y por eso necesitamos estas leyes. Es cierto que las empresas podrían dar a sus accionistas, individualmente, responsabilidad limitada, incluso en ausencia de una ley ad hoc, simplemente adquiriendo un seguro que los proteja de cualquier pérdida más allá de su inversión inicial, de la misma manera que actualmente para los directivos adquieren seguros que los protegen de las demandas contra ellos como personas

jurídicas. No obstante, eso no ofrecería nunca una protección al cien por cien, puesto que habría que ver si la póliza de seguros es sólida, si tiene deducibles o exclusiones, y si la empresa mantiene la póliza a lo largo del tiempo. Cuando se tiene la responsabilidad limitada para el accionista como principio fundamental, universal y permanente, los accionistas pueden recrearse en sus fantasías de ganancias potencialmente ilimitadas y dormir tranquilos por la noche, ya que han puesto límites a sus pérdidas.

Un alejamiento de las sociedades para crear corporaciones públicas con responsabilidad limitada

La sociedad es una estructura natural por la que un número reducido de personas organizan un negocio y en la que la reputación y la integridad son de especial importancia. Tradicionalmente, las entidades profesionales —ya sean de banca de inversiones, abogados, consultorías o contabilidad— han adoptado la forma de sociedad. Los socios son propietarios y carecen de responsabilidad limitada. Pero, en particular en la banca de inversiones, en las últimas décadas la forma de sociedad ha ido desapareciendo, lo que ha provocado preocupación sobre el hecho de que algunos de los factores que contribuyen a la integridad de nuestros mercados financieros se están perdiendo, que se está animando a la especulación desatada y que este cambio puede haber contribuido a la grave crisis económica iniciada en 2007.

Hasta 1970, la Bolsa de Nueva York obligaba a que las empresas miembro fueran sociedades, porque se creía en la superioridad de esta forma de organización (y probablemente también por motivos anticompetencia).[269] No obstante, con el tiempo, los cambios en la tecnología del negocio que impulsaban la formación de empresas a gran escala llevó a la Bolsa a relajar esta norma, y, después de este cambio, las finanzas vieron un abandono masivo de la estructura de sociedad.

Donaldson, Lufkin & Jenrette cambió su estructura de sociedad y entró en Bolsa en 1970. Le siguieron Merrill Lynch en 1971; Lehman Brothers en 1984 cuando fue adquirido por Shearson / American Express y luego se independizó; Bear Stearns en 1985; Morgan Stanley en 1986; y Goldman Sachs en 1999. De entre las principales firmas en Estados Unidos, sólo Brown Brothers Harriman conserva la estructura de sociedad, y sus socios siguen sufriendo los problemas y los riesgos de esta estructura.

En una sociedad tradicional, la inversión de los socios en su negocio es altamente ilíquida: no pueden salir fácilmente y su valor es opaco, puesto que las acciones no se compran o venden minuto a minuto; ellos son su negocio, y la ley fiscal los acepta rutinariamente como contribuyentes individuales, sin impuestos sobre los beneficios de la organización; no tienen una responsabilidad limitada, sino que son individualmente responsables si se demanda a la sociedad; y si la sociedad quiebra, lo pueden perder todo.

Los socios deben soportar su inversión y sus riesgos buena parte de sus vidas, y, por lo tanto, la estructura de sociedad puede dar mucho trabajo de cooperación y efectivo. Por el hecho de no poder salir fácilmente a través de la venta de acciones, cuando detectan problemas en la

organización deben comprometerse a solucionarlos. Así, la forma de sociedad se considera en general que es apta para un tipo de persona distinta, que anima a los socios a ser muy selectivos a la hora de encontrar nuevos socios, y que crea un fuerte sentido del compromiso entre ellos.

El problema que se cita más a menudo sobre la estructura de sociedad es que una firma tiene dificultades para crecer mientras se aferre a esta forma. Para la banca de inversiones y las agencias de operaciones bursátiles es muy importante la economía de escala. Para las sociedades es difícil incorporar a nuevos socios porque los socios, temiendo las consecuencias de la responsabilidad limitada, sienten la necesidad de saberlo todo sobre sus colegas: quieren conocer su temperamento, lo cual puede llevar años de determinar, y, más allá de esto, deben tener cierta percepción de su riqueza, puesto que si te asocias con alguien que dispone de menos activos que tú, eres más vulnerable que él a efectos de la responsabilidad ilimitada.[270] El precio de una acción en la sociedad es, por tanto, distinto para cada nuevo socio, y el problema de reunir la información es considerable. En cambio, en una corporación, todas las acciones tienen el mismo valor para todo el mundo, y uno no tiene más que fijarse en la liquidez de la corporación a la hora de decidir si invierte.

El declive en la estructura de sociedad en Wall Street pudo haber contribuido a la crisis iniciada en 2007, puesto que parece haber reducido los incentivos para gestionar la reputación a largo plazo y los riesgos a largo plazo en favor de una estructura que anima al rápido crecimiento de la empresa. Está claro que los apetitos especulativos se abren ante el espectáculo de las rápidas fluctuaciones de los precios de las empresas que cotizan en Bolsa y que antes fueron sociedades, y la caída final de firmas como Bear Stearns, Lehman Brothers y Merrill Lynch —y del conjunto de la economía— puede estar relacionada con los cambios producidos por el fin de la estructura de sociedad.

Incentivar los aspectos positivos de la especulación financiera

Charles Conant, citado al principio de este capítulo, estaba desde luego en lo cierto: la actividad especulativa es fundamental para el funcionamiento de la economía moderna. Es fundamental por factores económicos convencionales: la información que revelan los mercados especulativos y las llamadas a la acción que estos precios generan. Es también fundamental para el estímulo que estos mercados dan al instinto animal, para impulsar a la gente con una inclinación adecuada por el riesgo a unirse y trabajar junta.

Hay economistas conductuales que han unido esfuerzos para canalizar constructivamente el impulso especulador para ayudar a las personas a tomar mejores decisiones financieras. Por ejemplo, Peter Tufano y Daniel Schneider han propuesto el ahorro «asociado a la lotería», una alteración de las loterías estatales para que transformen el impulso del juego en un impulso de ahorro.[271]

No obstante, eso no quiere decir que canalizar cualquier actividad hacia los mercados especulativos sea necesariamente bueno. En retrospectiva, visto desde el punto de vista de nuestra grave crisis financiera, parece que a los bancos de inversión les podría haber ido mejor

conservando la estructura de sociedad, en vez de que sus acciones se estuvieran vendiendo y comprando día a día en la Bolsa, incluso si esta estructura disminuye el flujo de información y el ritmo de crecimiento de la institución.

Cualquier cambio en las instituciones financieras es un experimento, y sólo después de muchos años de experiencia en ellas sabremos lo bien que funcionarán. No hay respuesta sencilla a qué forma deben adoptar nuestras instituciones económicas, pues diseñarlas es difícil, puesto que el diseño debe acomodar una amplia gama de debilidades humanas, y tenemos que tener en cuenta aspectos como el tipo de personas que se seleccionan en formas alternativas de instituciones financieras y cómo se relacionarían éstas entre ellas en momentos de crisis.

El capítulo siguiente contempla las más destacadas de estas debilidades, la preocupante tendencia de los mercados de formar burbujas, cuya recurrencia ha provocado numerosas crisis financieras a lo largo de la historia, incluyendo la más reciente. Pero, como veremos, puede haber analogías comparables, o incluso mayores, a las burbujas especulativas asociadas a la actividad económica incluso donde no hay mercados especulativos. Veremos, asimismo, que el problema con las burbujas versa sobre cómo tratar con el comportamiento universal de las personas, no con el comportamiento de esas entidades abstractas llamadas mercados.

26

Las burbujas especulativas y su coste para la sociedad

La historia económica está salpicada de muchas historias de burbujas especulativas, su estallido y el descalabro económico resultante. Hay más historias como éstas de las que cualquiera de nosotros es capaz de recordar, e incluso antes de que existieran los mercados de valores ya había importantes fluctuaciones económicas en los precios especulativos de los activos. Hay historias vagas de burbujas inmobiliarias ya en la antigua Roma, en tiempos de Julio César y del emperador Adriano. Las grandes oscilaciones en el precio de las tierras ya provocaban grandes malestares antes de que existieran los mercados de valores de cualquier tamaño. Después del invento del periódico a comienzos del siglo XVII, las noticias de burbujas empezaron a adoptar su forma moderna, y la intensidad y la frecuencia de los informes sobre éstas subieron considerablemente. La recurrencia intermitente de estas noticias es parte integral de la vida en un sistema de capitalismo financiero.

¿Qué es exactamente una burbuja especulativa?

Cuando redactaba la segunda edición de mi libro *Irrational Exuberance* en 2005, me sorprendió el hecho de que no parecía existir una buena definición de «burbuja especulativa». Los diccionarios daban sólo vagas acepciones generales de la palabra *burbuja* en este contexto, como algo insustancial o lleno de aire.

Los libros de texto de finanzas en la era de los mercados eficientes ni siquiera mencionaban el término. Ha parecido, al menos hasta hace poco, que era un término utilizado por la prensa popular más que por los académicos. De modo que decidí escribir mi propia definición, que parecía captar lo que la gente suele querer decir cuando se refieren a las burbujas:

> Defino la burbuja especulativa como la situación en que las noticias de las subidas del precio provocan el entusiasmo de los inversores, lo que se extiende por contagio psicológico de una persona a otra, lo que a su vez amplifica las noticias, lo que podría justificar los incrementos del precio y atraer una clase cada vez más amplia de inversores, los cuales, a pesar de sus dudas sobre el valor real de una inversión, se ven atraídos a hacerla en parte por envidia del éxito de los demás, en parte por la excitación del juego.[272]

Al volver a leer esta definición años más tarde, me llama la atención la cantidad de términos psicológicos o emocionales que contiene: *entusiasmo, contagio psicológico, dudas, envidia,*

incitación al juego. La mayoría de los economistas no pondrían estas palabras en la definición de ningún término de su campo, puesto que sugieren la primacía de emociones puras en una decisión económica. Pero a mí me pareció que la presencia de este tipo de emociones en elevadas cantidades de personas es lo que identifica una burbuja.

Tal vez sería mejor definir una lista de los síntomas de una burbuja. Las burbujas son un fenómeno que se puede comparar con una enfermedad mental social, y no todas son idénticas. Necesitamos algo parecido a los criterios de diagnóstico que la Asociación Americana de Psiquiatría aportó con su *Diagnostic and Statistical Manual of Mental Disorders*, ahora en su cuarta edición (*DSM-IV*). Los psiquiatras que desean diagnosticar el estado mental de un paciente no suelen poder apoyarse en factores concretos como los cultivos bacterianos o las imágenes por rayos X que otros médicos utilizan para determinar sus diagnósticos. El *DSM-IV* ofrece una lista numerada de los posibles síntomas de todos los trastornos mentales conocidos, y un número necesario de estos síntomas de la lista para que el diagnóstico sea válido, lo que permite hacer un juicio que pueda resultar replicable por parte de distintos psiquiatras, lo que también permite elaborar estadísticas útiles de la enfermedad.

Epidemias sociales

No obstante, una burbuja especulativa se diferencia de una enfermedad mental en que se trata de un fenómeno social, resultado de una interacción entre grandes cantidades de gente casi siempre normal. Una burbuja positiva ocurre cuando la gente observa una subida de precios en algún mercado especulativo y esto provoca un bucle de reacciones.

Las subidas de precios atraen la atención, tanto en la prensa como entre la gente, hacia teorías —a menudo llamadas teorías de la nueva era, historias inspiradas sobre por qué el futuro será espectacularmente mejor que el pasado— que justifican los incrementos de precio, y más gente decide comprar, lo que hace subir el precio todavía más. A cada etapa del bucle, los precios deben incrementarse lo bastante para que algunos de los propietarios existentes del activo empiecen a pensar que el precio es demasiado alto y, por lo tanto, vendan, conservando de momento la igualdad de oferta y demanda. En cada etapa del bucle, el contagio de las teorías de la nueva era atrae nueva demanda, lo que a su vez se intensifica por la atención pública generada por los aumentos de precios. A medida que los bucles se van repitiendo, las noticias se vuelven cada vez más prominentes y la desviación de precios todavía mayor.

En una burbuja negativa ocurre lo mismo, excepto que la caída de precios genera noticias negativas —historias de catástrofes— que animan a vender. El bucle de reacción significa que la caída de precios impulsa las noticias de catástrofe, la atención del público general hacia ellas lleva a una mayor caída de los precios, y así sucesivamente. A cada iteración del bucle, los precios deben caer lo bastante como para que algunos inversores adquieran los activos que otros venden, a pesar de la prominencia creciente de las noticias negativas.

Las burbujas generan oportunidades de beneficio para aquellos que ven y entienden lo que ocurre, y la actividad de estas personas tiende a resultar estabilizadora. De todos modos, ésta

suele ser limitada, puesto que el final de la burbuja, ya sea positiva o negativa, nunca se sabe con certeza cuál será. Los frecuentes cambios breves en el mercado que parecen marcar el final de la burbuja —por falaces que sean— no hacen más que confundir a la gente. Apostar contra una burbuja es un asunto arriesgado. De hecho, sigue siendo un misterio hasta la burbuja en sí, pues no hay manera de demostrar que existe, puesto que las burbujas no se pueden cuantificar, y los cambios en las ratios, como las de precio-ganancias, no son nunca prueba de una burbuja. No hay las bastantes burbujas importantes en un mercado o país relativas a la vida profesional activa de una persona como para permitirnos labrarnos una reputación segura como explotador de burbujas. Ni tampoco hay las suficientes como para permitir que las instituciones u organizaciones gubernamentales se ganen la reputación que las cualificaría para convencer a los inversores o a los contribuyentes de que aportasen masivamente el capital necesario para apoyarse en las burbujas incipientes y, así, impedir que se desarrollen.

Los sociólogos nos han contado de epidemias sociales ocurridas en el pasado, aunque la mayoría de éstas no estaban relacionadas con las finanzas y, técnicamente, no eran burbujas especulativas. Y, sin embargo, si queremos entender el funcionamiento de las burbujas especulativas, tenemos que apoyarnos en la comprensión que la sociología moderna nos ofrece de estas epidemias, así como en la moderna neurociencia.

La coordinación de todos los agentes distintos que constituyen el cerebro es imperfecta, puesto que los procesos evolutivos que le han dado forma no lo han convertido en una máquina perfecta. En nuestra evolución, el cerebro mamífero se construyó «encima de» el cerebro reptil, y así, en nuestros cerebros hay cierto grado de duplicación y contradicción. Como una casa a la que con los años se le han ido añadiendo alas, el conjunto de la estructura no está totalmente unificado y hay zonas frías y áreas de ráfagas. Todavía hay «errores cerebrales» —parecidos a los informáticos—, como el neurocientífico Dean Buonomano lo ha caracterizado en un libro titulado *Brain Bugs*: «Dicho llanamente, nuestro cerebro está intrínsecamente bien indicado para algunas tareas, pero mal construido para otras. Por desgracia, los puntos débiles del cerebro incluyen reconocer qué tareas son de cada tipo, de modo que, en su mayor parte, seguimos ignorando felizmente hasta qué punto nuestras vidas están gobernadas por estos *errores cerebrales*».[273]

Las burbujas especulativas están efectivamente en todo el sistema financiero de una serie de estos errores cerebrales. Cité algunos de ellos en *Irrational Exuberance*. Los errores incluyen:

- *Aferrarse*, la tendencia a dejarse influenciar por indicaciones superfluas en circunstancias ambiguas.
- La tendencia a dejarnos influenciar demasiado por los *cuentos*, en especial los que tienen un interés humano.
- *El exceso de confianza*, en especial en opiniones que involucran el ego.
- *Razonamiento no consecuencialista*, la dificultad de pensar a través de una serie de acontecimientos hipotéticos que podrían potencialmente ocurrir en el futuro.
- *La influencia social*, la tendencia a adoptar las actitudes de los que nos rodean sin darnos cuenta de que lo hacemos.

Todos estos factores crean una vulnerabilidad frente a los virus de pensamiento o *memes*, ideas que se extienden entre la población de manera análoga a los virus. Existe también una disonancia cognitiva, de la que hemos hablado previamente. Durante una burbuja, ésta funciona tanto a nivel individual como cultural. En este último caso, contribuye a la proliferación de una sabiduría convencional que justifica las actividades propicias a la burbuja en las que ya estamos involucrados. Hay personas que alimentan activamente esta sabiduría convencional, puesto que cualquier cosa que la desbarate evocará la disonancia cognitiva en aquellos que la han interiorizado, y que, además, pueden haber hecho disposiciones de negocio o haber apostado según esta sabiduría.

Burbujas de inversión no financieras

Cuando pensamos en cómo regular o prevenirlas, es importante reconocer que las burbujas especulativas son sólo un ejemplo de epidemia social particularmente frecuente y visible. La anterior descripción de epidemia social que crea burbujas especulativas presupone la existencia de los mercados financieros que revelan los precios de activos especulativos y medios de comunicación que divulgan información sobre éstos, de modo que los movimientos de precio pueden acelerar el contagio de la mentalidad de burbuja. Pero el proceso de una epidemia social que afecta a la economía puede ocurrir incluso en ausencia total de mercados financieros, aunque sería entonces necesariamente distinto.

Para hallar ejemplos claros tenemos que fijarnos en las economías que no disponen de mercados financieros. Pongamos por ejemplo las de planificación central de la época de los comunismos del siglo XX. A estos ejemplos normalmente no se los conoce como «burbujas», puesto que el dominio de la economía no implicaba a un amplio segmento de la población. El pensamiento de burbuja que subyace en estas economías era menos visible y menos notorio, pero no por ello menos intenso y desastroso.

En la Unión Soviética, el plan de colectivización de 1929 tiene rasgos de burbuja especulativa. Éste requería una reorganización masiva de la agricultura desde las pequeñas explotaciones individuales a enormes colectivas, a las que se dotaría con moderna maquinaria agrícola para aumentar la productividad. El gobierno soviético promocionó el plan ante el público general para animar a su entusiasta implementación.

Sus previsiones iniciales de éxito fueron tan descabelladas y enormemente hinchadas como las de cualquier burbuja financiera. El público participó del entusiasmo y hasta se puso de moda poner nombres a los recién nacidos como Tractor, Katsiya Eléctrica y cosas parecidas.

No había manera de comprar acciones en las estructuras de colectivización, aunque se podía invertir indirectamente en una granja colectiva participando como trabajador aspirante a ascensos y gratificaciones. De manera más significativa, en ningún mercado constaba ningún precio por una inversión de estas características, ni tampoco había ninguna fuerza atenuante de la burbuja, a través de la comparación de precios con inversiones alternativas o de ventas a corto plazo. No

hubo ninguna publicación de balances ni de informes de ganancias, ni analistas independientes que pudieran criticar abiertamente las nuevas empresas. Al final, la burbuja demostró ser un desastre. En la hambruna de 1932-1933 murieron once millones de personas, lo que estuvo directamente relacionado con el descalabro agrícola que supuso la colectivización.

El Gran Salto Adelante («The Great Leap Forward») de la China comunista entre 1958 y 1961 fue otra de estas burbujas de inversión que tuvo lugar en ausencia de mercados financieros. El plan suponía tanto la colectivización agrícola como una promoción agresiva de la industria, en especial de la metalúrgica del hierro y del acero. De nuevo, ausencia total de precios de mercado, de informes de pérdidas y beneficios, de analistas independientes. La producción de acero iba a llevarse a cabo en fundiciones de patio que resultarían ridículas a los analistas de la industria del sector, pero los que lo entendían en aquellos momentos no tenían ninguna influencia en China y, por supuesto, no había manera de acortar el Gran Salto Adelante. Como resultado de esta burbuja, la mano de obra y los recursos agrícolas fueron desviados rápidamente hacia la industria, con la nefasta consecuencia de una terrible hambruna, con decenas de millones de muertos.[274]

El Gran Salto Adelante tiene también rasgos de esquema Ponzi. Hay informes que dicen que Mao Zedong, al visitar una moderna planta de acero en Manchuria en 1959, tuvo dudas de que las fundiciones en patios fueran buena idea. Según su médico personal y más tarde biógrafo, Li Zhisui, «no dio orden de detener las fundiciones de patio. El terrible desperdicio de recursos humanos y materiales, el desastroso rendimiento de las fundiciones caseras no eran su preocupación principal. Mao seguía sin querer hacer nada que empañara el entusiasmo de las masas».[275] El Gran Salto Adelante, al igual que la Revolución Cultural que le siguió, fue básicamente un plan calculado para crear un contagio social de ideas.

El fraude contable desempeñó un papel muy importante en el desastre creado por el Gran Salto Adelante, puesto que el invento creó un incentivo para que los colectivos exageraran las cosechas que declaraban y no había reguladores que garantizaran que los informes eran honestos. Cuando el gobierno central exigía su parte de los frutos declarados, quedaba muy poco para alimentar a los productores.

Hay quien puede objetar que estos hechos no fueron realmente burbujas especuladoras porque las actividades fueron impuestas a la población por gobiernos totalitarios, y que las muertes reflejan más el error de gobierno que el de inversión.

Así y todo, tenían rasgos de burbuja. El simple hecho de que en cada caso el gobierno pudiera sacar adelante sus planes durante tanto tiempo y a una escala tan masiva debe de significar que contó con un entusiasta apoyo popular de las ideas subyacentes.

Por suerte, ninguna burbuja especuladora de ningún país financiero avanzado ha tenido nunca las desastrosas consecuencias de la colectivización soviética o del Gran Salto Adelante chino. La presencia de mercados libres, analistas, balances e informes de pérdidas e ingresos limita al menos la magnitud de estos desastres.

Guerras y burbujas

La primera guerra mundial fue, en cierto sentido, una burbuja. Como en muchos conflictos, el hecho que la precipitó, el asesinato del archiduque Francisco Fernando de Austria, perdió importancia a medida que avanzaba la secuencia de reacciones y contrarreacciones, un bucle que ninguno de los participantes parecía capaz de detener.

Emil Lederer, sociólogo, comentó en 1915 que estaba impresionado por la transformación de la sociedad a través de la guerra. La práctica del reclutamiento universal, escribió, hizo que la perspectiva de la guerra se convirtiera en un asunto inmensamente personal, que afectaba a casi todas las familias, lo que luego invadió la mentalidad de todos y provocó un cambio en las relaciones interpersonales. Como lo formuló, la *Gesellschaft* («la sociedad») fue sustituida por la *Gemeinschaft* («la comunidad»), lo que hizo imposible distanciarse de las reacciones.[276]

La primera guerra mundial fue de manera tan evidente un bucle destructivo de reacciones que condujo a la creación de mecanismos internacionales que restringieran tales reacciones en el futuro. Éstos incluyeron la Liga de las Naciones que, después de ser incapaz de detener la segunda guerra mundial, fue sustituida por las Naciones Unidas. Una función esencial de este organismo es la mediación en disputas y la colocación de fuerzas de pacificación para interrumpir tales bucles de reacción lo más cerca de sus orígenes que sea posible. Podríamos contar con avances análogos en la restricción de burbujas especulativas, aunque nunca se podrán limitar del todo.

La sociedad justa

Como la fundación de Naciones Unidas en el siglo XX, el siglo XXI está siendo testigo de un progreso hacia el logro de una «sociedad justa». Un ejemplo ha sido el desarrollo de la asociación de naciones conocida como el Grupo de los Veinte (G20), formado en 1999, como institución efectiva de política económica. Esta creación se basa en siglos de avances en el desarrollo de agencias de cooperación internacional entre las grandes potencias, empezando por el Congreso de Viena en 1814-1815. La Liga de las Naciones y las Naciones Unidas fueron hitos importantes, como lo fue el Grupo de los Siete y su sucesor, el Grupo de los Ocho. El Consejo Económico y Social de las Naciones Unidas, y el Segundo Comité de su Asamblea General tuvieron cierto impacto en la formulación de políticas económicas. Pero antes del G20, no había ningún cuerpo de acuerdo internacional que tuviera un papel en la coordinación de políticas económicas.

En el informe de la primera cumbre del grupo, de 15 de noviembre de 2008, los líderes de las naciones del G20 se comprometieron a garantizar que «todas las instituciones sistémicamente importantes sean reguladas adecuadamente».[277] En su declaración del 15 de septiembre de 2009, anunciaban su compromiso con «políticas diseñadas a evitar tanto la recreación de burbujas de activos como la reaparición de flujos financieros globales insostenibles».[278]

En las naciones del mundo desarrollado se están tomando medidas para cumplir con estos compromisos. En Estados Unidos, por ejemplo, la Ley Dodd-Frank ha creado, junto al Financial

Stability Oversight Council, una Oficina de Estudios Financieros, encargada de recoger datos que permitirán tomar decisiones informadas sobre los riesgos sistémicos. En la Unión Europea, la Junta Europea de Riesgos Sistémicos dispone de un Comité Técnico Asesor que ayuda a dilucidar maneras de resolver los problemas parecidos a las burbujas.

Con todo, prevenir las burbujas especulativas y sobreapalancar en una economía es intrínsecamente difícil para cualquier agencia del gobierno. Uno se pregunta qué eficacia tendrán estas agencias, puesto que los ejemplos del pasado no son uniformemente esperanzadores. En 1987, justo después del mayor *crash* bursátil de un solo día en la historia de Estados Unidos, el presidente Ronald Reagan creó una agencia de estas características, el Grupo de Trabajo del Presidente sobre Mercados Financieros, formado por el secretario del Tesoro, el jefe de la Reserva Federal, el jefe de la SEC, y el jefe de la Commodity Futures Trading Commission. Era algo parecido al actual Financial Stability Oversight Council pero con menos miembros. Aparentemente, este organismo no tomó ninguna medida para evitar la actual crisis financiera. El 8 de octubre de 2008, cerca del punto álgido de la crisis, se limitó a emitir una tibia declaración que consistía en descripciones de las distintas acciones que cada una de las cuatro agencias que formaban el grupo de trabajo ya habían emprendido, sin ofrecer ninguna prueba de que la existencia del propio grupo había sido de alguna utilidad.[279]

Las descripciones de las actividades de estas agencias tienden a ser de naturaleza técnica, encuadradas en datos de ratios de capital, flujo transfronterizo de capital y cosas del estilo. Casi nunca incluyen la palabra *burbuja*. El problema parece ser que los contables suelen poder ocultar el significado real de las cifras. Reconocer una burbuja es básico para evitar una crisis financiera, pero reconocer las burbujas es tanto una cuestión de juzgar, a partir de sus acciones, las intenciones y motivos de la gente, como de analizar las propias cifras.

Es por esto que formular planes de nuevas agencias capaces de evitar la formación de burbujas es tan difícil. Y es también por esto que los descalabros que hemos visto durante la presente crisis financiera tenderán a repetirse.

Los reguladores desempeñan un papel importante, pero son humanos. Diseñar instituciones financieras alrededor de las imperfecciones de los reguladores —en la medida de lo posible— es exactamente igual de importante que diseñarlas alrededor de las imperfecciones de los participantes en el mercado.

La importancia de las burbujas

Asumiendo que todo esto es cierto, ¿de qué sirven los precios en los mercados financieros? ¿Qué más pueden hacer aparte de crear burbujas y *crashes*? Se habla mucho entre los apologistas de los mercados especulativos de que los mercados ofrecen el descubrimiento de los precios, lo que significa que crean información importante. Pero ¿cuál es la naturaleza de la información que revelan los mercados? ¿Qué «descubren» en sus precios?

La respuesta es que, aunque el nivel fluctuante de los precios agregados del mercado de valores a lo largo del siglo pasado ha descubierto en general poco más que la psicología

cambiante del mercado, los precios de las acciones siguen significando algo. En particular, y como muy mínimo, está claro que los precios de las acciones individuales aportan información útil.

El economista Paul A. Samuelson opinaba que los precios de las acciones son «microeficientes» y «macroineficientes». Con eso quería decir que hay más verdad en la hipótesis de los mercados eficientes en cuanto a las acciones individuales (micro en el sentido de que hablamos de partes diminutas del mercado agregado) que en cuanto al conjunto del mercado de valores (el lado macro del mercado). Es lo que se conoce como el Dictamen de Samuelson («Samuel son's Dictum»).

En un artículo que escribí con mi antiguo alumno Jeeman Jung, hallamos pruebas que dan cierto respaldo al Dictamen de Samuelson.[280] Observamos que el exceso de volatilidad se hace más aparente en el mercado de valores agregado. Para éste no ha habido nunca demasiadas fluctuaciones en ganancias o dividendos; siempre han seguido una tendencia —con sólo interrupciones a corto plazo que tienden a revertirse en cuestión de pocos años— y, por lo tanto, no deben tener un impacto significativo en los precios de las acciones. Por lo tanto, no ha habido nunca demasiada información veraz que prediga movimientos futuros sustanciales en las ganancias o dividendos de toda la economía lejos de esta tendencia. Así, en el mercado de valores de todo un país, las burbujas han dominado.[281]

No obstante, si nos fijamos en las acciones individuales, y no sólo en el mercado de valores agregado, nos damos cuenta de que los movimientos porcentuales en dividendos son mucho mayores. Incluso si estas acciones son igualmente vulnerables a *booms* y *crashes*, los movimientos grandes en los fundamentos, hasta cierto punto predecibles, ofrecen una justificación de las fluctuaciones en la ratio precio-ganancias.

Por ejemplo, Jung y yo nos fijamos en acciones que todavía no han pagado nunca dividendos, en general jóvenes, emitidas por empresas relativamente nuevas que esperaban compensar más adelante a sus inversores con dividendos. La teoría de los mercados eficientes predice que, aunque no estén pagando dividendos, estas acciones mostrarán unos mayores aumentos de precio con el tiempo que otras acciones, para compensar a los accionistas de la falta de ingresos en dividendos. En las acciones que no pagan dividendos, descubrimos que de hecho, de media, hay una ganancia mayor de capital. El mercado debe de saber algo más, pues de alguna manera otorga un valor a estas acciones, sabedor de que se revalorizarán a una tasa más alta, y de hecho sí tienden a apreciarse a una tasa más alta, de modo que la valoración es significativa.

En un estudio de investigación titulado «What Drives Firm-Level Stock Returns?», el analista financiero Tuomo Vuolteenaho observó las valoraciones de una amplia muestra de acciones estadounidenses a lo largo del estudio anual de más de 36.000 empresas en el período 1954-1996. Sus conclusiones implican que unos dos tercios de la variabilidad en los precios de acciones de empresas individuales parte de las reacciones a la información genuina sobre el flujo de caja esperada de las empresas, y sólo un tercio aproximado de la variabilidad se puede atribuir a cambios en las actitudes de los inversores respecto del riesgo y el momento. No enumeraba qué es lo que podía cambiar estas actitudes, pero las influencias probablemente incluirían las

burbujas especulativas, o posiblemente otros factores que cambian la disposición de los inversores a pagar, como las modas o las tendencias inversoras, los cambios de liquidez, la publicidad sobre las participaciones concretas, la manipulación del mercado, o la disponibilidad cambiante de las acciones a corto plazo. Pero como éstas sólo representan un tercio de la variabilidad de los precios de las acciones individuales, Vuolteenaho confirma que sus movimientos tienen sentido básicamente en cuanto a la información que contienen sobre el futuro.[282]

Fischer Black, coautor de la teoría de la opción de precios Black-Scholes, en su discurso presidencial dirigido a la Asociación Americana de Finanzas, afirmó que la teoría de los mercados eficientes sobre los mercados de valores «parece razonable» si adoptamos la definición adecuada de *eficiente*. Definió *eficiente* como que las acciones empresariales individuales están entre la mitad del valor real y el doble del valor real casi siempre. Y definió como *casi siempre* como «al menos el 90 por ciento».[283]

Esta opinión parece coincidir más o menos con la evaluación hecha por Vuolteenaho. De la manera que yo interpreto las pruebas, los mercados financieros no son perfectos, y una parte sustancial de la variación en los precios de las acciones individuales no es explicable en términos de nada que tenga una buena lógica económica, al menos no una lógica que hoy podamos entender. Las burbujas ocurren con frecuencia y, cuando lo hacen, se notan. Pero en una parte suficiente de la variabilidad de los precios de las acciones individuales, u otros precios de activos individuales, sí tiene sentido que el mercado se mantenga como una fuente de información de enorme importancia para dirigir los recursos.

27

Desigualdad e injusticia

Tenemos muchos motivos para creer que los mercados financieros son bastante útiles. Sin embargo, nuestra fantástica infraestructura económica todavía no nos ha llevado hasta la sociedad armónica que podríamos imaginar. Sigue existiendo la fealdad de la extrema desigualdad económica, de gente que soporta condiciones muy duras mientras otros viven mimados. Aunque cierta desigualdad es, de hecho, en muchos aspectos, algo positivo, por la motivación y el estímulo que proporciona, la arbitraria y extrema plantea problemas.

La aversión pública a la desigualdad está muy arraigada desde antiguo. Se ha demostrado que incluso nuestros parientes lejanos, los primates no humanos, comparten con nosotros esta aversión por la desigualdad.[284] Es necesario que la gente sienta que la sociedad es básicamente justa con ella.

Donde vemos más claramente esta aversión hoy en día es en las protestas de todo el mundo relacionadas con el movimiento Occupy Wall Street y sus variantes. La injusticia de la distribución de los recursos en el capitalismo financiero es un tema de suma importancia. La creciente desigualdad es, desde luego, una preocupación válida y que se debe tener muy presente, pero el capitalismo financiero no necesariamente provoca una distribución injusta de la riqueza. Las políticas públicas nos pueden permitir gozar de los beneficios de las finanzas modernas sin producir esta desigualdad. Antes de llegar a conclusiones injustificadas, debemos examinar la relación entre las finanzas y nuestros problemas con la desigualdad.

Finanzas e injusticia

Parecemos ser capaces de convivir con las personas ricas, e incluso de admirarlas. No hay sensación de injusticia si creemos que el rico, de alguna manera, se ha ganado o se merece su riqueza. La percepción pública de la desigualdad por sí misma no parece estar muy asociada a los despliegues abiertos de rabia, como el terrorismo o los actos antisociales.[285]

Un estudiante universitario con una buena idea para montar un negocio, que deja la universidad, funda una empresa, reúne la financiación para levantarla a pesar de ser ajeno al sistema, y rápidamente se convierte en multimillonario no parece inspirar resentimiento. Para la mayoría, ésta es simplemente una historia interesante. El mayor resentimiento se reserva para las clases sociales que centran su atención exclusivamente en amasar fortunas y ocultarlas de la

mirada del recaudador de impuestos, año tras año y generación tras generación.

Hay un escepticismo bastante extendido respecto de si aquellos que se hacen inmensamente ricos a través de las operaciones financieras son lo bastante merecedores de estas fortunas, o si los paquetes de compensaciones de los más altos ejecutivos son justos.

Cómo están conectados los ricos con las finanzas

Si definimos las finanzas de manera tan amplia como lo hacíamos en la introducción de este libro, la mayoría de la gente más rica del mundo se puede considerar conectada con ellas. Si miramos la lista Forbes 400 de los estadounidenses más ricos, todos ellos multimillonarios, vemos que la inmensa mayoría tienen alguna relación con las finanzas, en el sentido de que están al mando de grandes empresas que participan a menudo de los mercados y los negocios.[286] Las finanzas no se suelen mencionar como su especialidad: para sólo un cuarto de ellos la fuente de riqueza es en forma de inversiones, fondos de cobertura, adquisiciones apalancadas, seguros u otros negocios claramente financieros. Pero, aunque puede que dirijan un negocio con un producto especializado no financiero, lo hacen a una escala tal que sin lugar a dudas participan de las finanzas.

Forbes tiene también la lista de Celebrity 100, cuyos miembros no se seleccionan según su riqueza, sino por otros factores indicadores de su presencia pública, además de sus ingresos.[287] Sólo tres de los que aparecen en esta lista —Oprah Winfrey, Donald Trump y Steven Spielberg — figuran también en la lista Forbes 400. Aparecen en ambas sólo porque llevan vidas dobles, como directivos y como *entertainers*, y a fondo, puesto que los tres dirigen enormes imperios del entretenimiento. Ser famoso no es en absoluto lo mismo que ser rico, y las finanzas no son por ellas mismas un camino hacia la fama.

Los multimillonarios de la lista Forbes 400 suelen haber hecho uso de algún tipo de conocimiento especializado para amasar su fortuna, pero raramente destacan por haber hecho contribuciones importantes en ningún campo intelectual o creativo. En la lista no hay ningún científico distinguido, ni tampoco ningún Premio Nobel, aunque, por supuesto, a la Fundación Nobel podría parecerle más bien absurdo otorgar 1,5 millones de dólares a uno de estos multimillonarios.

En la lista hay sólo unos pocos autores de bestsellers, y hasta ellos lo están sólo por sus aventuras empresariales. Si uno busca en Amazon.com a Oprah Winfrey, Donald Trump o Steven Spielberg, salen muchos libros, con numerosos coautores, pero estas obras dan la impresión de formar parte de sus empresas de medios y entretenimiento.

Su riqueza está relacionada con actividades financieras a gran escala, no sólo con la creatividad artística. Por ejemplo, Oprah Winfrey tiene ahora su propia cadena de cable, la Oprah Winfrey Network u OWN, y su propia revista, *O, The Oprah Magazine*. Donald Trump está situado más claramente en el sector de las finanzas, con su Trump Organization y Trump Entertainment Resorts. Steven Spielberg no ha sido sólo productor y director de películas; en 1994 fue cofundador de DreamWorks Studios, que ha financiado y distribuido películas,

videojuegos y programas de televisión. DreamWorks se vendió a Paramount Pictures en 2005 por 16.000 millones de dólares.

Como ya hemos comentado, las finanzas son una herramienta muy potente porque tienen la capacidad de amasar capital, reunir información y coordinar e incentivar a las personas. Por eso no sorprende en absoluto que sean tan importantes en las vidas de los más ricos. Su riqueza proviene no solamente de sus propios esfuerzos y talento, sino, a menudo, de su capacidad de formar y dirigir organizaciones efectivas compuestas de muchas otras personas con talento.

Posibles burbujas en la compensación financiera

Sin embargo, sigue siendo un misterio que aquellos que están conectados con las finanzas se puedan hacer tan fabulosamente ricos con la aparente exclusión de todos los demás. ¿No sería imaginable que al menos un científico pudiera tener una idea patentable que pasara por delante de todos los éxitos de esos potentados? No obstante, eso no parece suceder nunca... ni por asomo. ¿Por qué?

Parte de la respuesta puede ser que las finanzas de las últimas décadas han estado pasando por un período anómalo. Tal vez la compensación que ganan los que viven de las finanzas esté pasando por una burbuja especulativa o un ajuste a las nuevas tecnologías, lo que será corregido en el futuro. De hecho, en las décadas recientes, los sueldos en las finanzas han aumentado espectacularmente, como demuestra un estudio de 2008 hecho por Thomas Philippon y Ariell Reshef.[288] Estos autores descubrieron que las compensaciones de los que se dedican a las finanzas también eran excepcionalmente altas hacia 1930, justo alrededor de la época del *boom* de 1929 en la Bolsa, y luego cayeron espectacularmente durante el medio siglo posterior. En ese período intermedio hubo muchos trabajos mal pagados en el sector financiero.

Philippon y Reshef también señalaron que el nivel educativo medio de los profesionales del sector financiero era también bastante alto hacia 1930, y luego descendió, aunque últimamente ha vuelto a alcanzar un nivel alto. Estos hallazgos sugieren que la evolución de los salarios financieros no era sólo una burbuja, sino que refleja un cambio real en la composición de la gente que se dedica a las finanzas. En cualquier caso, sus resultados invitan a la precaución a la hora de suponer que, como actualmente el personal de finanzas está bien gratificado, siempre será así en el futuro.

Pero Philippon y Reshef hablaban del personal raso de las profesiones financieras, no de los más ricos. Parece probable que las finanzas seguirán produciendo un pequeño grupo de gente superrica, a menos que las políticas públicas provoquen un cambio de paisaje. Y al hablar de los superricos, hemos de volver a la naturaleza fundamental de los negocios financieros, que permite que el poder del negociador se multiplique a través de su mandato sobre un número enorme de personas. Los científicos son, precisamente en su capacidad como tales, no negociantes, y dependen en buena parte de la colegialidad y la cortesía profesional para hacer los progresos investigativos que tanto valoran.

Aunque a menudo parece haber injusticia en esta situación, en sí misma no es extrema. Los

científicos, en general, viven cómodamente de lo que realmente quieren hacer, y su vida cotidiana se ve enriquecida con productos aportados por otras personas que hacen trabajos menos gratificantes. La situación todavía puede mejorar, pero eliminar totalmente la desigualdad de la sociedad no estará exento de coste.

Dinastías

Parte de lo que motiva la sensación de injusticia ante la desigual distribución de la riqueza es que parte de la desigualdad parece ser resultado de dinastías familiares, a través de las cuales los hijos de personajes triunfadores en los negocios se hacen ricos, lo merezcan o no. Algunos de estos hijos, como Donald Trump, siguen trabajando en el negocio familiar. Pero, de hecho, sólo un tercio, aproximadamente, de los negocios familiares son continuados por los hijos de los fundadores, y sólo una décima parte por los nietos.[289] Aun así, esta última generación sigue siendo rica.

Lograr que los propios hijos y nietos se hagan ricos y tal vez prosigan el negocio familiar es una gran fuente de significado para muchos de estos fundadores de empresas. Este sentimiento permanece a pesar del hecho de que hay estudios que indican que los hijos que heredan grandes fortunas tienden a experimentar cierto nivel de falta de sentido vital en su vida adulta. Según un estudio solvente, los hijos de gente muy rica muestran «un elevado índice de alteraciones en distintas áreas, como uso de sustancias, ansiedad y depresión».[290]

Y, sin embargo, el sueño de la dinastía familiar sigue existiendo. A pesar del grito de Karl Marx y Friedrich Engels de «¡Abolición de la familia!» en su *Manifiesto Comunista*,*[291]* los actuales países comunistas de línea dura persiguen este sueño. Por ejemplo, en Corea del Norte llevó a Kim Il Sung a ungir a su hijo Kim Jong Il, y a éste, a su vez, a ungir al suyo, Kim Jong Un, como líder del país. Hasta ha motivado a Fidel Castro, un comunista de verdad, a legar su papel como dirigente de Cuba a su hermano Raúl.

Consumo de posición

La tendencia que tienen las familias ricas a molestar a los demás con su opulencia —gastando el dinero con extravagancia y caprichosamente— provoca a menudo resentimiento. Consumir vistosamente les alimenta el ego y también puede que los ayude a transmitir el estatus social a la siguiente generación, asegurando a sus hijos un buen lugar en la jerarquía.

Esta tendencia al consumo opulento se ha corregido durante siglos, y se remonta a las antiguas Grecia y Roma, a través de leyes suntuarias; es decir, leyes que directamente prohíben formas específicas de derroche. Por ejemplo, en la Grecia del siglo VII a. C., a las mujeres se les prohibía, a través del código Locriano, llevar ropas o joyas extravagantes a menos que fueran prostitutas. Y algo parecido ocurre con las tasas suntuarias, unos impuestos especiales internos sobre productos de consumo opulento.

Sin embargo, los impuestos y leyes especiales sobre los artículos de lujo difícilmente impiden realmente el gasto que provoca resentimiento en los demás. Como un observador del siglo XVIII comentó de estas leyes, «son nulas, porque el lujo se aplica a objetos que las leyes no han previsto, y no podrían prever».[292] Los detalles de estas leyes se acostumbraban a ridiculizar, y en los tiempos modernos se considera que entran en contradicción con las libertades individuales. Sin embargo, reaparecieron una y otra vez durante miles de años, lo que refleja la persistencia del disgusto público hacia la extravagancia de los ricos.

Hay una teoría económica que parecería justificar algo parecido a las leyes o impuestos suntuarios. La teoría fue descrita por Thorstein Veblen en su libro de 1899 *The Theory of the Leisure Class*, y la parte económica fue ampliada por George Akerlof y otros teóricos de la economía.[293] Hay gente que gasta de forma profusa en consumir cosas que realmente no disfruta, tan sólo para mostrar a los demás su estatus —una práctica conocida como consumo de posición porque su valor para el consumidor depende de cómo marca su posición en relación con los demás—. Como arguye convincentemente el psicólogo social Leon Festinger, con su «Teoría de los procesos de comparación social» de 1954, las personas nos estamos comparando, instintivamente, todo el tiempo con los demás, y nos quedamos encantados cuando nos va mejor.[294] Tendemos a compararnos con otros que están cerca en el círculo social y que intentan conseguir las mismas cosas, y a descartar a los que les va mucho mejor o mucho peor, o a los que miden el éxito de manera muy distinta.

Las comparaciones son esencialmente subconscientes, y puesto que éstas son generalmente objeto de burla, mucha gente se autoengaña y niega también ante los demás estar haciéndolas. Por la otra teoría de Festinger, la de la disonancia cognitiva, vemos que la gente a menudo se las apaña por autoconvencerse de que disfruta de los bienes de consumo de posición porque los productos consumidos son esencialmente buenos; experimentan una sensación de gozo como si éste fuera intrínseco, en vez de posicional. Eso no significa que la gente no sea capaz de hacer juicios de valor independientemente de las consideraciones de estatus, sólo que estas consideraciones imponen un sesgo que afecta sus puntos de vista, a menudo de manera subconsciente.

Esta teoría ha sido siempre polémica, y hasta rechazada por los que no soportan que se los acuse de tener motivos tan bajos, incluso si los acusadores también reconocen su lado bueno. No debemos abusar de la teoría de las comparaciones sociales, puesto que la gente también tiene aspectos de empatía y de gustos compartidos, pero actualmente es una teoría bien afianzada. Un estudio de 2007 incluso identificaba una zona del cerebro (el estriado ventral) que recibe un fuerte estímulo cuando una persona recibe una gratificación si las demás que la rodean no la reciben.[295] Por lo tanto, la teoría de la comparación social tiene una base física.

Una versión moderna de las leyes suntuarias requeriría unos impuestos de consumo progresivo: basados en la cantidad que uno consume y no en lo que uno gana, y que aumentaran al aumentar los niveles de consumo. Este impuesto fue propuesto en el Senado estadounidense en 1995 por el demócrata Sam Nunn y el republicano Pete Domenici. Un impuesto de consumo progresivo es como un impuesto suntuario, pero que se aplica de manera amplia a los niveles globales de consumo, no sólo al consumo de productos concretos. Hace poco, el economista

Robert H. Frank ha defendido la sustitución del impuesto sobre los ingresos por este tipo de impuestos, para ayudar a reducir el problema del consumo de posición.[296]

Cambiar del impuesto progresivo sobre la renta a un impuesto igualmente progresivo sobre el consumo podría ser buena idea, puesto que este enfoque no penaliza por ganar mucho dinero; sencillamente, desincentiva el consumo excesivo de estos ingresos, y puede contribuir a estimular el ahorro, la filantropía, o ambas cosas.

Sin embargo, hay graves problemas de implementación que dificultan el establecimiento de impuestos progresivos de consumo. Por ejemplo, al implementar este nuevo régimen de tasas, sería difícil no reducir los impuestos efectivamente a la gente que gana más, y sería difícil gestionar las retenciones sobre los ingresos, puesto que una retención responsable debería depender de un consumo futuro desconocido.[297] Ni el impuesto suntuario ni el impuesto de consumo son soluciones fáciles ni evidentes al problema del derroche y del consumo posicional que provoca resentimiento. Pero debemos tener presentes estas ideas, como alimento para la innovación financiera pública, posiblemente en alguna forma alterada o a través de lo que podrían aportarnos los avances futuros en tecnología de la información.

Impuesto sobre el patrimonio

Sea o no cierto que la gente rica tiene alguna sensación de conexión con los demás ciudadanos de su país, sus paisanos creen que deberían hacerlo. A su muerte, repartir sus propiedades entre sus hijos parece arbitrario y egoísta, en especial si éstos no parecen especialmente merecedores del legado a los ojos de los demás. Imponer un impuesto sobre el patrimonio es una de las maneras más efectivas de devolver la sensación de justicia a la sociedad. Muchos países tienen un impuesto de patrimonio muy alto en el momento de la muerte. Si este tipo de impuestos fueran establecidos de manera agresiva, harían mucho por reducir la desigualdad económica. Pero queda un asunto por resolver: a menudo, el motivo más importante que tienen las personas para intentar ganar dinero es poder dejárselo a sus hijos. Tales deseos de elevar el bienestar de los hijos son, en cierta manera, instintivos. Dejarles un patrimonio puede no ser la expresión más fundamental de tales instintos, pero es un deseo que se presenta repetidamente en las sociedades humanas.

Hay a quien los impuestos sobre el patrimonio le parecen extremadamente onerosos. A finales de 2010, cuando se estableció que la ley que abolía el impuesto federal del patrimonio caducaría el 1 de enero de 2011, lo que elevaría la tasa impositiva máxima del 0 al 55 por ciento, la prensa publicó noticias no confirmadas de gente mayor con mala salud que pedía a sus médicos que interrumpiera sus tratamientos para así morirse antes de acabar el año.[298] La diputada Cynthia Lummis del estado de Wyoming dijo: «Si hubieras dedicado toda la vida a construirte un rancho y tuvieras ochenta y ocho años y estuvieras sometido a un tratamiento de diálisis, y lo único que te mantuviera con vida fuera esta diálisis, a lo mejor tomarías esta misma decisión».[299]

Y su argumento es válido: hay gente que ha dedicado su vida a tratar de elevar el nivel de

bienestar de sus hijos, una meta que, hay que admitirlo, no tiene nada de malvada. Pero estamos ante un conflicto esencial, puesto que si han tenido mucho éxito, eso puede crear una situación de resentimiento social.

No hay manera de eliminar este conflicto esencial, de modo que la mejor solución podría pasar por establecer un impuesto sobre el patrimonio de nivel medio, que ni suponga una confiscación de bienes a la muerte, ni permita su transmisión íntegra. De hecho, la mayoría de la gente lo ve de esta manera: piensan que la sociedad debe aceptar en cierto modo el deseo natural de que nuestros hijos sean ricos, pero, sencillamente, debe limitar el ejercicio de tal deseo. Mediante una encuesta realizada en 1990, Maxim Boycko, Vladimir Korobov y yo concluimos que la gente tanto de Estados Unidos como de la Unión Soviética —ciudadanos de dos tradiciones económicas muy distintas— piensa que el impuesto sobre patrimonio debe llevarse aproximadamente un tercio de ese patrimonio.[300]

Tal vez consideremos trágicas las historias de personas que han perdido su granja familiar, puesto que tener que vender la finca y trasladarse al piso de la ciudad para poder pagar el impuesto sobre el patrimonio, lo que pone fin a la manera de vivir de una familia, posiblemente para las generaciones futuras, no es plato del gusto de nadie.

No obstante, también hay que tener en cuenta el resentimiento que provocan los ricos herederos que disfrutan de esta riqueza indefinidamente, y los sentimientos del conjunto de la sociedad.

De hecho, la forma del impuesto del patrimonio con la que la mayoría de la gente está de acuerdo permite que las personas afortunadas leguen su rancho o su finca familiar a sus hijos. En este caso se considera que los padres no sólo transmiten la riqueza, sino también una serie de responsabilidades, y un trabajo importante, a sus vástagos. Pero transmitir responsabilidades y trabajo no requiere una transmisión enorme de riqueza. Las personas de las que hablaba la diputada Lummis probablemente podían haber pagado un impuesto del patrimonio más elevado en 2011 hipotecando parte de la granja y pagando poco a poco esa hipoteca. Las finanzas permiten mucha flexibilidad, y si vivir en un rancho es muy importante para una familia, probablemente ésta será capaz de encontrar una estrategia financiera que le permitirá seguir haciéndolo.

Indexación de la desigualdad o seguro de desigualdad

Aparte de los impuestos sobre el patrimonio, una de las armas más poderosas que ya tiene la sociedad para combatir la desigualdad social es el sistema progresivo del impuesto sobre la renta. Los impuestos progresivos son más altos para los niveles más altos de ingresos, de modo que las rentas públicas se elevan proporcionalmente para la gente que gana más, y buena parte de la recaudación se destina, o al menos se comparte con los pobres. Además, el gasto del gobierno en muchos servicios (educación, bienes públicos) es compartido por todos. Con los años, los sistemas de impuestos sobre la renta se han ido sofisticando en lo que respecta a la redistribución de la riqueza. Por ejemplo, los sistemas impositivos en Estados Unidos y en otros países tienen

formas de «crédito sobre la renta», que de hecho da a las rentas más bajas una devolución basada en sus ingresos.[301]

No obstante, curiosamente, el sistema de impuestos sobre los ingresos no se ha designado nunca de manera expresa como herramienta de gestión de la desigualdad, pues la palabra *desigualdad* no parece figurar en el código fiscal. De modo que el sistema trata con la desigualdad económica de una manera caprichosa, puramente como derivado de sus objetivos expresados, y la ley fiscal no está redactada de forma que le permita reaccionar ante la desigualdad económica.

Propuse que, en el futuro, las naciones deberían *indexar* sus sistemas impositivos según la desigualdad.[302] Bajo esta indización de la desigualdad (a la que también he llamado seguro de desigualdad), el gobierno no debería legislar unas tarifas fijas de impuesto sobre la renta para cada franja impositiva, sino que tendría que prescribir antes una fórmula que vinculara los índices de impuestos a medidas estadísticas de desigualdad antes de impuestos. Si la desigualdad impositiva fuera a empeorar, el sistema de impuestos se haría automáticamente más progresivo.

Ésta sería una solución «financiera» al problema de la desigualdad en el sentido de que imponemos el patrón de indexación antes de saber que la desigualdad impositiva empeorará, y antes de que la gente sepa quién podrá, de hecho, tener que pagar más por ella. De modo que este modelo de indexación trata con un *riesgo*, el de aumentar la desigualdad, antes de que ocurra, de manera muy parecida a como lo hacen los contratos de seguros. De hecho, la indización de la desigualdad se podría considerar como una especie de seguro, un seguro de desigualdad.

El modelo de indexación de la desigualdad se podría diseñar ya fuera para ir cambiando gradualmente el nivel de desigualdad, para llevarlo eventualmente hasta un nivel más aceptable, o para simplemente congelarlo al nivel actual, con el fin de evitar que empeore. La segunda opción podría ser la más aceptable políticamente. Se podría diseñar un sistema que permitiera que una desigualdad de ingresos considerable persistiera para siempre, que simplemente tuviera la intención de evitar un grave empeoramiento. Al fin y al cabo, sería más fácil habituar a las personas a la indexación de la desigualdad de impuestos si tal sistema no tuviera ningún impacto inmediato, ni ninguna posibilidad de cambiar el orden social actual. La gente seguiría teniendo la posibilidad de hacerse rica, como hoy, pero preveríamos anticipadamente que la desigualdad de renta no empeorara demasiado. Si ésta no empeorara nunca, el modelo de indexación de la desigualdad no surtiría ningún efecto.

La riqueza combinada de los Forbes 400 en 2011 era de 1,5 billones de dólares, o el 2,6 por ciento del patrimonio familiar neto nacional.[303] Mientras que el porcentaje de la riqueza social total es pequeño, y mientras que la mayoría de estas personas se considera que contribuyen a la sociedad gestionando grandes empresas, este grado de desigualdad puede resultar aceptable, o al menos puede no existir la voluntad política de corregirlo. Pero la desigualdad podría empeorar. ¿Cuánta concentración de bienestar económico queremos realmente permitir? La posibilidad de que los Forbes 400 pudieran llegar a tener una parte mucho mayor —tal vez extraordinaria— de nuestra riqueza nacional, a cambio de una contribución a la sociedad que no fuera en absoluto proporcionada, parece odiosa. Si tales cambios ocurrieran, no sería debido a un cambio repentino en la distribución de talentos o habilidades en sus genes. El cambio, sin duda, sería percibido

como una injusticia.

Sería más fácil legislar planes de contingencias previos para impedir cualquier empeoramiento futuro de la desigualdad de ingresos que esperar hasta que ésta fuera una realidad. Es mucho más sencillo asegurar una casa antes de que se incendie. El mismo principio implica que es más fácil construir un sistema de impuestos que corrija las desigualdades sociales antes de que ocurran. Si llega el día en el que tenemos una clase mucho más amplia de gente rica, entonces esta gente tenderá a sentirse con derecho a los ingresos después de impuestos que ahora ya tienen, y tendrán el peso económico para presionar con fuerza por mantener su estatus. Tenemos que establecer mecanismos ahora, no más tarde, que eviten que este ciclo ni siquiera empiece, y ésta es una vía para limitar el poder de los *lobbystas* que comentábamos en la primera parte de este libro. Parecerá injusto que transformemos las leyes fiscales una vez haya ocurrido el cambio, de modo que conviene impedir ahora el problema potencial.

Una fórmula de indexación de la desigualdad se podría promulgar como un quid pro quo político según algunas políticas procrecimiento que son controvertidas por sus posibles consecuencias para la desigualdad de renta. La fórmula promovería un bienestar económico medio y también haría frente a los riesgos para ese bienestar.

Leonard Burman, de la Universidad de Siracusa, y yo realizamos un análisis histórico de los posibles efectos de la indexación de la desigualdad si se hubiera impuesto hace muchos años. [304] Descubrimos que si en 1979 se hubiera legislado un patrón de indexación de la desigualdad, eso habría congelado la desigualdad de rentas después de impuestos al nivel entonces existente, y la tasa impositiva marginal sobre los individuos con ingresos altos habría subido hasta un nivel extraordinariamente alto, más del 75 por ciento. Este hallazgo ofrece pruebas evidentes de lo mucho que la desigualdad económica se ha intensificado desde 1979.

Nos preocupaba que la plena indexación de la desigualdad pudiera ser demasiado como para resultar aceptable, de modo que también propusimos una indexación parcial, como parte de un ataque más amplio a las influencias económicas arbitrarias que crean desigualdad, usando otros patrones de seguros y coberturas. Un patrón de indexación de la desigualdad también debe diseñarse, y constreñirse, para minimizar los efectos que impulsan a la dependencia del sistema de protección social u ofrecer fuertes incentivos para inmigrar o emigrar.

La necesidad de ser sistemáticos y de aplicar la teoría financiera

Los impuestos progresivos sobre la renta y los impuestos sobre el patrimonio —y posiblemente también los impuestos progresivos sobre el consumo— son instrumentos importantes para corregir la desigualdad económica excesiva. La preocupación pública real sobre ésta ya ha convertido este tipo de impuestos en algo común en todo el mundo.

No obstante, las sociedades tienen muchas dificultades para enfrentarse al problema de la desigualdad de una manera sistemática. El principio no ha sido nunca articulado expresando que cierto grado de desigualdad es en cierta manera bueno, que tiene que haber alguien que debe ser bien recompensado por su éxito empresarial (o el de sus padres), pero que la sociedad tiene que

poner sistemáticamente ciertos límites a ello. Como este principio no se ha establecido nunca, los efectos de varias leyes fiscales no se consideran nunca de manera sistemática y global. Por lo tanto, los ricos se oponen instintivamente a cualquier aumento de sus impuestos, pues temen que ceder aunque sea un poco los podría dejar expuestos a una serie arbitraria de aumentos de impuestos que, en conjunto, podrían acabar suponiendo una imposición confiscatoria.

Las medidas para corregir la desigualdad económica han de implementarse de manera global y articularse de forma clara en cuanto a conseguir cierto nivel adecuado de desigualdad. El modelo de indexación de la desigualdad que aquí describo es un globo sonda. Al final, a lo mejor resulta que no es el camino adecuado, pero al menos es ilustrativo en cuanto a que tenemos que empezar a sopesar sistemas impositivos más complejos fundados en la teoría de la gestión del riesgo y el de la economía conductual. Nuestro sistema de impuestos sigue obstaculizado por ese viejo impulso por lo convencional y conocido. Pero teniendo en cuenta lo rápido que avanza la tecnología de la información —en una época en la que nuestros ordenadores cada vez son más responsables de calcular nuestros impuestos y archivan nuestras declaraciones electrónicamente, y a la espera del día en el que la liquidación de los impuestos se automatice todavía más—, podemos introducir mucha más sutileza y capacidad de respuesta en el sistema fiscal para contribuir a obtener una sociedad mejor en la que la gente sienta que la justicia económica básica está asegurada.

28

Problemas con la filantropía

¿Por qué será que las donaciones a causas (caritativas, religiosas, artísticas, científicas, medioambientales, educativas, etc.) no son más habituales? En Estados Unidos, en 2010, sólo un 2,2 por ciento de los ingresos nacionales fueron cedidos por individuos y organizaciones.[305] Da la sensación de que la gente tuviera que dar más. Sólo pensando un poco, uno concluye naturalmente que sufrimos de lo que los economistas llamarían una utilidad marginal menguante del consumo; es decir, que uno no puede consumir realmente una gran cantidad de riqueza. Desde luego, siempre hay otras personas que tienen más necesidad, de modo que ¿cómo es que la gente no se da cuenta y hace algo para solucionarlo?

Dar, tal y como lo observamos hoy, parece a menudo una actividad que claramente no gratifica. La gente suele dar meramente como reacción a la presión social inmediata.[306] Parecen reaccionar mejor a la caridad que les da algún tipo de prestigio a cambio de su donativo, como si eso fuera lo único que importa.[307] Resulta difícil de imaginar que tal donación, aparentemente motivada por el deseo de evitar el oprobio o el de impresionar a los demás, puede resultar tan gratificante para quien dona como los donativos que se hacen para satisfacer una misión moral.

Una de las causas que explica esta falta de interés —y un reto para motivar las donaciones sin presión o gratificaciones externas— puede ser que se constata una falta de satisfacción de los que donan a organizaciones filantrópicas en cuanto a que no sienten ninguna gratitud real de los receptores, puesto que no conocen nunca a ninguna de las personas que se benefician de sus aportaciones. Los psicólogos han demostrado que las personas no se ven empujadas a donar de forma caritativa debido a las simples estadísticas sobre el sufrimiento humano, sino que es necesario que vean a una persona que sufre y le pongan una cara humana a la necesidad.[308]

Muchas de las esperanzas que se expresan para la filantropía parecen adoptar la forma de un sentimiento nacional de comunidad. Sentimos una responsabilidad hacia los demás en nuestro propio país, como si éste fuera una suerte de familia. El científico político Benedict Anderson afirma que el moderno Estado-nación es una «comunidad imaginada» que representa una familia.[309] Pero es sólo una comunidad *imaginada*, puesto que la gente que la forma no ha conocido nunca a la mayoría de otras personas que la forman y no tienen ninguna relación con ellas.

Los que defienden la necesidad de compartir con los demás se enfrentan a un problema: la generosidad parece requerir un sentido de comunidad. Friedrich Hayek, en su libro de 1944 *The*

Road to Serfdom, diferenciaba una «tendencia universal de las políticas colectivistas a volverse nacionalistas».[310] La comunidad imaginada debe elevarse a la atención constante de la gente para estimular su simpatía o consentir con las políticas colectivizadoras. Por supuesto, cuando Hayek escribió en 1944 su principal ejemplo eran los nacionalsocialistas alemanes, los nazis, pero argumentaba que la promoción de la idea de una comunidad nacional era una tendencia universal. Los socialistas pueden hablar mucho de la noción de que el suyo es un movimiento internacional, pero lo que subyace bajo todas sus teorías es un nacionalismo claro.

En muchos aspectos, los líderes políticos modernos han creado el sentido de familia para toda la nación, y las personas están, hasta cierto punto, dispuestas a hacer sacrificios por la nación como si fuera su propia familia. Pero la satisfacción que puede aportar el hecho de sentirla como familia tiene límites claros. Uno recuerda repetidamente la cruda realidad de que todos esos millones de conciudadanos de nuestro país no nos conocen ni se preocupan por nosotros.

La filantropía en el mundo actual resulta doblemente ingrata debido al típico proceso de donación. Los operadores telefónicos de las organizaciones filantrópicas suelen llamar a la hora de la cena, nos leen un guión que ha sido cuidadosamente redactado por especialistas en marketing, que tienen muchos años de experiencia en *telemarketing*. Estos guiones poseen una fuerza tan grande que los gobiernos locales de Estados Unidos exigen que las organizaciones caritativas los registren en la fiscalía general o en el departamento correspondiente.

El guión está diseñado para obtener una contribución en efectivo, mediante una u otra técnica. Es probable que mis lectores conozcan bien la respuesta típica cuando uno vacila en comprometer una cantidad específica de dinero: «Necesito indicar la cantidad mínima que está dispuesto a donar». Tal vez con la explicación adicional de que la organización necesita establecer su presupuesto. Obviamente, el motivo real de esta respuesta en el guión es que las organizaciones han deducido que pedir al donante potencial que dé una cifra que será registrada negro sobre blanco en una ficha resulta motivador. Incluso cuando uno apoya la causa de la organización, las tácticas que se emplean para obtener los donativos dejan la sensación de que hemos sido manipulados.

La sensación de que cuando contribuimos a una causa filantrópica estamos cediendo a una táctica de manipulación enfría todo el proceso, y perjudica la sensación de satisfacción y de misión cumplida de ganar un dinero y destinar una parte a buenas causas. Preferiríamos sentir que hemos sido creativos apoyando causas que nos resultan personalmente importantes, que son congruentes con nuestro sentido de la identidad. No se trata sólo de la satisfacción personal, es también una cuestión de principio. La gente, ya cuente con unos ingresos modestos o abundantes, que justificadamente quiere ver su vida como constructiva y creadora de algo de valor, puede preferir centrarse en hacer una aportación considerable (respecto de sus ingresos) a no más que unas pocas causas. Porque es la única manera de que podamos tener el tiempo y la energía de pensar con detenimiento e identificarnos realmente con estas causas, y cumplir el imperativo moral de en efecto dirigir los recursos propios, de la manera que nosotros queremos, a una causa que consideramos importante.

El *Gospel of Wealth* de Andrew Carnegie, del que ya hemos hablado antes en el libro, se ha

convertido en una fuente de inspiración para muchos, en especial para Bill Gates y Warren Buffett, que han basado su propio «compromiso de donación» en él.[311] Recordemos que Carnegie consideraba que el deber moral de aquellos que logran un considerable éxito financiero es retirarse lo bastante pronto de sus carreras empresariales para gestionar la dedicación de su fortuna al bien público. Pero ¿y si hay algo que ha sido el efecto duradero de la teoría de Carnegie?

Su teoría, que ahora ya tiene más de un siglo, todavía no ha conseguido convencer a la mayoría de la gente rica de que se encarguen personalmente de donar su fortuna. Un estudio de 1995 halló que en Estados Unidos había 35.000 fundaciones familiares en activo que sumaban unos activos combinados de 190.000 millones de dólares. Esta cifra puede sonar exagerada, pero no es más que una fracción del 1 por ciento del patrimonio familiar neto estadounidense.

Otro estudio calculaba que las donaciones anuales de las cien fundaciones familiares más ricas en 2008 fue de 7.049 millones de dólares en Estados Unidos, 1.174 millones de libras en el Reino Unido, y de 725 millones de euros en Alemania, cada una de estas cantidades representativa de una pequeña parte del 1 por ciento de los ingresos nacionales respectivos de cada país.[312]

Mejorar los incentivos de la filantropía

El vacío que se siente a menudo al hacer una contribución filantrópica —y que puede estar detrás de las bajas cifras en caridad que acabamos de citar— tal vez se podría remediar si mejoráramos el proceso por el que se gestiona. Por ejemplo, se sabe bien, y hay experimentos controlados que lo han confirmado, que las donaciones se potencian cuando al solicitarlas se promete al donante que será identificado ante sus compañeros, junto a una mención de la cantidad aportada.[313] El deseo de publicidad de los regalos que hacemos es un impulso humano comprensible; las personas no sólo agradecen el reconocimiento cuando han hecho un regalo considerable, sino que también desean la publicidad para que sus regalos empujen a sus amigos a ayudar a las mismas causas o a causas parecidas, que ellos consideran importantes.

Otros estudios revelan que hay maneras mejores, que no están en el repertorio actual de los operadores de este tipo de organizaciones, de satisfacer este deseo de reconocimiento a un plazo más largo o de manera más personalizada.

Las investigaciones también nos indican que las donaciones pueden aumentar si se hace sentir al donante que la donación no es sólo en un sentido. Un estudio demostraba que la promesa aparentemente generosa de devolver la contribución si la meta de la campaña no se cumplía mejoraba considerablemente la aportación de donativos.[314] Además, compensar el donativo también parece potenciar el incentivo de dar. Un estudio de campo indicó que la gente aporta más a una obra de caridad si antes son incentivados con algún obsequio de la organización.[315] Las relaciones humanas suelen ser recíprocas —incluso si los intercambios no son equivalentes en valor monetario— y los diseños de las campañas caritativas harían bien de tenerlo en cuenta.

La irrupción de los medios sociales ha de ofrecer nuevas vías de promover las donaciones, creando un sentido de comunidad y ofreciendo un mayor reconocimiento personal. El apadrinamiento de niños es un ejemplo significativo. Save the Children, fundada en el Reino Unido en 1919, abrió camino asignando un niño pobre a cada persona que aportaba fondos, y los ponía en contacto por correo, lo que daba al contribuyente una sensación de relación personal. Save the Children es actualmente una organización internacional, y hay unas cuantas ONG que han seguido su ejemplo. Incluso hay algunas que emplean instrumentos de comunicación más avanzados, como las llamadas por Skype entre donantes y receptores, para permitir que se desarrolle un vínculo más cercano. Así, podemos mirar al niño a los ojos y sentir empatía como nunca.[316]

Parece que estamos aprendiendo gradualmente nuevas maneras de que la experiencia de dar resulte más significativa, y que las estrategias actuales no son el último grito a la hora de promocionar estos donativos. Tal vez hay nuevos tipos de organizaciones sociales —que se apoyan en las innovaciones de los medios sociales— que podrían sacar un mejor sentido a una experiencia compartida, y crear esta sensación de auténtica comunidad entre el donante y el receptor.

Leyes fiscales que favorezcan los donativos

Para ayudar a humanizar las finanzas y reducir la desigualdad de los ingresos sin destruir los incentivos también puede resultar útil cambiar la naturaleza de las leyes fiscales relacionadas con las organizaciones caritativas, de modo que a la gente le compensara más compartir su riqueza, repartirla ampliamente y a su manera. Aunque la consideración de las implicaciones fiscales puede parecer interesada, una redefinición adecuada de las leyes fiscales podría provocar el efecto de incentivar el comportamiento altruista. La deducción impositiva en sí misma, psicológicamente, representa una especie de afirmación y reconocimiento que ayuda a que la propia generosidad nos resulte más significativa.

Existe el precedente de aumentar la deducción por donativos como edulcorante para los ricos, cuando se les aumentan los impuestos de manera clara. Fue de hecho este quid pro quo el responsable de la primera deducción por contribuciones que se hizo en Estados Unidos. El primer año en que se cobraron impuestos sobre la renta, 1913, no había deducción por contribución, y no se introdujo hasta 1917. Fue el mismo año en el que, debido a la necesidad de financiar la primera guerra mundial, la tasa máxima impositiva federal se elevó al 67 por ciento (desde el 15 por ciento en 1916 y el 7 por ciento en los años 1913, 1914 y 1915). En aquel momento, el senador Henry F. Hollis de New Hampshire defendió y consiguió añadir esta deducción. Citó una carta de uno de sus constituyentes, Felix Warburg, que representaba a una organización filantrópica judía: «Me temo que con las altas tasas impuestas correctamente a las personas durante esta guerra, si no se hace ninguna concesión como la que sugerimos arriba, muchas instituciones se verán obligadas a cerrar y el Estado deberá cargar con las funciones que hacen, lo que resultará todavía más deplorable».[317]

Antes de la entrada en vigor de los nuevos impuestos, las contribuciones filantrópicas habían subido claramente.[318] Era una época en la que el sufrimiento asociado a la guerra estaba muy presente en el pensamiento de las personas, mientras los soldados estadounidenses morían en el extranjero. Era también un momento en el que los aliados de Estados Unidos en la guerra sufrían pérdidas horribles, indirectamente para ayudar a Estados Unidos. Por lo tanto, parecía justo y adecuado que la nación reconociera e incentivara la generosidad cerca de casa.

Lo mismo ocurrió en la segunda guerra mundial, cuando la guerra empujó la tasa impositiva federal máxima hasta el 94 por ciento en 1944 (después de que la máxima banda impositiva marginal se hubiera rebajado hasta el 25 por ciento en período de entreguerras). Debido a las continuas preocupaciones provocadas por la guerra fría, incluida la revolución en China en 1949 y la guerra con Corea de 1950 a 1953, la máxima banda impositiva seguía siendo muy alta: de un 91 por ciento hasta 1963, cuando John F. Kennedy promulgó los recortes fiscales. La reacción a estos impuestos tan elevados —que debía de esperarse que continuaran durante el futuro imaginable— empezó hacia 1948, cuando una serie de líderes nacionales estadounidenses empezaron a pedir un aumento en el límite del 15 por ciento de los ingresos en las deducciones caritativas que estaban vigentes desde comienzos de 1917.

J. K. Lasser, más conocido como autor de una serie de guías populares sobre impuestos, pidió que el límite se aumentara drásticamente o se eliminara del todo, pues consideraba que «penalizaba al individuo que se preocupa por lo público y que tiene una conciencia social».[319] El límite de las deducciones por donativos se elevó hasta un 20 por ciento en 1953 y hasta un 30 por ciento en 1954, y en 1956 se dio una deducción ilimitada a aquellos cuyos donativos más los pagos de impuestos superaran el 90 por ciento de sus ingresos durante ocho de los últimos diez años.

Todos estos cambios en la ley, pensados para incentivar las aportaciones filantrópicas, fueron una reacción a los impuestos elevados. Cuando se rebajaron —después de las rebajas hechas por Kennedy en 1963 empezó una tendencia a la baja en la banda impositiva superior, hasta un 77 por ciento en 1964, que luego bajó hasta el 35 por ciento en 2003—, los límites en las aportaciones también descendieron. En 1969 se suprimió la deducción ilimitada por donativos, aunque para cierto tipo de contribuciones se elevó al 50 por ciento.

Por lo tanto, resulta totalmente plausible que si eleváramos de nuevo los impuestos a la banda impositiva más alta, debería haber un apoyo público a cierta ampliación del mecanismo fiscal que promoviese las contribuciones a la caridad. Eso debería formar parte de nuestro plan para suavizar un posible empeoramiento de la desigualdad económica si se diera el caso.

A estas alturas, cambios más ambiciosos en nuestro sistema fiscal podrían ayudar a reducir la desigualdad de ingresos y también servirían para suavizar cualquier aumento propuesto en los gravámenes de la renta. Aquí propongo una serie de ideas que podrían ser polémicas; es obvio que han de sopesarse cuidadosamente. Siento que tenemos la necesidad de ser más creativos a la hora de pensar maneras de lograr una sociedad más justa e igualitaria, y nuestros impuestos tienen el potencial de darnos herramientas útiles para lograr este objetivo.

Hoy día hay menos necesidad de simplificar los impuestos

La incentivación de los donativos en Estados Unidos tuvo un momento de gloria en 1944, cuando el Congreso aprobó, y el presidente Franklin D. Roosevelt firmó, una nueva ley que se proponía simplificar la elaboración de los impuestos. Ésta introducía una «deducción estándar» que cualquiera podía pedir, incluso si no había hecho ninguna contribución. La deducción se impuso para que la mayoría de las personas no tuvieran que pasar por el esfuerzo de reunir todo el papeleo que requiere demostrar que se tienen derechos a las distintas deducciones. Hoy día, unos dos tercios de los contribuyentes estadounidenses aprovechan esta deducción estándar, de modo que, para ellos, no hay ningún beneficio fiscal derivado de los donativos.[320]

La deducción estándar fue promulgada en 1944, cuando el papeleo era realmente esto: papeleo. Es cierto que seguimos necesitando simplificar la elaboración de las declaraciones, pero en la actualidad, momento en el que contamos con ordenadores para calcular los impuestos que tenemos que pagar, no tenemos que recurrir a métodos de simplificación que eliminan importantes incentivos para practicar la caridad.

Hoy día se podría establecer un sistema para que las propias organizaciones caritativas se responsabilizaran de informar al fisco de las aportaciones individuales que reciben. El sistema haría automáticamente los ajustes necesarios en el formulario individual, incluso si el contribuyente eligiera la deducción estándar. No habría necesidad de que una deducción estándar simplificara los impuestos, y el contribuyente no tendría que hacer nada para beneficiarse de la deducción. Además, un sistema realmente automatizado y exhaustivo podría ajustar de inmediato las retenciones impositivas, con lo que la nómina del donante aumentaría automáticamente en respuesta a su aportación caritativa.

Tenemos que tener siempre presente que nuestro sistema impositivo actual se creó cuando había límites informáticos que ya no son relevantes. Todas sus distintas medidas «simplificadoras» deberían revisarse con el fin de introducir incentivos reales en el sistema.

Deducciones por donativos y créditos fiscales mejor orientados

La deducción por donativos como instrumento activo para conseguir una sociedad mejor no ha estado demasiado presente en el discurso público. Normalmente, los donativos se consideran deducibles o no deducibles; esto es, o todo o nada. En Estados Unidos, no existe gradación en la tasa de deductibilidad, no hay reacción al hecho de cambiar las necesidades públicas por actividades caritativas, ni tampoco hay un uso activo de los créditos fiscales en lugar de las deducciones. Hay distintos límites en cuanto a lo que puede deducirse por los distintos tipos de filantropía (por ejemplo, una fundación privada puede tener sólo un límite del 30 por ciento, mientras que una fundación de explotación privada puede tener un 50 por ciento), pero estas diferencias no parecen haber sido motivadas por ningún sentido de la finalidad pública. Un sistema mejor pensado de deducciones y créditos por donativos podría dar como fruto una sociedad mejorada, en la que la gente sintiera que su vida económica tiene más sentido y en la

que las políticas gubernamentales se satisfacen de formas más creativas.

El gobierno podría dar más incentivos fiscales por colaborar con organizaciones diseñadas para satisfacer necesidades nacionales concretas, en vez de limitarse a aumentar los impuestos para cubrir el gasto gubernamental con el fin de atender estas necesidades. Ésta sería una forma alternativa de financiación pública de ciertas actividades importantes. Por ejemplo, en un momento de recesión, se podrían implementar incentivos fiscales por donativos que promocionaran las aportaciones a organizaciones que ayudan a crear puestos de trabajo para los desempleados. O, en momentos de desigualdad creciente, podría haber un incentivo fiscal especial por las aportaciones a organizaciones que palían los problemas de los pobres o que ayudan a crear un sentimiento de comunidad entre ricos y pobres. Las exenciones tributarias serían mucho mayores que la habitual deducción por donativos y podrían adoptar la forma de un crédito fiscal parcial, más que una simple deducción, para que la donación fuera igual de significativa para las personas en los tramos impositivos más bajos.

El gobierno podría permitirse estos incentivos fiscales tan amplios si las especificaciones para las organizaciones elegibles estuvieran redactadas de una manera que las animara a llevar a cabo funciones que, de lo contrario, tendría que hacer el gobierno. Y la complejidad resultante en el código fiscal se podría resolver mediante mejoras adecuadas en la infraestructura de la tecnología de la información.

Tales exenciones tributarias permitirían a la gente dejar su propia huella en estas causas, dirigir personalmente el gasto y, al mismo tiempo, promocionar los programas de bienes públicos del gobierno. Daría a los ricos un sentimiento de satisfacción personal y, al mismo tiempo, les permitiría sentir el agradecimiento de los demás por su aportación. Un plan de estas características podría tener una aceptación pública mucho mayor de la que recibe el simple «hacer pagar impuestos a los ricos para repartirlos entre los pobres».

Incentivos fiscales para la donación de regalos interpersonales

Debemos plantearnos dar a las personas al menos una deducción tributaria parcial cuando dedican parte de sus ingresos claramente a los demás, aunque los receptores sean individuos e incluyan amigos o parientes.

Este tipo de aportaciones son, de hecho, algo que ya es común, aun sin las exenciones. Según un estudio, un 40,8 por ciento de los hogares estadounidenses ha hecho regalos importantes a parientes no residentes en su propia casa, y un 26,2 por ciento ha hecho regalos directos a amigos, vecinos o desconocidos.[321] Pero, aunque este tipo de regalos interpersonales deben tender a reducir la desigualdad en ingresos, la ley fiscal no prevé, en general, ningún incentivo para ellos.

He visto de primera mano algunos ejemplos de este tipo de donación caritativa. Un buen amigo y colega mío y su esposa dan o prestan a menudo sumas considerables de dinero a los estudiantes. La institución en la que él enseña asigna a todos los nuevos estudiantes procedentes de países extranjeros una «familia de acogida». A lo largo de los años, él y su esposa han

acogido a más de dos docenas de este tipo de alumnos, muchos de los cuales pasan por dificultades económicas en alguna etapa de sus vidas. Mi amigo ha proporcionado ayuda de emergencia personal a muchos de ellos. De momento, ha financiado siete préstamos para adquirir un vehículo, tres matrículas de posgrado, incontables viajes al país de origen y al menos tres tratamientos dentales. En un caso, una alumna precisaba un tratamiento de varias coronas dentales y endodoncias, presupuestado en unos 12.000 dólares y que no estaba cubierto por su seguro dental. El dentista accedió a hacerle el tratamiento a mitad de precio y mi amigo se encargó de pagar el resto.

Si la progresividad en la ley fiscal está pensada para reducir la desigualdad, los gobiernos podrían plantearse dar algún tipo de incentivo para una generosidad tal, incluyendo las exenciones tributarias. Si los regalos a otras personas (sin contar los hijos propios) fueran totalmente deducibles para el donante, pero gravables para el receptor, en cualquier caso no habría un efecto total en los ingresos fiscales del gobierno, a menos que el tramo impositivo de las dos personas fuera distinto. Con los impuestos progresivos, el efecto total en los ingresos fiscales del gobierno ocurriría solamente cuando una persona en un tramo impositivo más alto donara a alguien en uno más bajo, lo que iría en favor de la igualdad de ingresos. Si se dieran tantas donaciones desde los tramos altos a los tramos bajos que los ingresos fiscales del gobierno fueran demasiado bajos, tal vez el gobierno tendría que aumentar los impuestos globalmente para conseguir el mismo nivel de ingresos, pero habríamos conseguido un grado de igualdad social con la misma cantidad global de impuestos recaudados.

La principal preocupación en un esquema fiscal de estas características, que promoviera los donativos interpersonales, sería el fraude fiscal: si un individuo hiciera el regalo y recuperara el dinero de manera oculta, por ejemplo. Los regalos también podrían ser pagos disfrazados por servicios. Pero en una sociedad informáticamente avanzada debería ser posible crear mecanismos de vigilancia para verificar estos grandes regalos y limitar el fraude fiscal. Todos los sistemas impositivos están sujetos al fraude y los gobiernos aprenden a limitarlo.

Hay quien duda de que tenga siquiera que existir la donación de regalos interpersonales, puesto que ejercerla puede crear una expectativa y, por lo tanto, situaciones incómodas. Es obvio que ésta podría ser una consecuencia inevitable de la propuesta. Pero evitándolo, lo que pondríamos en peligro sería el ambiente de conexión y preocupación social.

En cambio, hoy día lo que tenemos en Estados Unidos es un impuesto sobre los regalos (*gift tax*). Este impuesto fue creado por el Congreso de Estados Unidos en 1932 para evitar la evasión del impuesto sobre el patrimonio de los que regalaban su legado a los herederos en vida. Las tarifas del impuesto sobre los regalos reflejan las del impuesto sobre la renta, actualmente hasta un máximo del 35 por ciento. Hoy día se pueden donar hasta 13.000 dólares anuales como regalo a cualquier otro individuo antes de que a esta persona se le requiera pagar el impuesto sobre el regalo. Debería ser exactamente al contrario: en vez de un impuesto sobre el regalo, deberíamos tener una deducción por regalo de los ingresos actuales, diseñada para potenciar la donación de regalos de pequeños a moderados a muchas personas, sin que sea posible que los listillos frustren totalmente el impuesto del patrimonio.

Hasta cierto punto, el actual tratamiento impositivo de las donaciones ya apoya una forma de

regalo interpersonal: los contribuyentes pueden deducirse sus aportaciones a organizaciones religiosas, y no es de extrañar que la contribución mayor (35 por ciento) actualmente en Estados Unidos sea a iglesias.[322]

La gente acostumbra a aportar a su propia iglesia o parroquia, y no sólo por el hecho de ser creyentes, sino también porque conocen a algunas de las personas que se beneficiarán y tienen una sensación de familia o de comunidad con ellas, por lo que estas donaciones les permiten ganarse el aprecio de sus conocidos. La segunda mayor categoría principal de aportaciones entre los estadounidenses es a colegios y universidades. De nuevo, la mayoría de la gente dona a sus propias escuelas, no a las de los demás. Y de nuevo la motivación es el sentimiento de conexión con estas personas.

La participación sin afán de lucro

Se podría instituir un nuevo tipo de organización a la que llamaré participación corporativa sin afán de lucro. Sería pensada para una función pública, como la gestión de un hospital, pero en un sentido distinto. La participación sin afán de lucro recaudaría fondos emitiendo acciones, pero comprar acciones de ella constaría como una aportación caritativa de cara a las obligaciones tributarias. Vender acciones no tendría consecuencias fiscales siempre y cuando el rendimiento se donara a otras causas caritativas, como la compra de acciones en otras organizaciones similares. El accionista podría vender las acciones y consumir el dinero de la venta, pero en este caso estas sumas tendrían una penalización fiscal considerable. La organización distribuiría los beneficios entre los accionistas con la condición de que sólo pudieran usar su participación en los beneficios para invertirlos en fines caritativos, incluida la posible inversión en otras participaciones sin afán de lucro. Con la distribución de sus beneficios, la organización resolvería el problema del «capital cautivo» al que me refería en el capítulo 17: los beneficios revertirían en la propia participación sin afán de lucro sólo si los accionistas vieran valor en ella.

Si donamos a una causa, como un nuevo hospital sin afán de lucro, o una nueva escuela universitaria, o comprando acciones en una participación corporativa sin afán de lucro, el tema no acabaría una vez hecha la aportación, como ocurre con los donativos convencionales. Ahora se trataría de una apuesta psicológica, parecida a la propiedad, en la organización sin afán de lucro.

Uno puede esperar que lleguen los dividendos y observar crecer la propia participación en la organización. Uno puede observar subir y bajar el precio de mercado de la organización; estos cambios de precios son (admitimos que imperfectos) indicadores del éxito subyacente de la entidad sin afán de lucro. Con sus dividendos, los accionistas pueden incluso establecer sus propias fundaciones privadas (con sus nombres en ellas), aunque no podrán hacer uso de los dividendos sin incurrir en una grave penalización.

Si la inversión acaba siendo muy buena, podremos usar los dividendos para subvencionar nuevos edificios con nuestros nombres en ellos, o podremos hacer nuevas aportaciones caritativas con nuestros nombres asociados a ellas. También podríamos hacer uso de este dinero

para nosotros mismos, sin incurrir en una penalización fiscal, si justificamos tener una emergencia familiar. Permitir la inversión en este tipo de participaciones sin afán de lucro podría ser una buena manera de generar un mayor interés por las causas públicas, puesto que daría a los ciudadanos una sensación de participación y acumulación, aportaría recuerdos de la propia generosidad pasada, constituiría lo que en cierto sentido puede ser un juego para ocupar el tiempo, y permitiría más implicación del ego en una causa elegida. Ya hemos visto antes que la invención de las participaciones en acciones comerciables en las empresas comerciales fue una innovación importante porque invertir en empresas como divertimento permite que éstas tengan más capital a su disposición. El establecimiento de participaciones sin afán de lucro podría muy bien ofrecer la misma ventaja.

Y, sin embargo, la mayoría de la gente, como los pacientes de un hospital o los alumnos de una nueva escuela, probablemente verá todavía este tipo de participaciones corporativas sin afán de lucro como organizaciones sin afán de lucro, de modo que tenderá a sentir la misma voluntad hacia ellas. Incluso pueden sentir más si están conectados con accionistas institucionales u otros en la corporación participativa.

Otras maneras de mejorar la efectividad de la filantropía

Hay mucha gente con dinero que puede ver un problema en la deducción de donativos en su forma actual por el hecho que éstos tienen que haberse hecho cada año durante el período en el que uno ha estado ganando ingresos para acumular cierta fortuna. Si no se hacen las contribuciones cada año con regularidad, se pierde casi por completo el derecho a la deducción. Si se posterga el donativo, se pagan fuertes impuestos sobre los ingresos y no se recuperan los impuestos pasados al hacer finalmente el donativo. La ley fiscal estadounidense permite hasta una transferencia al período siguiente de las aportaciones deducibles de hasta cinco, lo que significa que las cantidades aportadas en cualquier año que excedan el límite de porcentaje de ingresos se pueden deducir en años posteriores, aunque no hay marcha atrás.

A la mayoría de la gente rica le gustaría acumular primero una gran fortuna y repartirla más tarde, cuando tenga tiempo de pensar a lo que dedicará el dinero; es decir, en la huella que quieren dejar en el mundo. Si el tipo de gravamen marginal fuera mucho más alto, podríamos descartar enteramente la posibilidad de que los ricos acumularan una fortuna al mismo tiempo que se ocupan de ganarse la vida y luego emprender un gran proyecto filantrópico como financiar una escuela o una fundación de investigaciones con el dinero acumulado cuando se jubilen. El problema es puramente de tiempo, y si no se trata, podría hacer que los tipos de gravámenes sobre la renta más altos que los actuales parecieran mucho más onerosos de lo que realmente son.

De hecho, la actual ley estadounidense permite a los ciudadanos resolver este problema en buena parte: pueden donar mientras son todavía jóvenes una parte considerable de sus ingresos a una fundación privada o a un *donor-advised fund*, que acumulará su fortuna por ellos sin tributar y luego les permitirá, años más tarde, elegir (dentro de ciertos límites) cómo donarlos. (Los

donor-advised funds son como las fundaciones privadas pero sin líos: están pensados para el público general e incluso permiten que el ciudadano ponga su nombre en sus aportaciones caritativas.) De modo que podemos pensar que los *donor-advised funds* eliminan el problema del tiempo.

Aunque el tipo de gravamen para las personas de ingresos muy altos subiera considerablemente, la gente rica seguiría teniendo la satisfacción de acumular grandes fortunas (con sus fundaciones privadas o *donor-advised funds*, a los que también podríamos añadir las corporaciones participativas sin afán de lucro) y seguir viendo aparecer sus nombres en la lista Forbes 400 (si Forbes decide incluir estos fondos en sus cálculos, lo que sería un paso lógico), aunque, de hecho, hubieran ya donado buena parte de su fortuna. ¿Problema resuelto? Ni de lejos.

Las provisiones tributarias sobre las fundaciones privadas y *donor-advised funds* siguen sin estar bien diseñadas desde un punto de vista de la economía conductual. A la gente, simplemente, le gusta acumular riqueza, aunque sea sólo de manera simbólica. Pero, en este momento, bajo la ley de Estados Unidos, estos fondos requieren que se distribuya un 5 por ciento de sus activos a aportaciones específicas cada año (con algunas excepciones para proyectos especiales, pero en este caso, también, sólo una excepción de cinco años). Eso significa que, en la mayoría de los casos, los incrementos en los activos de la fundación o el fondo serán mínimos o inexistentes. Y hay un límite —actualmente de un 30 por ciento de los ingresos— para las deducciones hechas por aportaciones a *donor-advised funds* que posponen las aportaciones más de un año.

Hay algo en estos fondos que no funciona bien. Los cinco mayores *donor-advised funds* de Estados Unidos juntos suman unos activos totales de menos de 10.000 millones de dólares, de modo que representan una bicentésima parte de un 1 por ciento de la riqueza nacional. A las fundaciones privadas o *donor-advised funds* debería permitírseles que se acumularan.

Supuestamente también se podría hacer algo para que estos fondos resultaran más convenientes, como ofrecer un apartado en el formulario fiscal que creara de forma automática una cuenta de *donor-advised fund* que diera derecho a una deducción de última hora para el declarante, lo que reduciría espectacularmente su presión fiscal.

Podemos imaginarnos otras ventajas de amasar una gran fortuna que se dedicará a ayudar a los demás. Por ejemplo, podría haber una nueva provisión en la ley sobre el hecho de que el fundador de una fundación privada pudiera retirar cualquier cantidad de dinero, antes de gastarlo en filantropía, para pagar los gastos médicos de cualquier persona que decidiera. Pagar directamente los gastos médicos de un familiar (o de cualquier persona) actualmente no se considera una aportación deducible. Si eso cambiara, una persona rica que haya aportado buena parte de su fortuna a una fundación privada seguiría siendo percibida como rica y como un pilar en el que otros se pudieran apoyar. Este cambio incentivaría todavía más las donaciones.

No deberían ponerse límites a la parte de ingresos que se puede donar; todo lo contrario de lo que prevé la actual ley estadounidense, bajo la cual, las deducciones por aportaciones se limitan a un 50 por ciento de los ingresos (en algunas situaciones a un 30, o hasta a un 20 por ciento) y la deducción parece correr el riesgo de que se reduzca todavía más.[323]

Además, también deberían hacerse deducciones por los donativos hechos en el extranjero, puesto que la filantropía no sabe de fronteras. Este tipo de regalos sólo son deducibles en Estados Unidos cuando el donativo se hace a ciertas organizaciones de Canadá. También podría cambiarse la ley para que permitiera la creación de nuevos tipos de organizaciones dedicadas al bien público, que podrían ser más capaces de compensar a sus donantes. La corporación benéfica, descrita anteriormente, es un ejemplo de este tipo de innovaciones.

Tenemos que experimentar con estas organizaciones nuevas, y mejorar continuamente su estructura a la luz de nuestros conocimientos de la naturaleza humana y de nuestra experiencia con las organizaciones ya existentes.

Las metas y nuestras vidas

Todos necesitamos pensar más en el objetivo final de nuestra fortuna. El tema principal de este libro son las finanzas como medio para alcanzar metas, pero hemos visto que la mayoría de nosotros tenemos problemas con el paso último de cumplir realmente un objetivo básico. Participamos en todos los pasos intermedios, y algunos de nosotros podemos llegar a acumular grandes fortunas, sólo para ver flaquear nuestra voluntad a medida que el objetivo se acerca, de manera que las fortunas no se dedican nunca a objetivos constructivos.

Hay estudios psicológicos que han demostrado que cuando las personas actúan de manera altruista son más felices y tienen menos tendencia a la depresión.[324] Las acciones altruistas en un contexto social son un eficaz antidepresivo. Las casas ostentosas y los coches de lujo no dan la felicidad. La plenitud individual depende de que nuestra vida tenga un sentido y unos objetivos, y la sociedad debe actuar para estimular las acciones individuales que refuerzan este sentido, lo que incluye la donación de la riqueza acumulada.

Todos nosotros experimentamos una sensación positiva al ver que pertenecemos a una sociedad en la que las acciones altruistas son habituales, de modo que los gobiernos deben incentivar estas acciones, incluso si esta incentivación puede ser interpretada por algunos como un llamamiento a motivos egoístas. Entre el egoísmo y el altruismo existe a menudo una línea muy fina, pero una ley fiscal que impulsa a la gente a acumular fortuna con el fin de obtener reconocimiento cuando la reparte debe tener como efecto promover la sensación general de que pertenecemos a una buena sociedad.

El auténtico riesgo, si no establecemos políticas que animen a la filantropía, es que muchos se queden en el vacío, individual y colectivamente. Las finanzas se preocupan por la gestión del riesgo, pero no del riesgo del vacío. Enfrentarse a este riesgo es algo que deben hacer nuestras conciencias y nuestro espíritu humano.

29

La dispersión de la propiedad del capital

La historia del capitalismo financiero es en buena parte la historia de políticas gubernamentales deliberadas para dispersar los intereses financieros, para dispersar la propiedad entre un sector más amplio de la población. Estas políticas han ayudado a democratizar las finanzas.

La gente raramente se da cuenta de hasta qué punto vivimos en una sociedad que está estructurada por un diseño financiero para que sea mejor cada día. Nos olvidamos a menudo de la historia que nos ha llevado hasta determinados desarrollos financieros, y resulta útil recordar parte de ésta. Aquí ofrezco unos cuantos ejemplos de desarrollos pasados que hoy día ni se ven ni se agradecen.

Una economía moderna de mercado, para muchos observadores, parece estar gestionada cada vez más por un número relativamente pequeño de líderes empresariales que resultan, gracias a su astucia financiera y empresarial, demasiado influyentes. Para estos mismos observadores puede parecer a veces que los espíritus más libres de entre nosotros no querrán participar en absoluto de la alta gestión, puesto que este tipo de cargos implican una mentalidad que encuentran repugnante. La gente más rica y más influyente de nuestra sociedad puede acabar semejando una serie de señores feudales apoltronados, carentes de humanidad básica, que marcan el ritmo del conjunto de la sociedad. Y la mayoría de nosotros puede tener la sensación de que somos meros siervos en una sociedad que coloca a los más ambiciosos e inhumanos arriba de todo.

William O. Douglas, el segundo jefe de la SEC y más tarde juez del Tribunal Supremo de Estados Unidos, escribió lo siguiente en 1940:

> En los grandes negocios, la gestión tiende a volverse impersonal. Las enormes acumulaciones de capital de los altos negocios significan que el número de titulares de valores públicos es alto. Estos inversores están muy dispersados. La gestión adquiere una especie de titularidad feudal como resultado de la absoluta dependencia de los accionistas de ella [...]. No puede haber duda de que la laxitud en la moral empresarial tiene una relación directa con el tamaño del negocio. Los imperios tan enormes que desafían el entendimiento íntimo de cualquier persona tienden a convertirse en juegos aptos para la manipulación.[325]

Douglas formaba parte del New Deal de Franklin D. Roosevelt: Roosevelt lo nominó al Tribunal Supremo en 1939. El New Deal fue una fuerza social relativamente humanizadora, aunque conservaba la fuerza y la integridad reales que caracterizan a las mejores soluciones financieras.

Esta pérdida de un sentido de la participación individual en la sociedad fue la preocupación que motivó a Friedrich Hayek en su libro de 1944 *The Road to Serfdom*. Tendió a concentrarse

en la excesiva intervención del gobierno como fuente del problema, más que en las prácticas de las grandes empresas, pero también hablaba de que el gobierno era cautivo de las grandes empresas.[326] Una dependencia excesiva en entidades de control tan grandes, según Hayek, conduce a una actitud fracasada, la actitud de los siervos.

Puede extrañar que este tratado mayor sobre el capitalismo fuera publicado cerca del final de la segunda guerra mundial, una época en la que uno podía pensar que la sociedad estaba ocupada por preocupaciones más urgentes. Pero el momento no es tan sorprendente como parece, puesto que la segunda guerra mundial también fue un período de conflicto entre sistemas económicos, y en el que la gente se preguntaba cómo los dirigentes nazis eran capaces de encargar crímenes tan monstruosos a algunos de los ciudadanos a los que gobernaban, como ejecutar las órdenes que resultaron en el Holocausto. Hayek se preguntaba cuáles eran los entresijos más profundos de apoyo de un partido así, o de cualquier otra organización. La mentalidad de siervo de la que hablaba fue un fenómeno social de gran interés.

El sistema capitalista moderno, con toda su maquinaria moderna, puede, si el poder que subyace en él no se vuelve demasiado centralizado e institucionalizado, ser *liberador* de precisamente esta mentalidad servil. Si se promulgan las leyes adecuadas, se puede abrir el camino para el desarrollo de multitud de organizaciones creativas que pueden conseguir mucho más de lo que cualquier individuo, por muy libre que sea, podrá nunca conseguir. El conjunto de normas y suposiciones que permiten que se emprendan negocios ordenados que luego funcionen representa un tipo de capital social que propicia la creatividad.

La divulgación de *información* sobre la economía y sus oportunidades entre millones de personas —con sus situaciones distintas, ubicaciones distintas, ojos y oídos distintos— es un hecho, y Hayek lo enfatizó.[327] Tenemos también que facilitar, además de este hecho, la dispersión del *control*. Eso se puede hacer animando a una mayor participación pública en las acciones de las empresas, o dando facilidades fiscales a pequeños negocios, o mediante otros medios que promuevan la dispersión de la propiedad entre la población.

De manera colectiva, podemos tomar la decisión deliberada de construir un capitalismo financiero con una base más amplia. Este plan se podría comparar con el comunismo tradicional, que, de manera parecida, buscó igualar la propiedad. No obstante, ese sistema tenía control sobre la propiedad, si no su propiedad real, centralizada en el gobierno, en manos de una burocracia. Este modelo centralizado ha ido perdiendo adeptos en todo el mundo, puesto que tal centralización del control no permite una participación realmente amplia y no permite que las personas utilicen su diversa información activamente para dirigir el uso del capital.

La locución *sociedad de la propiedad*, referida a una sociedad en la que la ciudadanía y la responsabilidad son fomentadas por la amplia propiedad y por el control sobre las propiedades individuales, se atribuye al presidente George W. Bush; él popularizó el concepto durante su campaña por la reelección de 2004. Es una expresión de la conveniencia de la democratización de las finanzas. Con todo, la idea se remonta mucho más atrás en la historia que esto.

La reforma de la tierra

Hace siglos, cuando la agricultura constituía la principal fuente del producto nacional, las políticas para dispersar la propiedad del capital se concentraban en la tierra. Las reformas territoriales que animaban (u obligaban) a los propietarios agrícolas a renunciar a sus propiedades y que repartían las tierras tomó impulso a partir de la Revolución Francesa, a finales del siglo XVIII, que transfirió la propiedad de la tierra desde el Antiguo Régimen a las fincas familiares individuales.[328] Siguiendo este ejemplo, en los siglos XIX y XX hubo numerosas reformas en la distribución del suelo agrícola en Albania, Alemania, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Canadá, Chile, China, Colombia, Croacia, Cuba, Checoslovaquia, Dinamarca, Egipto, El Salvador, Eslovenia, Estonia, Etiopía, Finlandia, Filipinas, Grecia, Guatemala, Hungría, India, Irán, Irlanda, Japón, Kenia, Lituania, México, Namibia, Nicaragua, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Corea del Sur, Siria, Taiwán, Venezuela, Vietnam y Zimbabwe.

Estas reformas, aunque a veces se impusieron con dureza, representaron en general un progreso social real y ayudaron al crecimiento económico. Por ejemplo, el milagro del crecimiento económico de la posguerra en Corea del Sur se atribuyó a la reforma en la distribución de la tierra y el resultante alivio de la desigualdad de rentas después de que la ocupación japonesa fuera expulsada al finalizar la segunda guerra mundial. La Ley de reforma agrícola surcoreana (South Korean Agricultural Land Reform Amendment Act, ALRAA) de 1950 especificaba que cualquiera podía ser propietario agrícola pero sólo si realmente trabajaba la tierra, establecía en tres hectáreas la extensión máxima de suelo agrícola que cualquier ciudadano podía tener en propiedad, y prohibía los pactos de arrendamiento y alquiler del suelo.

Los propietarios fueron obligados a vender sus tierras a cambio de deuda del gobierno, y la tierra fue redistribuida entre pequeños propietarios. Incluso antes de que la ALRAA surtiera efecto, después de la segunda guerra mundial, los ricos propietarios ya estaban vendiendo buena parte de su tierra a pequeños propietarios a precios relativamente bajos. La posición de los terratenientes en la sociedad coreana se estaba volviendo insostenible porque en general se los consideraba como cómplices del ocupante japonés, y muchos hasta empezaron a temer por su seguridad personal. El resultado final fue que se retiró la riqueza de los terratenientes surcoreanos (de manera más pacífica que en China o Corea del norte después de sus respectivas revoluciones comunistas) para rebajar la desigualdad, provocar la modernización de la sociedad coreana e impulsar el milagro económico de aquel país.[329]

Estados Unidos tiene una larga y curiosa historia de reformas en la propiedad agrícola, puesto que tuvo disponible un inmenso territorio de suelo público sin explotar. Andrew Johnson, Horace Greeley y otros afirmaban que la propiedad de la propia finca agrícola era saludable para la democracia. Sus esfuerzos llevaron a la aprobación de la Ley Homestead de 1862, que dividía el suelo público y vendía pequeñas fincas agrícolas a familias. La ley fue aprobada durante la guerra civil estadounidense, después de que los votos sudistas que representaban el sistema de plantaciones hubieran sido retirados del Congreso. La base lógica que subyacía en el apoyo del norte a las pequeñas propiedades individuales fue explicada de manera sucinta, justo antes de la guerra, por el *Chicago Press and Tribune*:

> Ha de ser la política de nuestro gobierno impulsar la multiplicación del derecho a la propiedad de la tierra. La historia del mundo demuestra que cuanto más alta la proporción de propietarios de tierras en cualquier país, mayor el grado de libertad personal, mayor el progreso de su civilización y mayor la seguridad de la nación de los ataques externos. La esclavitud es imposible, como institución permanente, excepto cuando la propiedad del suelo se limita casi exclusivamente a la clase propietaria de esclavos [...]. Una clase próspera no esclavista, identificada con el país a través de la propiedad de una parte de éste, pronto se convertirá en un oponente fuerte y peligroso de la esclavitud.[330]

Buena parte de la sensación de igualdad y de bien común que existe actualmente en Estados Unidos debe probablemente su origen, al menos en parte, a esta reforma democrática de la distribución del suelo del siglo XIX.

Propiedad de la vivienda

Las políticas gubernamentales para incentivar la propiedad de vivienda individual urbana, en vez de sólo la propiedad de fincas agrícolas, tendieron a llegar más tarde, a medida que el mundo se fue urbanizando. Estas políticas disuadieron el desarrollo de enormes corporaciones que podrían haber explotado propiedades de alquiler para el público general. En cambio, en Estados Unidos y otros países desarrollados tenemos una numerosa población propietaria de vivienda, y esto no ha ocurrido por accidente.

El concepto de una «democracia de propietarios» fue desarrollado por el representante conservador del Parlamento británico Noel Skelton en la década de los veinte y de los treinta. Su causa fue recuperada por el primer ministro Harold Macmillan en la década de los cincuenta, con un programa de construcción de viviendas, y posteriormente por la primera ministro Margaret Thatcher en 1970, con un programa para vender viviendas municipales (vivienda pública administrada por consejos locales) a sus inquilinos.

En Estados Unidos, las principales políticas para promover la propiedad de vivienda llegaron en la década de los treinta de la mano del New Deal de Franklin D. Roosevelt. La Federal Housing Administration se creó en 1934 para aportar un seguro gubernamental sobre las nuevas hipotecas, y la Federal National Mortgage Association (posteriormente llamada Fannie Mae) se creó en 1938 para comprar hipotecas a sus creadores para apoyar el mercado de la vivienda.

China, con su ideología comunista, llegó tarde al concepto de sociedad de propietarios, pero el gobierno chino, al final, convirtió la propiedad en prioritaria. En 1998, China creó un Fondo Vital de Vivienda para todos sus ciudadanos, un plan de ahorro obligatorio de acuerdo con los empleadores. El gobierno también elaboró un programa de vivienda accesible que subsidiaba la construcción de vivienda para ciudadanos de rentas bajas y medias. Vinculada a estas iniciativas ha habido una rápida expansión del mercado chino de hipotecas de vivienda (aunque es todavía relativamente pequeño). En 2004, las hipotecas totales en China sumaban 1,6 billones de dólares, o un poco por encima de los 1.000 dólares per cápita. El valor total de las hipotecas era entonces de sólo un 5 por ciento del valor total de las propiedades residenciales urbanas, pero estaba creciendo rápidamente.

La idea de incentivar la propiedad de vivienda aparece por todos lados. Noel Pearson, un

aborigen australiano que ha hecho campaña por los derechos de los pueblos indígenas, fundó en 2004 una organización en defensa de éstos, el Cape York Institute. En su página web encontramos una petición para que las políticas públicas promuevan la propiedad:

> Hay actualmente una expectativa intergeneracional entre las comunidades indígenas de que los gobiernos proveerán, mantendrán y, al final, repondrán sus viviendas. Como otras formas de asistencia social pasiva en las tres últimas décadas, las viviendas públicas en las comunidades indígenas han promovido la dependencia y la pasividad.
>
> El Instituto cree que debemos cortar esta dependencia y volver a introducir la responsabilidad personal. Eso tiene que implicar el avance hacia soluciones de propiedad de vivienda, en las que las familias hagan sacrificios para adquirir o construirse un hogar elegido por ellas, y en las que se hagan responsables de su mantenimiento.[331]

La propiedad de la vivienda, a diferencia de la propiedad de la tierra o de acciones, normalmente no implica de forma directa a las personas en un negocio concreto. No obstante, se ha visto ampliamente como algo que ayuda a crear una mentalidad orientada al mercado y que estimula también otros tipos de propiedad, además de promover un sentimiento de participación e igualdad en la sociedad.

En algunos países —en especial Suiza, que últimamente ha tenido una baja tasa de propiedad de vivienda (sólo un 35 por ciento de los hogares, según su censo de 2000, comparado con el 65 por ciento en Estados Unidos)—, al parecer, lo que contribuye a este sentimiento de participación es la propiedad de bonos y acciones. En Suiza, cuyo escarpado territorio se considera un legado común de todos los suizos, y cuyo sistema bancario y sofisticación financiera son elementos de orgullo nacional, resulta bastante natural que la sociedad de la propiedad haya adoptado esta forma.

Las leyes suizas relativas al alquiler hacen que este mercado funcione con un alto grado de satisfacción para sus usuarios. Debido al alto nivel de confianza en su sistema financiero, los suizos no han respaldado los subsidios gubernamentales a sus viviendas de propiedad.

En otros países —como España, donde más del 90 por ciento de los hogares eran de propiedad antes de la reciente y grave crisis financiera—, la alta tasa de propiedad es básicamente el resultado de las políticas de su gobierno. La política de alquileres española, establecida después de la guerra civil de 1936-1939, dificultaba mucho desahuciar a los arrendatarios, de modo que había un mercado muy escaso de inmuebles en alquiler. A partir de la década de los cincuenta, las leyes facilitaron la conversión de los edificios de pisos en condominios aptos para la compra.[332]

Las políticas gubernamentales no han de insistir demasiado en la propiedad de vivienda, puesto que, en el pasado, haberse extralimitado en el concepto de sociedad propietaria ha conducido a políticas gubernamentales que intentaban —en particular en ciertos países, como Estados Unidos y España— que una parte demasiado alta de la población fuera propietaria.

Esto, a su vez, ha contribuido a alimentar una burbuja inmobiliaria que al final estalló y fue la causa principal de la severa crisis financiera iniciada en 2007. Pero, en general, cierto grado de apoyo gubernamental a la propiedad de vivienda de los ciudadanos, particularmente dirigido a los hogares de rentas menores y marginales, contribuirá a una sociedad mejor.

Propiedad de carteras de inversión

Una sensación real de la participación en la sociedad y la economía se podría promover de manera más amplia mediante políticas que estimulasen un tipo de propiedad más orientada al negocio, en especial la propiedad de amplias carteras de inversión que representen los activos realmente productivos del país.

Singapur, bajo el mandato de Lee Kuan Yew, fue pionera de una sociedad de propietarios con su Central Provident Fund (CPF), un plan de ahorro obligatorio para sus ciudadanos, con contribuciones tanto de empleados como de empleadores, que les permitía hacer adquisiciones tanto en inversiones internacionales en bonos y acciones, como en vivienda propia en Singapur. Su reflexión era: «El CPF ha conducido a una sociedad distinta. Las personas que poseen ahorros y bienes considerables tienen una actitud distinta hacia la vida. Son más conscientes de sus fuerzas y se responsabilizan de ellos mismos y de sus familias».[333]

Los planes de pensiones contributivos, que se iniciaron a comienzos de la década de los ochenta en Estados Unidos, también estimulan a los ciudadanos a convertirse en propietarios de carteras de inversión, aparentemente para procurarse una pensión, unos ingresos para la jubilación. En su forma presente no sirven a los pensionistas de la mejor manera, puesto que los dejan abiertos a cometer errores en la planificación de su jubilación. Pero, en cambio, sí consiguen hacer participar a las personas de decisiones financieras y les permiten sentirse parte de una sociedad que adopta tanta parte de su estructura de las finanzas.[334]

Todas estas políticas, en muchos países distintos del mundo, han representado esfuerzos por democratizar y humanizar las finanzas, por hacer que sirvan a la gente y por animar a las personas a sentirse participantes de una sociedad construida sobre los principios de las finanzas.

Políticas que promueven la propiedad de la empresa por parte de los empleados

Louis O. Kelso (fundador de la empresa de inversiones Kelso & Co.) y Mortimer J. Adler (creador de la colección Syntopicon de grandes libros), en un par de obras muy vendidas, *The Capitalist Manifesto* en 1958 y *The New Capitalists* en 1961, presentaron un plan orientado a lograr una propiedad de las empresas más repartida. Probablemente, estos libros, en la actualidad, hayan sido casi totalmente olvidados. Sin embargo, han dejado un legado en forma de una mejor moral entre los empleados.

Los libros se publicaron en un momento en el que la gente estaba preocupada sobre el estado de las relaciones entre fuerza de trabajo y dirección. En la década de los cincuenta, cuando el movimiento obrero en Estados Unidos estaba ganando fuerza, había mucha preocupación sobre la desafortunada «lealtad dual» de los trabajadores.[335] Se decía que nadie podía ser leal al sindicato y a la empresa a la vez. Para lograr un buen ambiente y una alta efectividad en el lugar de trabajo ayuda que el trabajador se sienta leal hacia el empresario. Por otro lado, cuando hay

una situación contenciosa entre el trabajador y la dirección de la empresa, puede que el trabajador sienta más lealtad hacia su sindicato. El conflicto crea estrés en los trabajadores y puede plantear dilemas éticos.

Hay un instinto tribal básico que nos lleva a ser leales a un grupo con el que nos asociamos en el día a día. La pertenencia al grupo se convierte en una fuente de identidad.

George Akerlof y Rachel Kranton, en su libro *Identity Economics*, destacan que esta identidad es fundamental para la conducta económica.[336] Un experimento psicológico que describían consistió en separar arbitrariamente a unos cuantos chicos en dos grupos. El experimento demostró que, aunque todos sabían que la separación había sido arbitraria, hubo un cambio de actitud espectacular en los chicos a medida que empezaron a desarrollarse las identidades de grupo: los grupos se hicieron rivales y a los jóvenes empezó a motivarles mucho la rivalidad. Formamos estas asociaciones que definen la identidad de manera informal, casi arbitraria, basándonos en las personas con las que nos encontramos, y nuestras creencias tienen tendencia a adaptarse gradualmente a las de este grupo. Akerlof y Kranton señalan que todo esto constituye un elemento bastante absurdo de la experiencia humana.

El desarrollo de las modernas tecnologías de la comunicación y de los medios de transporte, y la ascensión de las corporaciones multinacionales, han tendido a cambiar las tendencias hacia la lealtad de maneras impredecibles. La tendencia general puede ser a la reducción de las lealtades nacionales. El automóvil ha permitido la formación de enclaves separados de ricos y pobres. Internet permite a la gente definir por sí misma el subgrupo del que aprenderá y con el que se comunicará cada día.

Los dos libros de Kelso y Adler imaginaron cambios en nuestras instituciones financieras que mejorarían nuestro sentido de la lealtad con nuestros colegas en los negocios. Y aunque no resolvieron totalmente el problema de la lealtad dual, nos han ayudado a acercarnos a una forma mejor de capitalismo financiero. El primero de los dos libros era una petición de lo que hoy día llamamos *employee stock ownership plans* (ESOP, «planes de propiedad de acciones de los empleados»), por los que las empresas animan a sus empleados a participar de la propiedad de la entidad adquiriendo acciones de ésta. Los autores defendían que un plan de este tipo motivaría a los empleados a trabajar con más eficiencia y ayudaría a crear una cultura capitalista.

De entrada, podía haber parecido que era poco probable que las ideas del libro se llegaran a implementar, pero dieciséis años más tarde, el Congreso de Estados Unidos promulgó incentivos fiscales para activar estos planes, mediante la Employee Retirement Income Security Act de 1974, que institucionalizaba los ESOP.

Transcurrieron varios años antes de que se hicieran estudios en profundidad para comprobar si la propuesta Kelso-Adler para los ESOP había tenido alguno de sus pretendidos efectos. Se ha sabido que, desde luego, tal como predijeron Kelso y Adler, los escaqueos laborales son comunes en las empresas de todo el mundo, y que cuando se introducen este tipo de planes, reducen la tendencia de los trabajadores a la haraganería. Esto ocurre a pesar de que la economía de una persona racional implica que los ESOP no deberían tener prácticamente ningún efecto, excepto en las empresas más pequeñas. Con este cálculo, cada trabajador concluiría de forma racional que él personalmente puede seguir escaqueándose, aunque se haya puesto en marcha un

ESOP, porque los efectos positivos de los esfuerzos de un trabajador individual se dividen entre todos los participantes de la empresa, mientras que la sensación negativa del esfuerzo la experimenta sólo el trabajador, y por tanto, el esfuerzo tiene un efecto negativo sólo para ese empleado. No obstante, al parecer, en una empresa con un plan de copropiedad se desarrolla una cultura antiescaqueo.[337] También se ha descubierto que los empleados de empresas con ESOP tienen en general una economía más saneada, tal vez porque el plan de copropiedad estimula una cultura más capitalista.[338] Las bases intuitivas sobre las que Kelso y Adler construyeron su teoría demostraron tener cierta validez según investigaciones sobre la conducta económica hechas a posteriori, aunque no pudieran articular su visión en términos que hubieran sido considerados válidos por los economistas generalistas de su tiempo.

En su libro de 1961 *The New Capitalists*, Kelso y Adler propusieron una Capital Diffusion Insurance Corporation que avalara préstamos para incentivar la fundación de pequeños negocios, lo que incrementaría su diversidad y permitiría que nacieran nuevas iniciativas que algún día pudieran convertirse en grandes empresas. Se trata de otra propuesta que serviría para llevar a más y más gente a financiar negocios, a la vez que crearía externalidades positivas en términos de una cultura empresarial mejor. En aquel momento, fue acogida por algunos como simplemente una rareza más.

Con todo, de nuevo, Kelso y Adler estaban sencillamente adelantados a su tiempo. Su teoría convenció de hecho a algunos líderes del Congreso para que aplicaran los cambios. La U.S. Small Business Administration (SBA) había sido creada en 1953 para sustituir a la Reconstruction Finance Corporation de la era de la Depresión, y era entonces un prestamista más que un avalador de préstamos. El SBA, en su forma original, podía haberse cerrado debido a su cantidad excesiva de préstamos malos, que finalmente quebraron a expensas de los contribuyentes. Para seguir la propuesta de Kelso y Adler e involucrar al público en la selección de los préstamos que había que hacer, se hizo evidente que el SBA debía abandonar los préstamos reales al público, con lo que se transformó de prestador en avalador parcial de préstamos a pequeñas empresas.

En la actualidad, el público tiene un incentivo para participar del riesgo, lo que alivia toda la carga del contribuyente.[339] Las actividades del SBA tal y como funcionan hoy son útiles, pero se podrían mejorar haciendo más hincapié en el subsidio de las ideas empresariales más innovadoras.[340]

Límites a la concentración

Las leyes de la competencia, que se remontan a tiempos antiguos, hace mucho tiempo que intentan reducir el poder de los grandes monopolios. El desarrollo de las instituciones capitalistas modernas conllevó la aparición de nuevas oportunidades para las organizaciones de gran tamaño, y, como respuesta, la ley de la competencia se ha vuelto más agresiva en su aspecto antimonopolio, al desmenuzar (o impedir la formación de) empresas que son tan grandes que inhiben gravemente la competencia. Los *lobbystas* de estas empresas intentarán hacer fracasar

estos esfuerzos con el argumento de que con estas divisiones se pierde mucho. Sin embargo, también pueden tener muchas ventajas.

La actual crisis financiera ha generado llamadas a impedir la creciente concentración de poder económico, pero hasta ahora la respuesta no ha sido demasiado efectiva. En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank de 2010 introdujo un límite a la concentración para las empresas financieras: sujeto a cierta discreción y con unas cuantas excepciones, ninguna compañía financiera se puede fusionar, consolidar o adquirir otra empresa si el pasivo consolidado de la empresa resultante «excedieran un 10 por ciento del pasivo consolidado agregado de todas las compañías financieras».[341]

La motivación para imponer este límite a la concentración fue ostensiblemente reducir el problema del «demasiado grande para caer»; es decir, la preocupación de que algunas compañías financieras habían adquirido tanta importancia para la economía que en el caso de encontrarse abocadas a la quiebra el gobiernos las rescataría. No obstante, este límite, de manera plausible, tenía también algo que ver con algunos de los problemas destacados en este capítulo: hacer que nuestros mercados financieros sean más democráticos entre el extendido resentimiento por la concentración de riqueza y poder.

Se trata de un límite considerable, aunque más bien débil, al tamaño de las compañías financieras. Según un estudio de 2011 llevado a cabo por el U.S. Financial Stability Oversight Council, basado en las fuentes y las definiciones disponibles en el momento, es difícil determinar el número exacto de compañías financieras que ya se acercan o superan este límite del 10 por ciento; sin embargo, es probable que haya algunas a las que se pueda aplicar la provisión Dodd-Frank.[342]

Puede ser que los que definieron la Ley Dodd-Frank se quedaran con un límite del 10 por ciento porque les pareció justo por encima de una situación que hoy requeriría intervención. Y, desde luego, no se ha tomado ninguna medida, ni parece que vaya a hacerse de manera inmediata, para reducir la concentración de poder en las compañías financieras estadounidenses.

Como alternativa a los límites de concentración, el gobierno podría limitarse a imponer un sistema de incentivos para disuadir las grandes concentraciones de poder en compañías financieras. Actualmente, en Estados Unidos el impuesto sobre los beneficios corporativos es progresivo; es decir, grava a las grandes corporaciones a un tipo mayor. Pero los tramos impositivos están establecidos de manera que sólo tienen impuestos reducidos las empresas más pequeñas. Las leyes fiscales se podrían modificar de manera que se disuadiera la formación de compañías financieras realmente enormes a favor de otras menos dominantes. Además, tal y como sugiere el Squam Lake Group, los requisitos de capital en instituciones financieras grandes e importantes sistémicamente se podrían elevar de forma automática.[343]

Los efectos combinados de las políticas para dispersar el capital

Las políticas del pasado para dispersar la propiedad de fincas agrícolas, vivienda y empresas son parte del motivo por el que en nuestra sociedad actual tengamos una sensación de igualdad y

participación. Para la mayoría de la gente, las propias políticas son bastante desconocidas, aunque puedan ver sus efectos. A menudo parecemos inclinados a pensar que la actual estructura de propiedad se ha conformado de manera natural. De hecho, la extendida propiedad de granjas, viviendas y empresas y las distintas formas de planes de participación de los empleados que vemos hoy forman parte de una administración pública que tiene un beneficio tangible: una mejora considerable en la moral pública. La mejor descripción de estos planes no es «planes gubernamentales», porque, aunque de hecho fueron implementados a través de la acción del gobierno, las ideas vienen de la propia gente y como respuesta a preocupaciones populares.

En el futuro deberemos estar alerta para evitar la concentración de poder económico, y deberemos trabajar para dispersar todavía más la propiedad del capital. Hacerlo de manera efectiva y eficiente —para que los resultados netos sean beneficiosos y no destruyan la productividad, y de manera que tengan en cuenta los nuevos desarrollos en el mundo de las finanzas y la tecnología de la información— requerirá una atención y una innovación continuadas.

30

La gran ilusión, entonces y ahora

En 1910, Norman Angell, un diputado del Parlamento británico, documentó un error tan extendido como peligroso a través de su exitoso libro *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power to National Advantage*. La gran ilusión era, en palabras de Angell, una «ilusión óptica» que representaba «prácticamente una idea universal», la creencia de que:

> la estabilidad financiera e industrial de una nación, su seguridad en la actividad comercial —en resumen, su prosperidad y bienestar— dependían de su capacidad de defenderse contra las agresiones de otros países, que, si pueden, están tentados de cometer tal agresión porque, al hacerlo, aumentarían su poder y, en consecuencia, su prosperidad y bienestar a expensas del más débil y derrotado.[344] En resumen, la ilusión era que la conquista militar aporta ventaja económica.

Esta idea errónea siguió vigente a pesar del libro de Angell y, podría decirse, desencadenó acciones provocativas e intransigentes por parte de los gobiernos y, en última instancia, la primera guerra mundial. A pesar del hecho que el libro no trajo la paz, en 1934 Angell ganó el Premio Nobel por éste.

Angell sostenía que esta «idea universal» no tenía ningún sentido, y que, en cambio, veía pruebas de que la gente creía profundamente en ella, en numerosos discursos, en artículos de periódico y en libros. Era una idea políticamente desestabilizadora que se había extendido por la sociedad; se aceptó amplia e indiscutiblemente que la naturaleza humana es inherentemente guerrera —que no debemos lamentar esta realidad sino comprender que los que estamos vivos hoy es gracias a que somos descendientes de los vencedores de guerras anteriores, y aceptar que la victoria militar es una expresión de la excelencia humana—. La idea, y la asunción que otras naciones pensaban de manera parecida, crearon expectativas de ataques futuros y una justificación para los ataques preventivos; ataques capaces de provocar una guerra.

Hoy día, esta ilusión antes común ha dejado de tener un seguimiento amplio. Hay pocas personas que en el siglo XXI sigan pensando que para Europa sería económicamente ventajoso intentar conquistar Estados Unidos, o viceversa, o para Japón conquistar Corea, o lo contrario. Pero seguimos sufriendo una ilusión análoga: la ilusión de que aquellos que están en el mundo de los negocios acabarán beneficiándose de la conquista empresarial, de las tácticas empresariales agresivas e inhumanas. Por lo tanto, la gente cree que los ricos de nuestra sociedad —entre ellos, los financieros— tienen un incentivo real y genuino para utilizar métodos maliciosos con el fin de atacar y someter, económicamente, a la mayoría de la población.

Para poner un ejemplo concreto, la gente supone en general que Goldman Sachs tuvo interés en hacer el doble juego a sus clientes, como supuestamente hizo en 2007, apremiándolos a invertir en valores que Goldman pensaba que acabarían cayendo, porque estos valores estaban pensados para beneficiar a otro cliente, Paulson & Co., un hecho no revelado a los clientes. Al mismo tiempo, Goldman Sachs estaba haciendo operaciones a corto con estos mismos valores. [345]

Otro ejemplo: la gente tiene entendido, en general, que la Countrywide Financial Corporation emitió y titulizó hipotecas que creían que acabarían en impago. Se ha dicho que el desplome de las hipotecas *subprime* que provocó la actual crisis financiera fue una triquiñuela deliberada de Countrywide y otros emisores de hipotecas.[346]

Es muy probable que hubiera habido algunos lapsos morales tras estos eventos, pero no es correcto afirmar que estas instituciones actuaron deliberadamente con pleno conocimiento de su resultado real. En la medida que actuaron mal, no era realmente en su supuesto interés hacerlo.

La suposición actual, análoga a la gran ilusión de Angell, parece ser a menudo que los negocios en general tienen un incentivo real para comportarse de manera agresiva y maliciosa. Esta suposición, si se deja sin cuestionar, creará un resentimiento hacia las empresas que inhibirá su funcionamiento adecuado, lo que amenazaría con frenar el avance de la prosperidad mundial en los años por venir.

La gran ilusión, 1910

En el momento en que escribía Angell, justo antes de la primera guerra mundial, había mucha preocupación por la posibilidad de un conflicto bélico: la carrera armamentística entre los países de Europa estaba tomando unas proporciones alarmantes. Esta carrera creó inquietud por todo el continente, pues daba la sensación de que cada país se estuviera armando por miedo al ataque de otro. Pero la situación era absurda de entrada, puesto que no había ningún gobierno que amenazara de hecho con atacar: todos hablaban sólo de defenderse. El miedo al ataque no provenía de sus palabras, sino de la gran ilusión.

La gran ilusión, la creencia en la primacía de la agresión humana, debió de parecer plausible a mucha gente en los años que precedieron la primera y la segunda guerras mundiales debido a una extrapolación negligente y poco precisa de la teoría darviniana a los asuntos de los estados modernos. Y, sin embargo, los extrapoladores de la teoría de Darwin acostumbraban a prestar poca atención a sus obras, y uno de los más influyentes de ellos, Friedrich Nietzsche, llegó a calificarse de «anti-Darwin». Pero hasta Nietzsche adoptó algo parecido al esquema «supervivencia de los más fuertes».[347]

La humanidad ha vivido en un estado perpetuo de guerra, afirmaban muchos en aquel momento, como ocurre con todas las criaturas vivientes. Los que estamos hoy en día vivos, se creía, somos los supervivientes de una amarga lucha, y nuestra propia inteligencia y talentos son el resultado de esta lucha.

Angell afirmaba que sería absurdo para cualquier país intentar conquistar otro, puesto que, en

la economía moderna, de un ataque similar no podía resultar ninguna ventaja económica concebible. La guerra armada podía haber tenido sentido en la Antigüedad, pero ya no. Según la sinopsis que aparece al principio del libro de 1910,

> la riqueza en el mundo económicamente civilizado se basa en el crédito y en el contrato comercial (siendo éstos la consecuencia de una interdependencia económica debido a la creciente división del trabajo y en las muy desarrolladas comunicaciones). Si el crédito y el contrato comercial se intentan alterar mediante un intento de confiscación, la riqueza que depende del crédito queda socavada, y su caída conlleva la del conquistador; de modo que, si la conquista no quiere ser autoperjudicial, ha de respetar la propiedad del enemigo, en cuyo caso se vuelve económicamente inútil. Por lo tanto, la riqueza de un territorio conquistado queda en manos de la población del citado territorio.[348]

Angell enfatizó que en realidad no hay ninguna ventaja derivada de conquistar otro país porque el ganador podría sacar poca cosa de valor que realmente se pudiera arrebatar a los conquistados. Ofreció un análisis de los pagos de reparación impuestos por el vencedor —Alemania— al vencido —Francia—, después de la guerra franco-prusiana de 1870-1871, y concluyó que, paradójicamente, a los franceses que hicieron los pagos de reparación les fue mejor que a los alemanes, que recibían esos pagos. El problema, como Angell destacó en su capítulo titulado «La inutilidad de la indemnización», fue que los países, por lo general, no poseen grandes cantidades de oro u otros objetos de valor transferibles, y sin duda demasiado poco como para pagar las enormes reparaciones que exigen los vencedores en las guerras. De modo que las reparaciones deben adoptar la forma de exportaciones de nuevos productos y servicios. El país pagador debe, de alguna manera, desarrollar una enorme industria exportadora, de proporciones sobrenaturales, para pagar las reparaciones. Pagar tiene que comportar algo como el *dumping* o la «competencia desleal» que los partidarios del libre mercado deploran. Y recibir los pagos aleja a los negocios en el mismo sector del país receptor, lo que deprime la economía de aquel país. De modo que, de hecho, no puede haber beneficios para el conquistador:

> para una nación moderna, añadir territorio no aumenta la riqueza de sus ciudadanos más de lo que crecería la riqueza de los londinenses si la City de Londres se anexionara el condado de Hertford. Es un cambio de administración que puede ser bueno o malo, pero ya que el tributo ha resultado ser, bajo las modernas condiciones económicas, imposible (lo que significa que los impuestos recaudados de un territorio han de gastarse directa o indirectamente en este territorio), la situación fiscal de la gente afectada no varía con la conquista.[349]

Otro elemento de esta gran ilusión es tratado por Angell en un capítulo titulado «The Psychological Case for War». Los defensores de la agresividad militar alegaban que la victoria militar, al demostrar heroísmo, fortaleza y tenacidad, refuerza la moral nacional, y que tiene un impacto positivo psicológico para el país vencedor porque estimula su economía. Es difícil cuantificar tal efecto, pero, afirmaba Angell, sí sabemos que contra estas supuestas ventajas de una filosofía bélica está el peso perpetuo de mantener una fuerza militar, y de ocupar un país hostil, furioso y vencido. El resentimiento de los oprimidos, al final, se demuestra tan costoso, en términos de ambiente emocional y riesgo de conflicto armado futuro, que anularía las ventajas psicológicas obtenidas por la victoria. Ésta es la carga del imperio, vista tantas veces a lo largo de la historia de la humanidad.

El libro de Angell fue en buena parte malinterpretado en su momento. La gente pensaba que alegaba todo esto porque las economías del mundo moderno estaban ya tan interconectadas que la guerra no era posible. De modo que el estallido repentino de la primera guerra mundial desacreditó sus teorías a ojos de muchos: fue muy ridiculizado y citado por algunos comentaristas como prueba de la inmensa ingenuidad de los intelectuales sobre las perspectivas reales de la guerra en el mundo moderno.

Pero el libro de Angell, en realidad no afirmaba que la guerra ya no era posible. En una edición de 1933, lamentando que la gran ilusión seguía muy viva entre nosotros, Angell explicaba que, cuando escribió el libro en 1908, había realmente suprimido sus temores ante algo como la primera guerra mundial:

> Haber dado el primer énfasis de todos al hecho de que la guerra llegaría sin remedio a menos que cambiáramos nuestras ideas y políticas, habría tenido para el lector de la calle de 1908 un solo efecto: hacerle reclamar más Dreadnoughts.* El autor vio y expresó esta dificultad [...]. Pero al clarificar el hecho de la evitabilidad, podría haber abierto la puerta a que creciera en la mente de algún lector una impresión de improbabilidad o «imposibilidad».[350]

Como había ocurrido muchas veces antes y ha ocurrido muchas veces desde entonces, hasta las discusiones más amables están restringidas por consideraciones de sus efectos sobre la confianza pública y los posibles resultados de hablar abiertamente sobre las preocupaciones por el futuro.

La gran ilusión como causa definitiva de la primera guerra mundial

Los temores generados por la carrera armamentística antes de la primera guerra mundial crearon un estado de opinión que condujo a un descenso asombrosamente veloz hasta la guerra de 1914. Hubo numerosas causas cercanas a esta caída; debemos escarbar hasta llegar a las causas últimas. La guerra empezó con un hecho aparentemente menor, el asesinato del archiduque Francisco Fernando de Austria en Sarajevo por parte de un pequeño grupo marginal, el 28 de junio de 1914. En aquel momento, el asesinato no parecía ser significativo a escala mundial. Una vez capturado, el asesino, Gavrilo Princip, explicó sus motivos: «Soy un nacionalista yugoslavo y creo en la unificación de todos los eslavos del sur en cualquier forma de estado que esté desvinculado de Austria».[351] La mayoría de la gente del resto del mundo, ocupada en sus propias preocupaciones, no se habría interesado en absoluto en su causa, de modo que puede parecer curioso que este hecho fuera el detonante inmediato de la primera guerra mundial.

No obstante, se produjo un bucle de reacción cuando Austria exigió que la vecina Serbia tomara cartas contra una organización clandestina que apoyaba a los terroristas. Serbia, que mantenía unas relaciones más bien tensas con Austria, accedió sólo en parte a sus exigencias. Austria, a su vez, invadió Serbia el 28 de julio de 1914. Ambos países mantenían alianzas militares con otros, que así se vieron abocados al conflicto. Los hechos llevaron la atención pública hacia antiguas animosidades también existentes entre estos países, y se produjo una

fiebre bélica que acabó siendo imparable. Los políticos, después de movilizar a sus ejércitos como respuesta al apetito de guerra de sus poblaciones, no pudieron desmovilizarse de manera realista por miedo a las consecuencias políticas internas. Según la evaluación hecha en 2008 por el historiador Gordon Martel del estado de ánimo de la población a principios de la guerra:

> Puede que ahora nos cueste imaginar un momento y un lugar en el que la guerra fuera no sólo aceptable, sino popular [...]. El tipo de mentalidad que llevó a la población a regocijarse ante la perspectiva de la guerra resulta hoy difícil de reproducir, pero alegrarse, lo hicieron: hubo bailes en las calles y manifestaciones espontáneas de apoyo a los gobiernos por toda Europa; los hombres se amontonaban ante las oficinas de reclutamiento, temiendo que acabara la guerra antes de que ellos tuvieran la oportunidad de haber luchado; hubo un espíritu de fiesta y una sensación de comunidad en todas las ciudades europeas a medida que las viejas divisiones de clase y las rivalidades políticas se sustituían por el fervor patriótico.[352]

Esta fiebre no fue puramente psicológica, puesto que finalmente estaba formada por una idea, la que Angell había llamado la gran ilusión, que inspiró un sentimiento genuino de reafirmación individual a través de la guerra.

La gran ilusión en los negocios actuales

La gran ilusión perduró lo bastante en el discurso público como para allanar el camino hasta una segunda guerra mundial, justo como Angell había sugerido en la década de los treinta.[353] Pero a estas alturas estamos mucho menos afectados por esta ilusión, tal y como se aplica a las naciones Estado.

Sin embargo, debemos enfrentarnos todavía a la noción popular de que las corporaciones y las personas ricas tienen un interés en la «conquista», al igual que antes se creía de los Estados. Está muy extendida la idea de que las personas muy ricas en nuestra sociedad tienen intereses, como grupo, en evitar agresivamente cualquier gesto, por modesto que sea, hacia la redistribución, a través de los impuestos o la regulación, que haría disminuir su extrema riqueza.

Amasar una gran fortuna podría parecer a muchos una manera muy clara de hacer crecer el amor propio; muchos de los honores que se conceden de manera rutinaria por los logros se consideran sospechosos, puesto que se pueden haber concedido de manera poco rigurosa o por motivos ulteriores. Pero tenemos tendencia a pensar que cuando alguien amasa una fortuna considerable demuestra cierto talento real asociado con una genuina visión para los negocios, y los innegables logros de esta persona parecen carecer de sinsentidos. El ganador no lo anuncia a una sociedad intelectual decadente o a un oscuro burócrata del gobierno. Con todo, la gente es admirada por un logro tal sólo si se mantiene dentro de ciertos límites en sus operaciones empresariales. Ser demasiado ferviente a la hora de adquirir y defender la riqueza no inspira admiración, de modo que no debemos esperar que la mayoría de la gente adinerada adopte este tipo de comportamiento.

Algo parecido a la inutilidad de las indemnizaciones entre países que Angell describió también es aplicable entre las clases sociales en el entorno de los negocios. Si los ricos, de alguna manera, logran subyugar económicamente a la mayoría de la población, provocando

animadversión, ¿qué le queda a la mayoría por transferir a los ricos que les sea realmente de valor? De nuevo, no puede ser oro ni otros bienes tangibles, puesto que a la mayoría subyugada ya no le quedarán demasiadas de estas cosas. Ha de ser en forma de servicios aportados a los ricos. Sin embargo, al facilitarlos estarían quitándoles estos sectores a los propios ricos, y éstos y los miembros de sus familias perderían su sentido de la participación y de los objetivos.

La «cuestión psicológica de la guerra» que Angell describió es otra parte de la gran ilusión que se emplea para argumentar que las personas y las clases sociales sacan una ventaja inherente de tener, y mantener bien aferrada, una gran riqueza. Es cierto que adquirir una gran fortuna no parece dar un impulso al ego de los integrantes de una familia rica, y, dentro de ciertos límites, les permite obtener más porque pueden garantizar una mejor educación y más tiempo que dedicar a asuntos más allá de ganarse la vida. Con todo, no les da un impulso en el sentido de su bienestar psicológico global, y no parece motivarles, ni a sus hijos, para subir a un nivel superior.

Tal ilusión amenaza con detener de golpe el propio tipo de desarrollo financiero que el mundo necesita de forma desesperada. Exactamente de la misma manera como la prensa perpetuó la gran ilusión de Angell antes de las guerras mundiales, haciéndolo porque constituía una noticia llamativa, hoy en día también está perpetuando una gran ilusión.

La gran ilusión que Angell percibía era una *idea*, y las ideas como ésta, que indica desconfianza, pueden contener mucho peligro. Ésta en particular pudo haber provocado, a todos los efectos prácticos, dos guerras mundiales. Hay un peligro parecido en la idea de que la gente buscará la riqueza implacablemente en los negocios, puesto que ésta también indica desconfianza, lo que a su vez disminuye las posibilidades de negocio constructivo.

Satisfacción con la vida

La mayor parte de la satisfacción que obtenemos del negocio no está realmente relacionada de forma íntima con el nivel de beneficios. Uno extrae placer del hecho de fabricar un producto realmente bueno o de ayudar a los clientes, o de dar trabajo a los empleados. Y la persona simplemente disfruta de participar en actividades con otras personas y de compartir intereses empresariales.

No hay absolutamente nada en la teoría financiera que diga que la gente debe valorar el hecho de ganar dinero con exclusión de todas las otras recompensas. Al contrario, la teoría defiende que la gente puede tener preferencias en cuanto a cualquier cosa y por todas las cosas, y eso es perfectamente coherente con la tendencia natural de las personas a sacrificar una parte de sus ingresos a cambio de una mayor calidad de vida. Es cierto que los que se encuentran en posiciones fiduciarias, como los gestores de fondos de inversión o de negocios, fuera de las corporaciones sin afán de lucro o de tipo comercial, pueden tener cierta obligación de centrarse exclusivamente en hacer dinero para sus clientes o accionistas. Pero, incluso así, se encuentran bajo esta obligación sólo hasta el punto en que sus directivos los han informado de ello.

Puede costar creer que alguien se meta en el sector de las finanzas por un motivo que no sea ganar dinero. Parece como si la carta ganadora de este juego sea el dinero que se gana, y uno cae

de forma natural en la idea de que amasar la mayor fortuna posible lo es todo. Sin embargo, si observamos las vidas de las personas reales que se dedican a las finanzas, la impresión que obtenemos es bastante distinta. Por ejemplo, en su autobiografía, John L. Moody, el fundador de Moody's Investors Service, hablaba de su misión al fundar la compañía. Admitía que había tenido el sueño de ganar millones, pero también contaba que había seguido una «inclinación literaria», aunque parece más bien improbable que haya algo literario en la publicación de manuales de inversión.[354] Su motivación no era exactamente la maximización de los beneficios, sino permitirse la satisfacción de dedicarse a cierta misión que le provocaba una satisfacción personal —y esto lo llevó finalmente a su éxito en las finanzas.

Mucha gente interesada en las finanzas se mete en el campo de las regulaciones, y aquí el deporte no consiste en ganar dinero. Hay a quien puede extrañarle saber que hay personas que realmente prefieren un trabajo en el campo de la regulación, en el que tratan con las finanzas sin la posibilidad de ganar una fortuna. Estos profesionales encuentran las finanzas intrínsecamente interesantes y entienden que ofrecen otras satisfacciones aparte de los beneficios.

La inutilidad de la conquista en los negocios refleja la misma inutilidad de la conquista en la guerra sobre la que escribió Angell. Éste advertía que es imposible sacar demasiada riqueza de los países conquistados, de la misma manera que es imposible extraer demasiada felicidad de una riqueza que se ha obtenido a base de medios financieros antisociales. Hay poco que uno pueda hacer personalmente con una gran fortuna que sea en verdad satisfactorio, aparte de repartirla. Ser propietario de una mansión o de varias no es intrínsecamente satisfactorio, tal y como la ley de los rendimientos menguantes se apresta a indicar.

Uno también sufre de cierto grado de distancia emocional de la mayoría de la gente, además de una sensación de egocentrismo y de aislamiento social cuando se es ostensiblemente rico y no se comparte con los demás, por no hablar del miedo al secuestro o la extorsión.

Y, sin embargo, existe la suposición generalizada, repetida una y mil veces en los medios de comunicación, de que los negocios son indefectiblemente acaparadores, y dispuestos a atacarnos a todos en cuanto nos despistemos y bajemos la guardia. Esta suposición crea un ambiente de excesiva desconfianza, y éste conlleva algunos de los costes sociales que Angell predijo.

De la misma manera que aquella gran ilusión desencadenó en buena medida las guerras mundiales, la misma ilusión aplicada a los negocios lleva a la ineficiencia económica y a la decepción. Las personas con influencia, incluyendo los docentes, tienen un papel importante a la hora de corregir esta ilusión y hacer esta corrección será un paso fundamental para la construcción de una sociedad buena y justa.

La agresión en la vida y en los negocios

Una economía financieramente sofisticada proporciona una vía de escape para la agresión que resulta sustancialmente constructiva y no provoca la pérdida de vidas humanas. Es sobre lo que escribió Montesquieu en su *El espíritu de las leyes* en 1773: «El espíritu del comercio está asistido de manera natural con el de la frugalidad, la economía, la moderación, el trabajo, la

prudencia, la tranquilidad, el orden y la ley. Mientras subsista este espíritu, las riquezas que produce no tienen ningún efecto nocivo. La malicia aparece cuando el exceso de riqueza destruye el espíritu del comercio; es entonces cuando los inconvenientes de la desigualdad empiezan a sentirse».[355] Montesquieu no tuvo la ventaja de conocer la teoría de Darwin. Tampoco está claro cómo debemos interpretar la palabra *espíritu* en este contexto. Pero tal vez no estamos tan lejos de acertar si deducimos que está hablando de un entorno social, una construcción única de la especie humana, que puede inducir cambios a nuestras tendencias agresivas.

El etólogo Konrad Lorenz, en su libro de 1966 *On Aggression*, concluyó que la mayoría de los animales han desarrollado inhibiciones contra el ataque a su propia especie, que impiden la innecesaria destrucción de ésta. El efecto de las inhibiciones depende del entorno, y a lo largo del desarrollo de las especies, la evolución ha hecho que éstas funcionen en el entorno tal y como se lo encuentra normalmente. Pero si se alterara el entorno, tal vez estas inhibiciones no funcionarían con normalidad. Lorenz señala, por ejemplo, que aunque las palomas, para nosotros, simbolizan la paz, si enjaulamos a dos muy juntas y las colocamos en un entorno artificial en el que no se pueden separar nunca, la más fuerte de las dos torturará a la otra hasta matarla, sin que aparezca ninguna inhibición.[356]

Otro etólogo, Frans de Waal, en su libro de 1990 *Peacemaking among Primates*, detalló cómo cuatro especies distintas de primates —chimpancés, macacos rhesus, macaco rabón y bonobos—, todos separados de los humanos por millones de años de evolución, tienen métodos para reducir el conflicto entre ellos después de un enfrentamiento, métodos que a veces se parecen o a veces difieren considerablemente de los patrones de comportamiento análogos de los humanos modernos. Las formas exactas de agresión controlada y el comportamiento de reconciliación son específicos de la especie. Los chimpancés suelen utilizar los besos, metiéndose los dedos en la boca mutuamente, y los mordiscos amorosos, mientras que el macaco rabón tiende a enseñar el trasero, seguido de una inspección genital. Pero todos estos comportamientos sirven de objetivo común como «mecanismo amortiguador» para reconciliar intereses en conflicto.[357] De Waal se pregunta por qué los patrones de agresión limitada, en el contexto de los patrones de reconciliación que siguen a la agresión, no son vistos actualmente por más gente como algo bueno, merecedores de consideración como promotores de una sociedad estable y efectiva. Por desgracia, estos patrones de agresión y reconciliación han evolucionado en pequeños grupos, y no siempre funcionan bien a escala nacional o internacional: deben crearse instituciones humanas que empleen estos patrones de conducta de manera constructiva.

Steven Pinker, en su libro de 2011 *The Better Angels of Our Nature: Why Violence Has Declined*, repasa una serie de estudios que muestran que, en los últimos pocos miles de años la sociedad humana ha evolucionado hasta hacer un mejor uso de estos patrones de conducta integrados para reducir la agresión, y que la violencia se ha reducido espectacularmente desde los días en que nuestra especie era cazadora y recolectora. Observa que el cerebro tiene patrones integrados de agresividad. Por ejemplo, un ataque repentino de rabia puede ser estimulado artificialmente con un electrodo conectado al «circuito de la rabia» del cerebro, y se puede detener simplemente cortando la corriente. El cerebro incluso parece tener un programa capaz de

lanzar una rabieta, o «previsión de pánico». El programa facilita la incorporación a un grupo para cometer una matanza contra otro más vulnerable si se desencadena un circuito especial. No obstante, Pinker afirma que tal violencia «no es una necesidad perenne como el hambre, el apetito sexual o la necesidad de dormir», y que la gente puede pasarse la vida entera sin experimentar un brote de previsión de pánico. Estos «demonios interiores» se pueden controlar en una sociedad que promueve el «comercio amable», un «círculo en expansión» de los contactos y otras instituciones socialmente constructivas.[358]

La sociedad moderna es el resultado de siglos de reflexionar sobre cómo gestionar las tendencias agresivas humanas y cómo evitar situaciones en las que la gente se enfrenta a la conducta egoísta de los demás, los resentimientos se vuelven incontrolables y la agresión se convierte en violencia abierta. Este progreso ha hecho mucho en favor del capitalismo financiero, y entre sus productos están los límites a los inconvenientes de la desigualdad de los que hablaba Montesquieu. Tenemos un sistema fiscal y un sistema de provisión de bienes que funcionan contra la agresión humana que conduciría a una desigualdad vejatoria, aunque, como hemos visto, de manera algo caprichosa y poco sistemática.

Finanzas y gestión de conflictos

Albert O. Hirschman, en su libro de 1977 *The Passions and the Interests*, traza una historia del pensamiento sobre las maldades humanas y sobre el origen del concepto de capitalismo.[359] Hirschman esboza la idea de que el hombre «tal y como es realmente» está estimulado por pasiones que a menudo crean conflictos. No hay manera de escapar de estas pasiones, pues forman parte de la condición humana natural. De hecho, uno de los resultados de estas pasiones es que la historia del mundo, en buena medida, ha sido una sucesión de guerras y rebeliones. Pero, según afirma Hirschman, empezando hacia 1600, surgió de forma gradual la idea de que la mejor esperanza para reducir los perjuicios de la expresión desatada de estas pasiones era crear una situación en la que la gente tuviese intereses que contrarrestasen estas pasiones. Una economía moderna, en la que se desarrollan complejos intereses comerciales, es precisamente una manera de controlar las pasiones.

Hirschman traza su discurso a partir de Francis Bacon, pasando por Hobbes, Maquiavelo, Montesquieu y hasta James Steuart. Ve el desarrollo del capitalismo en términos de un declive gradual en el concepto de gloria militar y como un fin que podría justificar la expresión de las pasiones de furia, y un reconocimiento de la imperfección del género humano, una concepción de que las pasiones humanas necesitan ser controladas para evitar la guerra.

Teniendo en cuenta esta imperfección, surgió el concepto de establecer una estructura que proporcionaría «pasiones compensatorias», es decir, una dentro de la cual las personas tuvieran intereses materiales que funcionasen contra estas pasiones. Los intereses materiales significan a menudo intereses financieros: propiedad de fincas, de acciones y de bonos, y contratos laborales de larga duración.

Algunos artículos académicos han intentado poner a prueba la hipótesis de que la

interconexión económica ayuda a evitar guerras. Los politólogos Bruce Russett y John Oneal, en su libro *Triangulating Peace*, presentaron un análisis estadístico de datos sobre las guerras de todo el mundo entre 1886 y 1992.[360] Concluyen que hay tres variables, medidas respecto de cualquier par de países, que ayudan a explicar la probabilidad de que estos países caigan en un conflicto bélico: las interconexiones económicas, las tradiciones democráticas y la pertenencia a organizaciones internacionales. Los tres factores ayudan a evitar las guerras, y cuando los tres están potenciados al máximo, la probabilidad de guerra se reduce en un 71 por ciento.

Entre estos factores, Russett y Oneal valoraron la interconexión económica como el más importante. Por supuesto, resulta difícil interpretar por qué es precisamente la interconexión lo que fomenta la paz. La actividad económica internacional puede promover las comunicaciones internacionales y, por lo tanto, una «identidad transnacional», para usar un término debido al politólogo Bruce Cronin, o una «comunidad imaginada», un término del politólogo Benedict Anderson.[361] La relación también podría ser espuria: es posible que, en realidad, los países que sienten más simpatía entre ellos tengan más tendencia al comercio mutuo.

Pero Russett y Oneal interpretaron el efecto de la interconexión económica, medida según el volumen de flujos comerciales respecto del PIB, como un argumento más a favor de la línea de pensamiento descrita por Hirschman: el intercambio económico crea interés en mantener la paz. Aunque hay otras interpretaciones posibles, parece que el comercio aumenta los costes del conflicto y, por lo tanto, los beneficios de mantener la paz.[362]

Hace siglos, Montesquieu afirmó que la «riqueza móvil» previene las guerras porque crea una consecuencia repentina e intensa para cualquier acción militar. Si los países tienen libertad financiera para invertir los unos en los otros, y lo han hecho pero tienen la libertad de retirar sus inversiones, entonces esta situación crea un incentivo dirigido a los propietarios de este capital para usar su influencia con el fin de impedir la guerra.

La mayoría de los estudios hechos sobre la incidencia de la guerra, como el de Russett y Oneal, han empleado los flujos comerciales para medir la interconexión económica. Pero hay otro estudio de Erik Gartzke, Quan Li y Charles Boehmer que halló que la *interconexión financiera*, en concreto el flujo de capital, es un mejor vaticinador de guerra que cualquiera de los factores estudiados por Russett y Oneal.[363] Demostraron, mediante datos mundiales para el período 1951-1985, que la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB ayuda a explicar las disputas militarizadas interestatales entre pares de países: cuanto más alto es el porcentaje, menor es la probabilidad de la disputa, incluso una vez controladas las variables utilizadas por Russett y Oneal.

La interconexión financiera puede ayudar a evitar la guerra por razones más profundas que las asociadas con el riesgo percibido en los movimientos de capital. La interconexión financiera ofrece otra puerta de salida a las agresiones, constituye una etapa civilizada para el despliegue de impulsos agresivos y un entorno en el que la exposición al riesgo es cuidadosamente elegida por cada jugador, no determinada arbitrariamente por un jefe militar. Crear un terreno de juego amplio y variado para los negocios puede ser como dar a las dos palomas de Lorenz, estrechamente enjauladas y luchando entre ellas como resultado, un entorno más amplio en el que sus tendencias conflictivas tengan espacio para perderse. Así, el desarrollo financiero puede

llevarnos hasta una sociedad más amable y diplomática, totalmente amable y diplomática.

Con el desarrollo de las modernas armas de destrucción masiva, el correspondiente desarrollo de métodos para limitar las agresiones se ha vuelto imperativo. No es ser poco realista suponer que podemos alcanzar un mecanismo de tales características, y que lo conseguiremos mejorando el capitalismo financiero, democratizándolo y humanizándolo, y poniendo un punto final a la gran ilusión y sus consecuencias.

Epílogo

Finanzas, poder y valores humanos

Hay otro aspecto del capitalismo financiero que hasta ahora no hemos tratado demasiado en este libro y que preocupa mucho a gran cantidad de personas. Se trata del poder económico que alcanzan algunos miembros de la comunidad financiera. Su poder, en sí, irrita. Ofende nuestro sentido de la participación en una sociedad que aspira a respetar, apreciar y apoyar a todo el mundo. La lucha por el poder que tan a menudo impulsa al capitalismo financiero es contraria al concepto, promovido en este libro, de que las finanzas se basan en la administración de los bienes de la sociedad.

Si buscamos en la librería Amazon.com la frase «riqueza y poder», encontramos un listado de casi 85.000 libros.[364] La gente puede leerlos para aprender cómo lograr la riqueza y el poder, pero una buena parte de estas obras consideran la existencia de los ricos y poderosos como un escándalo que merece nuestro desprecio.

Sin embargo, parte del motivo por el que las sociedades que funcionan desarrollan élites de poder es que necesitan un liderazgo que tenga la capacidad de *hacer* las cosas. Tenemos que hacer posible que una cantidad relativamente pequeña de gente —una directiva— utilice su criterio personal para decidir la dirección de nuestras actividades principales. Uno de los temas de este libro ha sido que, a pesar de los rápidos avances en tecnología de la información, seguimos igual de dependientes que siempre del criterio de seres humanos concretos. Las facultades de «comunicación compleja» y «pensamiento experto» que Levy y Murnane hallaron que habían sobrevivido a la revolución de la tecnología de la información son tan necesarias como siempre para la coordinación de la economía, y un sistema de capitalismo financiero acabará imbuyendo de riqueza y poder a aquellos en posesión de estas facultades.

Pero hay todavía un motivo por el que el nivel de resentimiento de los ricos y poderosos es tan alto: un sistema capitalista libre es capaz de soportar un equilibrio en el que ciertos tipos de «conspiración» social compensan. George Akerlof, en su artículo de 1976 «The Economics of Caste and of the Rat Race and Other Woeful Tales» proporcionaba una teoría económica de la tendencia humana de ciertos grupos sociales a formar una especie de conspiración empresarial contra los de fuera.[365] Toma el sistema de castas —más vistoso en la India tradicional, pero de hecho, hasta cierto grado, parte de la sociedad humana en todas partes— como un ejemplo de toda la vida de esta actitud. Las personas que pertenecen a una casta superior son conscientes de la inmensa ventaja económica que les otorga pertenecer a ella. Miedosos de comprometer su rango, se aferran a las normas sociales de su casta, que incluyen aislar a los miembros de ésta

que no se adhieren a estas normas. Favorecen a los de su misma casta a la hora de hacer negocios y rechazan a aquellos que no pertenecen a ella, o que sí pertenecen pero que hacen ostentación de sus normas ofreciendo trabajo y negocio a los de fuera. El argumento de Akerlof era que un equilibrio económico con las castas puede ser estable, y que ningún negocio que alardee de normas de casta puede superar los de la casta, de modo que no hay nada que altere el equilibrio.

Las comunidades empresariales pueden ser parecidas a las castas si hay una cultura adecuada y unos líderes que inciten al comportamiento excluyente. Los que han merecido la admisión a un círculo semejante valoran sus contactos y favorecen a otros miembros de la casta en sus actividades comerciales y en sus operaciones financieras. En la sociedad moderna, una «casta» se puede definir en cuanto a las conexiones con una cultura específica, o en términos raciales o sexuales, o puede tomar forma entre licenciados o universidades de élite. Si uno está en una posición de poder y utiliza esta oportunidad para hacer un negocio importante con alguien que no está conectado con el círculo empresarial, con un miembro de un grupo minoritario, con una mujer o, simplemente, con alguien anodino de fuera, eso le puede suponer una pérdida de poder o hasta la expulsión del círculo. De modo que, de manera instintiva, uno tiende a excluir a los de fuera y a reconfirmar la concentración de riqueza y poder.

No obstante, éstos son problemas que asociamos con las finanzas sólo porque algunas personas que quieren preservar su rango especial emplean las finanzas avanzadas como herramienta para ello. No son las propias herramientas financieras las que crean la estructura de castas, aunque sus mecanismos forman parte del equilibrio. Las mismas herramientas pueden también, si están adecuadamente diseñadas y democratizadas, convertirse en un medio para liberarse de todo equilibrio de castas. Las finanzas realmente democráticas nos pueden ayudar a huir del estatus de marginado.

El capitalismo financiero es una obra en construcción. Todavía no está perfeccionado, pero mejora gradualmente. Como hemos visto está definido por una larga lista de prácticas financieras y funciones y responsabilidades específicas para la gente que se dedica a ellas. Observando operar a la mayoría de estas personas en el día a día, uno llega a pensar que, en nuestra sociedad moderna, el comportamiento de castas ha sido muy atenuado.

Aunque el propio sistema de castas no hubiera sido nunca aceptado por las religiones budista, cristiana y musulmana, hay una conducta parecida a las castas que se sigue dando entre sus adeptos. Ha sobrevivido en la religión hindú, al menos en algunas de sus escuelas de pensamiento, que han integrado la noción de casta a sus conceptos fundamentales, de modo que la lealtad de casta sigue estando muy viva. Pero hasta entre ellos, el sistema —que fue muy condenado por Mahatma Gandhi y otros líderes espirituales— empieza a declinar.

El mismo disgusto por las castas o por sistemas parecidos fue expresado por Vladimir Lenin en Rusia, Kemal Atatürk en Turquía, Yukichi Fukuzawa en Japón, Sun Yat-sen y Mao Tse-Tung en China, Eva Perón en Argentina y Nelson Mandela en Sudáfrica. Estos líderes de pensamiento no podían ser distintos entre ellos, pero juntos aportan la prueba de que hay una corriente mundial que encuentra repugnantes los sistemas de castas u otros similares. Al igual que estas tendencias representan una inclinación hacia una mayor ilustración social, hay una tendencia paralela hacia la ilustración sobre los sistemas análogos a las castas en el mundo de los negocios.

Llevo unos treinta años enseñando en la Universidad de Yale. Hasta mi propia universidad ha experimentado una transformación gradual a lo largo de los siglos, desde un centro de formación para los hijos de familias estadounidenses de élite hasta una institución académica que sirve a personas de todo el mundo. También se ha convertido en una institución financieramente sofisticada, teniendo en cuenta lo bien que ha invertido sus legados. Se trata de una institución privada y orientada al terreno internacional, no vinculada al gobierno de Estados Unidos, sin ánimo de lucro, con sus propios objetivos, que son esencialmente sociales y benéficos, y reflejan los puntos de vista de una comunidad intelectual única.

El concepto de una aristocracia o «alta sociedad», tan arraigado en el siglo XIX, se está debilitando en todo el mundo. El *Social Register* es una publicación en la que aparecían las familias ricas y socialmente prominentes de Estados Unidos. Su inclusión en él fue antaño un símbolo muy codiciado de pertenencia a la élite, pero hoy día es básicamente una lista de los descendientes de las mismas familias que fueron ricas y prominentes hace un siglo y ha sido casi olvidada por la mayoría de la sociedad.[366] Ha ocurrido prácticamente lo mismo con el *Burke's Peerage* en el Reino Unido y con su equivalente europeo, el *Almanach de Gotha*, que dejó de publicarse en 1944.[367] En China, los registros nacionales de intelectuales de grado y de gacetilleros locales se desvanecieron antes de la dinastía Qing en 1912. Por todas partes, en el mundo, hay un espíritu más igualitario, y éste tiene el apoyo de las finanzas democratizadas.

En parte, lo que irrita es la presunción, la arrogancia que acompañan al poder económico. Y el hecho de que haya tanta gente que admira a los ricos y poderosos nos preocupa. ¿Por qué se cree la gente que los ricos son tan especiales? Hasta los presidentes se lo preguntan. Franklin D. Roosevelt dijo en una ocasión,

> Soy simplemente incapaz de adoptar la actitud de respeto hacia los hombres muy ricos que una multitud tan enorme de gente siente de manera tan evidente. Estoy encantado de mostrar la cortesía que haga falta ante Pierpont Morgan o Andrew Carnegie o James Hill, pero en cuanto a considerar a ninguno de ellos como, por ejemplo, considero a [...] Peary, el explorador del Ártico, o Rhodes el historiador [...] porque no me puedo forzar a mí mismo a hacerlo, ni que quisiera hacerlo, lo que no es el caso.[368]

Tal vez la mayoría de nosotros pensemos que el propio Roosevelt era rico. Al fin y al cabo, en la década de los cuarenta su familia era la más prominente de todas en el *Social Register*, con no menos que una página y media de entradas.[369] Pero él no estaba entre los extremadamente ricos, y al parecer, tampoco se sentía parte de ellos.[370] Es más, se consideraba tan lejos de ese grupo como la mayoría de nosotros nos sentimos, y esa mentalidad debió de ser uno de los factores detonantes de sus políticas del New Deal, que ayudaron a democratizar los mercados financieros estadounidenses.

A veces parecemos estar atrapados en una economía que eleva arbitrariamente un pequeño número de los que no lo merecen y nos obliga al resto a mimarlos y halagarlos. El resentimiento ante estas circunstancias puede crecer a veces hasta un nivel intenso. Por ejemplo, en 2011 la junta del Miami Art Museum anunció que el museo sería rebautizado como Jorge M. Pérez Art Museum del condado de Miami-Dade County como agradecimiento a un donante, un agente inmobiliario que había donado 35 millones de dólares en forma de su colección personal de arte

latinoamericano, valorada en 15 millones, y una promesa de 20 millones más.[371] A eso le siguió una tormenta de protestas. El museo había sido financiado básicamente con los fondos de los contribuyentes, y estaba en marcha una campaña para recaudar un capital de 220 millones de dólares a base de pequeños donantes. Al parecer, el reconocimiento al señor Pérez había sido mal utilizado.

Probablemente, la junta debía haberse ofrecido a poner su nombre a un ala del museo o a un auditorio dentro de éste, y luego a rechazar su donativo si este gesto no le parecía suficiente. La concesión de reconocimiento a cambio de regalos debe manejarse de manera muy racional.

Con todo, normalmente no estamos tan seguros de experimentar ningún resentimiento hacia estos donantes tan ricos, porque a veces sí que parecen merecerlo. A menudo dejamos de lado nuestros procesos de comparación social porque estos donantes no nos parecen en absoluto comparables con nosotros mismos, y a veces nos imaginamos que nosotros o nuestros hijos podríamos llegar a triunfar tanto como ellos.

Para mí es siempre una fuente de satisfacción, que la Universidad de Yale, donde enseño, no haya seguido una política de vender derechos de nombrar edificios al mejor postor. Por ejemplo, los nombres de los doce colegios residenciales son los de ex alumnos distinguidos, no de meros donantes ricos que «compraron» su derecho a constar en las paredes de los colegios. La Yale Law School y la Yale School of Management no llevan el nombre de nadie... de momento. Si una u otra recibe algún día el nombre de un donante filántropo, tendrá que ser por acuerdo general dentro de la comunidad universitaria sobre el valor de esa persona.

Parte de la aceptación de donantes ricos es simplemente la tendencia humana a vivir y dejar vivir. Cada uno de nosotros tiene otras maneras de mantener la autoestima aparte de hacernos ricos, de modo que queremos un sistema económico que permita desarrollar el potencial humano en sus distintas formas; queremos que básicamente sea justo. La mayor parte de nosotros no elegiremos intentar hacernos ricos y buscaremos el significado en nuestras vidas a nuestra propia manera, pues nos damos cuenta de que no podemos construir un sistema económico que nos permita ser prósperos y sanos y capaces de perseguir nuestra propia individualidad sin producir algunas personas excepcionalmente triunfadoras, y posiblemente arrogantes.

La democratización de las finanzas supone apoyarse más en instituciones efectivas de la gestión del riesgo que tiene el efecto de evitar las redistribuciones arbitrarias de poder y riqueza, un sistema de contratos financieros. Se supone que las finanzas deben reducir la aleatoriedad en nuestras vidas, no aumentarla. Para que el sistema financiero funcione bien, tenemos que seguir desarrollando su lógica inherente, sus propias maneras de hacer tratos entre personas independientes y libres, tratos que sean convenientes para todas.

La democratización de las finanzas tal y como la expresamos en este libro requiere una mejora en la naturaleza y en el abasto de la participación en el sistema financiero, incluyendo la conciencia de información fundamental sobre el funcionamiento del sistema. El público necesita tener información fiable, y ésta sólo la pueden ofrecer los asesores, los representantes legales y los docentes que consideran su papel como promotor de una administración ilustrada. Cuando las personas se puedan beneficiar de una ayuda tal, acabarán sintiendo menos que nuestra economía está gestionada por una élite en el poder. Actualmente, la mayor parte de la gente tiene poca o

nula información de este tipo. En cambio, se encuentran a menudo ante vendedores de productos financieros, que disfrutan de incentivos inadecuados, para contarles lo que realmente necesitan saber. No obstante, bajo un sistema en verdad ilustrado de capitalismo financiero, podría ser distinto.

Hemos visto que son necesarias algunas intervenciones del gobierno, incluyendo la redistribución de la riqueza a través de una tributación progresiva, y eso se podría realizar de manera más deliberada y juiciosa que la actual, sin levantar alarmas sobre la posibilidad de que la riqueza pudiera ser injustamente confiscada. Tiene que haber una red de seguridad para la sociedad, y ésta debe mejorarse y repensarse continuamente. Pero bajo el capitalismo financiero muchas de nuestras mejores protecciones e inspiraciones no provienen directamente del gobierno, sino de nuestras propias disposiciones financieras. El gobierno puede simplemente ser un facilitador.

La democratización de las finanzas va de la mano de su humanización. En este sentido es importante que las finanzas sean humanas, y que incorporen nuestro entendimiento cada vez más sofisticado de la mente humana en sus sistemas, modelos y predicciones. La ascensión de la economía conductual y de la neuroeconomía en las últimas décadas nos da una base para tal enfoque, para entender cómo piensa y actúa realmente la gente. Las personas no son de manera inherente y uniforme amables con sus vecinos, pero nuestras instituciones pueden cambiarse para gratificar el lado más bueno de la naturaleza humana.

Uno de estos lados buenos es el impulso filantrópico y la tendencia, al menos en el entorno social adecuado, a que la gente afortunada dé buena parte de su riqueza para fines constructivos. Como hemos visto, tal tendencia debería considerarse fundamental en el capitalismo financiero. Los regalos de los ricos podrían en cierto modo ser egoístas o motivados por el ego, y en algunos casos podrían incluso generar más resentimiento que gratitud, pero el capitalismo financiero adquiere todo su sentido sólo cuando reconocemos la importancia de estos regalos.

Un problema con la filantropía es que, en palabras de Craig Calhoun, presidente del Social Science Research Council, hay una «pérdida de dignidad en los trabajadores y los ciudadanos en el hecho de sentir que dependen de la caridad, más que de la protección que por derecho se pone a su disposición».[372] Sí, desde luego, el poder financiero que algunos alcanzan es ofensivo, aun si al final dan buena parte de su fortuna de la que se deriva su poder. Pero la acumulación de riqueza seguida de la caridad seguirá desempeñando un papel fundamental en la buena sociedad, puesto que, como hemos visto, permitir o hasta incentivar activamente a la gente a que amase riquezas y comparta buena parte de éstas crea un sistema que los motiva a hacer cosas buenas. La pérdida de dignidad a la que hace alusión Calhoun puede ser minimizada, y podría ser más que compensada por los resultados globalmente beneficiosos de un sistema tal.

Esta conclusión tal vez sea más aleccionadora que inspiradora. Por lo que conocemos de la naturaleza humana, debemos continuar perfeccionando un sistema que aporta salidas a la naturaleza agresiva de las personas, que les permite ser egoístas. El sistema también debe darles la oportunidad de sacar lo mejor de su naturaleza en algún momento de la vida, por el bien del conjunto de la sociedad.

En mi clase de mercados financieros, pido a los alumnos que lean el libro de 1996 del

filósofo Peter Unger *Living High and Letting Die.[373]* En él se fija la extendida indiferencia —no sólo entre los ricos, sino entre la mayoría de la población— hacia el sufrimiento real de las personas que padecen la pobreza y a las que no vemos a diario. Unger nos dice que para los que vivimos en países desarrollados —o en las partes avanzadas de países menos desarrollados— no es tan fácil justificar esta negligencia. Separa los argumentos morales que utilizamos para justificar esta indiferencia, y concluye que son egoístas y engañosos. Sin embargo, en sus exhortaciones hay algo de inútil, puesto que hay relativamente poca gente que lee el libro de Unger o que cambia de actitud una vez escuchado su mensaje.

Hay otros filósofos que han defendido no sólo que es inútil pedir a la gente que sea caritativa, sino también que la naturaleza humana está esencialmente centrada en una búsqueda del poder. Friedrich Nietzsche tuvo mucha influencia en la promoción de esta idea, y fue una fuente de inspiración para los agresores tanto de la primera como de la segunda guerra mundial. En *La voluntad de poder* (1901) escribió sobre esta teoría:

> Que la voluntad de poder es la forma primitiva de afecto, que todos los demás afectos son sólo desarrollos de éste; que es notablemente ilustrador de la propuesta del *poder* en lugar de la «felicidad» individual (la cual se supone que persigue toda criatura viviente): hay un esfuerzo por alcanzar el poder, por alcanzar un aumento del poder; el placer no es más que un síntoma de la sensación de poder conseguido [...] que toda la fuerza que nos impulsa es voluntad de poder, que no hay ninguna otra fuerza física, dinámica o psicológica excepto ésta.[374]

Para el lector moderno, Nietzsche parece estar diciendo que el cerebro es adicto a este deseo de poder.[375] Sin embargo, exagera: la neurociencia muestra muchos patrones de comportamiento en el cerebro, incluyendo los impulsos altruistas, que no pueden derivar todos de una «fuerza psíquica» unitaria.[376] Un impulso especialmente importante que Nietzsche no pareció apreciar pero que fue destacado por Adam Smith en su *Theory of Moral Sentiments* no es la sed de poder, sino la sed de recibir halagos.[377] Es un deseo que se ve muy claramente en la conducta de los niños pequeños y entre la gente más mayor y más débil, aquellos que no tienen esperanzas de obtener el «poder» sobre los demás.

En la psicología moderna hay una abundantísima literatura que confirma la importancia de la autoestima. Pero Smith le dio a su reflexión sobre el deseo de ser halagados un giro distinto, que tal vez esté alineado más estrechamente con la moderna literatura psicológica sobre el esencialismo,[378] y que todavía hoy no es lo bastante apreciada como debería ser. Smith escribió que en las personas maduras el deseo de halagos se transforma en un deseo de *merecer el halago*:

> El deseo de obtener la aprobación y la estima de aquellos con los que convivimos, que tiene tanta importancia para nuestra felicidad, sólo puede ser total y enteramente satisfecho si nos convertimos en objeto justo y propio de estos sentimientos, y si ajustamos nuestro carácter y conducta según las medidas y normas por las que la estima y la aprobación se acostumbran a otorgar [...]. No sólo nos complace recibir halagos, sino el haber hecho algo que sea merecedor de halagos.[379]

Parece casi estar diciendo que este anhelo es inherente a la psique humana y que nuestro cerebro quiere categorizar los halagos que recibimos por su verdad esencial, por la categoría real

de personas en la que nos coloca. Smith observa que a muy pocas personas les satisface ser halagadas por error, por algo que no han hecho. A nadie le satisface el mero hecho de parecer merecedor de halagos: queremos serlo. Es un aspecto de la naturaleza humana esencial para el éxito de nuestro sistema económico.

Es humano contemplar un cuadro falsificado con ojos totalmente distintos de los que contemplamos una obra genuina, aunque en muchos casos sólo un experto podría detectar la diferencia. Podríamos pensar que nos dará la misma felicidad tener una buena copia colgada en la pared; al fin y al cabo, nos aporta la misma gratificación visual. Pero está claro que no es así. De la misma forma, no queremos ser personas falsificadas. Probablemente, ni siquiera los criminales que han cometido fraudes y crímenes violentos lo quieren ser. Simplemente se imaginan que son merecedores de halago dentro de los límites de una filosofía moral que ellos perciben como compartida por su grupo social.

El desarrollo económico es una medida considerable en el desarrollo de un medio social en el que es cada vez más difícil encontrar a gente que realmente crea que el comportamiento corrupto es realmente digno de admirar.

Pablo Escobar, el conocido capo del narcotráfico colombiano, había hecho asesinar a cientos de figuras públicas, incluido un candidato presidencial, y hasta hizo saltar en pedazos un avión comercial de pasajeros, lo que provocó 110 muertos. Cuando finalmente fue atrapado y cayó víctima de las fuerzas de seguridad colombianas, en 1993, su madre, Hermilda Gaviria, mostró una firme convicción de que su hijo, a pesar de toda su brutalidad, había sido un buen hombre por todo lo que había hecho por su familia y por la gente pobre de su comunidad. En su funeral, entre las multitudes de seguidores, declaró: «Pablo, estás en el cielo y la gente te aclama. La gente te quiere. Has triunfado, Pablo».[380] Probablemente fuera cierto que Escobar tenía su lado generoso. Si su negocio hubiera sido legal y gestionado dentro de un sistema de capitalismo financiero, tal vez hubiera canalizado sus instintos agresivos hacia vías más productivas.

Cuando una sociedad está fragmentada en feudos dirigidos por señores de la guerra primitivos, es más fácil sentirse merecedor de halagos por las actividades antisociales de uno. La misma sociedad, con el tiempo, puede evolucionar hasta un nivel superior en el que los señores de la guerra hayan desaparecido, pero en el que el gobierno y los sectores comerciales sigan preñados de corrupción, sobornos y comportamientos clasistas. De nuevo, los que participan de ello pueden seguir sintiéndose dignos de admiración porque existe el punto de vista —que ellos perciben como bien aposentado en su sociedad— de que las leyes que ellos infringen están hechas para ser infringidas y que uno debe hacerlo para sacar adelante a su familia y amigos.

A medida que vamos madurando, adquirimos la sensación íntima de que somos dignos de ser halagados, y no solamente de manera superficial. Éste, como observó Adam Smith, es un aspecto fundamental de la naturaleza humana que hace que la sociedad humana, y la economía, funcionen tan bien como lo hacen.

Al final, un capitalismo financiero bien constituido crea un lugar seguro para las luchas de poder sin violencia. Alcanzar un sistema de estas características requiere unas innovaciones adecuadas que humanicen las finanzas, teniendo en cuenta nuestros conocimientos cada vez más amplios en economía conductual y en neuroeconomía. No hay ningún sistema económico

conocido que sea capaz de perfeccionar los impulsos agresivos del ser humano, pero sí que los pueda suavizar.

Las instituciones financieras y las regulaciones asociadas a ellas son como las normas de la guerra. Atenúan los perjuicios innecesarios de las agresiones humanas y funcionan para incitar la expresión de otros impulsos humanos distintos y más caritativos. Hemos visto que hay sistemas económicos alternativos que funcionan menos bien que un capitalismo financiero bien desarrollado en su gestión de los aspectos más complicados de la naturaleza humana.

Antes del capitalismo financiero moderno, el poder se ejercía de manera mucho más cruda. Por ejemplo, a lo largo de la mayor parte de la historia humana se utilizaba el intercambio de rehenes para garantizar los acuerdos entre gobiernos.[381] Un rey podía ser obligado a renunciar a su hijo para que éste pasara años en las tierras del líder rival, entendiendo que el hijo sería sacrificado si el rey no respetaba un tratado o cualquier otro pacto. Debido a la salvaje inhumanidad de esta práctica, hoy en día está descartada por los gobiernos respetables de todo el mundo.

Muchos de nosotros recordamos la obra de Brendan Behan de 1957, *The Hostage*, que narra la historia de un soldado británico de dieciocho años al que captura el Ejército Republicano Irlandés. Nace un romance entre él y una irlandesa de su misma edad a la que han encargado que lo cuide mientras se encuentra en cautividad y luego tienen que matarle. La obra revela de manera muy vívida la inhumanidad de la guerra y de sus tácticas.

No obstante, las finanzas modernas no se han deshecho totalmente de todas las formas de intercambio de rehenes para cerrar tratos. El término que hoy día se da al intercambio de rehenes es *garantía*, y los rehenes son activos financieros en vez de personas. Antes de la severa crisis financiera iniciada en 2007, esta práctica se elevó hasta un nivel muy alto con el uso extendido de los acuerdos de recompra, o *repos*, para llevar la financiación todavía más lejos. Hasta la hipoteca de una vivienda es, básicamente, un intercambio de rehenes, en el que la vivienda (y la sensación de estabilidad y bienestar que aporta a sus habitantes) es el rehén. La ejecución de la hipoteca de una vivienda por incumplimiento de los pagos de la hipoteca tiene también sus consecuencias humanas, y puede provocar tragedias no tan distintas a la descrita en la obra de Behan. Pero la hipoteca de una casa, de entrada, no habría podido existir sin un acuerdo de garantía.

Muchas de nuestras esperanzas para el futuro deben basarse en la evolución continuada de las instituciones que representan el capitalismo financiero. Hoy en día nos asombramos rápidamente de los avances que ocurren en la tecnología de la información, y éstos, desde luego, pueden interactuar positivamente con las innovaciones financieras. Con todo, los avances en nuestras instituciones económicas, al final, pueden ser mucho más importantes que los que ocurren en nuestros aparatos informáticos. El propio sistema financiero es en sí mismo un sistema de procesado de la información, un sistema constituido más por unidades humanas que por unidades electrónicas, y el campo de la inteligencia artificial todavía no se ha acercado ni siquiera a la capacidad de reemplazar a la inteligencia humana.

La clave para alcanzar nuestros objetivos y potenciar los valores humanos se encuentra en mantener y mejorar continuamente un sistema financiero democrático que tenga en cuenta la

diversidad de motivos e impulsos humanos. Necesitamos un sistema que permita a las personas hacer tratos complejos e incentivadores para lograr sus metas, y que proporcione una salida para nuestros instintos de agresividad y ansia de poder. Debe ser un sistema que redirija los inevitables conflictos humanos hacia un territorio manejable, un territorio que sea al mismo tiempo pacífico y constructivo.

Notas

[1]. Vídeos de la serie completa de conferencias de mi curso «Economía 252, Mercados Financieros»; se pueden ver en http://oyc.yale.edu/economics y en unos cuantos sitios web más que almacenan este tipo de conferencias. Las conferencias de 2008 y 2011, dos versiones distintas del mismo curso, están disponibles de forma gratuita. Cuando estén totalmente colgadas en el sitio, las conferencias de 2011 (que di mientras redactaba este libro) incluirán conjuntos de problemas y sus soluciones, exámenes finales y preguntas de autoevaluación, todos ellos con respuestas. Seguir este curso en su versión en línea no da derecho a la obtención de créditos de la Universidad de Yale.

[2]. Comisión Nacional sobre las Causas de la Crisis Financiera y Económica en Estados Unidos (2011): 188.

[3]. Esta tendencia, visible en muchos países por separado, ha sido contrarrestada en el conjunto del mundo por la subida de los países emergentes. *Véase* Sala i Martin (2006).

[4]. Smith (1776).

[5]. Edwards (1938).

[6]. Nicolas Sarkozy, de su discurso en el simposio «New World, New Capitalism». París, 8 de enero de 2009, http://www.gouvernement.fr/gouvernement/ouvertureducolloque-nouveau-monde-nouveau-capitalisme.

[7]. Tony Blair, de su discurso en el simposio «New World, New Capitalism». París, 8 de enero de 2009, http://www.tonyblairoffi ce.org/speeches/entry/speech-by-tonyblair-at-the-new-world-new-capitalism-conference/.

[8]. Yavlinsky (2011): 48.

[9]. http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/, Figura 1.6 datos, «Global Outlook».

[10]. Marx (1906): Volumen 1, capítulos 13 y 26, pp. 365, 785-786.

[11]. Duflo (2011): 4.

[12]. Hoy en día se utilizan los subsidios gubernamentales para ayudar a resolver el problema. Los programas sociales para proporcionar educación desde una edad temprana han sido objeto de cierta experimentación, y se están empezando a implementar métodos efectivos para desarrollar el talento entre los pobres. *Véase* Heckman y Carneiro (2003).

[13]. Una historia viva de esta revolución puede verse en mi sitio web de finanzas conductuales (http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/index.htm), que muestra una lista de los seminarios que hemos organizado Richard Thaler y yo desde 1991, y en mi sitio web de macroeconomía conductual (http://www.econ.yale.edu/~shiller/behmacro/index.htm), que muestra una lista de los seminarios que George Akerlof y yo hemos organizado desde 1994. Los libros sobre economía conductual incluyen los de Shleifer (2000), Shefrin (2007) y Thaler y Sunstein (2008).

[14]. Laird (2009).

[15]. http://www.research.ibm.com/deepqa/deepqa.shtml.

[16]. Levy y Murnane (2005).

[17]. Gilpin y Wallace (1905).

[18]. U.S. National Income and Product Accounts, Tabla 1.14, «Gross Value Added of Domestic Corporate Business», http://www.bea.gov/national/nipaweb/SelectTable.asp?Selected=Y. Esta figura excluye muchas actividades relacionadas con las finanzas, que no forman parte directamente del negocio financiero corporativo.

[19]. Según el U.S. Bureau of Labor Statistics, el 20,3 por ciento de la población trabajadora total de Estados Unidos participaba en 2008 de las finanzas y los seguros (actividades relacionadas con la intermediación crediticia, más otros tipos de fondos de inversión, agencias de seguros y Bolsa, otras actividades relacionadas con los seguros, y fondos de seguro y beneficios de los trabajadores). National Employment Matrix, http://www.bls.gov/data/#employment.

[20]. Servicios de alimentación: en 2009, la compra de alimentación y bebidas fue de 528.000 millones de dólares, o un 3,7 por ciento del PIB. Tabla de la cuenta de ingresos y productos nacionales 2.4.5, «Personal Consumption Expenditures by Type of Product». http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=70&Freq=Year&FirstYear=2009&LastYear=2010.

[21]. Jayadev y Bowles (2006) también hacen cálculos internacionales en los que excluyen al personal policial y de seguridad privada (para el que no pudieron acceder a datos fiables en muchos de los países). Según esta definición, Estados Unidos figura en un lugar bastante alto en cuanto a proporción de trabajadores de vigilancia respecto al conjunto de la población, pero incluso los países con una menor cantidad de fuerzas de seguridad, en concreto los escandinavos, siguen teniendo más o menos la mitad del nivel estadounidense de trabajadores de vigilancia o seguridad.

[22]. *The Federal Reporter: With Key-Number Annotations...*, Volumen 160, p. 467, http://books.google.com/.

[23]. *Ibid.*, p. 472.

[24]. Long (1983).

[25]. «Romneys Reported $3 Million Income from 1955 to 1966», *New York Times*, 26 de noviembre de 1967, p. 46.

[26]. Iacocca (1984).

[27]. Iacocca dijo a posteriori que sólo estaba «bromeando» con los periodistas cuando expresó su interés en presentarse. *Ibid.*, p. 291.

[28]. French *et al*. (2009).

[29]. Ley Dodd-Frank, H.R. 4173-579, Sección 954.

[30]. Bebchuk y Fried (2006): 4.

[31]. Hellman y Puri (2002).

[32]. Khurana (2004).

[33]. Djilas (1983 [1957]).

[34]. «De hecho, los comités del Partido son extremadamente activos en su "protección de los intereses del accionariado", mucho más de lo que es el caso de sus contrapartes en el mundo de los negocios en Estados Unidos. Con el deber y la obligación de "supervisión" sobre la gestión industrial, se han sumergido profundamente en las funciones directivas.» Granick (1960): 203.

[35]. «Tanto en Rusia como en Estados Unidos, los incentivos de los directivos son muy fuertes. Puesto que los cargos de alta dirección no están restringidos a los candidatos elegibles por sus conexiones familiares o de amistad, los ejecutivos júnior tienen oportunidades de dar un gran salto hacia arriba. Las diferencias en cuanto a ingresos son grandes, y la promoción hacia la cima de la escalera de dirección puede suponer un importante salto salarial.» *Ibid.*, p. 130.

[36]. Gruber (1996).

[37]. Bodnaruk y Simonov (2011).

[38]. Redleaf y Vigilante (2010): 8.

[39]. Milgrom y Stokey (1982).

[40]. Grossman y Stiglitz (1980).

[41]. Basado en un 14,2 por ciento en una media geométrica del rendimiento bruto, como debe ser.

[42].Chevalier y Ellison (1999).

[43]. Li *et al*. (2008).

[44]. Es decir, entre los individuos reclutados por el ejército entre 1982 y 2001, los que tenían un IQ superior tenían ratios Sharpe más elevadas en sus carteras de 2000, teniendo en cuenta otros factores, lo que refleja una mayor exposición a acciones de valores y de pequeña capitalización, y mejor diversificados. Grinblatt *et al*. (2011).

[45]. Kat y Menexe (2003).

[46]. Kaplan y Schoar (2005).

[47]. Berk y Green (2004).

[48]. Bogle (2009): 47.

[49]. Levine (1997).

[50]. French (2008).

[51]. Goetzmann *et al*. (2002).

[52]. Dugan *et al*. (2002).

* Una *call* es el derecho de comprar una acción, a un precio y una fecha determinados. La apuesta que hace el inversor (quien compra la acción) es que el precio de mercado de la acción en la fecha de redención PMr será mayor al precio de redención. Quien vende la *call* apuesta lo contrario, que el precio de mercado será menor, así él sale ganando. *(N. de la T.)*

[53]. Dugan (2005).

[54]. Acharya *et al*. (2010).

[55]. Kaufman (2005): 313.

[56]. Bernasek (2010): 48.

[57]. Diamond y Dybvig (1983) exponen el tema del pánico bancario como un asunto de múltiples equilibrios en un modelo en que los bancos son creadores de liquidez, ofreciendo así una base clara para la existencia de bancos y una explicación de sus vulnerabilidades.

[58]. http://fraser.stlouisfed.org/publications/bms/issue/61/download/130/section10.pdf, tabla 130.

[59]. Antes de 1982 había algunas formas de requisitos de capital, pero hasta entonces no hubo ninguna obligatoriedad nacional sistemática y regular para los bancos. *Véase* Gorton y Winton (1995).

[60]. Akerlof y Romer (1994).

[61]. Mayer (1990) y Mishkin (1996).

[62]. Gorton (2010): Capítulo 5.

[63]. Gorton (2010) afirma que la Reserva Federal se equivocó al dejar de calcular y publicar la medida M3 de la provisión de dinero, que incluía algunos acuerdos de recompra, en 2006, justo antes de que empezara la grave crisis financiera de 2007. En vez de ello, deberían haber ampliado la cobertura de los acuerdos de recompra en M3, lo que los podría haber ayudado a ver los orígenes de las burbujas especulativas y los riesgos de crisis.

[64]. Esta tendencia se percibió mucho antes del inicio de la crisis financiera de 2007. *Véase* Marcus (1984).

[65]. Yunus (2003).

[66]. Karlan y Zinman (2011). Banerjee y Duflo (2010) informan de que el microcrédito tiene numerosos efectos, incluyendo la promoción del autocontrol y del ahorro por parte de los prestatarios.

[67]. Bucks *et al*. (2009): Tabla 6B, p. A18.

[68]. Barr (2004).

[69]. Blank y Barr (2009).

[70]. Malmendier (2005: 38) cita a Cicerón en referencia a «partes illo tempore carissimae» («participaciones que en aquel momento habían tenido un precio muy alto»).

[71]. «Modern Banking in Europe», *Bankers' Magazine and Statistical Register* 14(3): 183-214 (1864), p. 188.

[72]. Seavoy (1972): 89.

[73]. Moss (2004).

[74]. Myers (1984).

[75]. Fama y French (2005).

* La titulización, también conocida por el anglicismo *securitización*, es el proceso por el cual un bien o conjunto de bienes se transforma en un *valor* transferible y potencialmente negociable en un mercado organizado. De esta manera, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata. (*N. de la T.*; fuente: Wikipedia).

[76]. Park (2011). Por supuesto, el valor de mercado de estos valores sufrió un golpe más duro por la posibilidad de que hubiera más pérdidas en el futuro. La U.S. Financial Crisis Inquiry Commission, en su informe final, destacó que, con el tiempo, el 83 por ciento de los tramos de valores de Moody de calificación AAA respaldados por hipotecas se devaluaron a calificaciones menores, bajadas que afectaron a su precio de mercado. No obstante, los descensos de calificación no son necesariamente significativos en cuanto a pérdidas debido a la morosidad real. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): XXV.

[77]. Una explicación lúcida sobre la naturaleza de la disparidad entre las pérdidas reales por impago y las turbulencias de los mercados puede hallarse en la reseña de Gary Gorton (2011) de los libros de Michael Lewis (2010) y Gregory Zuckerman (2009). *Véase también* Gorton y Ordóñez (2012).

[78]. Hay valores hipotecarios que también fueron emitidos por la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) ya en 1968. *Véase* Fabozzi y Modigliani (1992).

[79]. Acharya *et al*. (2011).

[80]. *Ibid.*

[81]. Canadá tiene una entidad parecida a Fannie Mae y Freddie Mac, la Canada Housing and Mortgage Corporation (CHMC), que asegura hipotecas y compra fondos hipotecarios y los revende en Bolsa como bonos. No ha sufrido quiebra, puesto que en los precios de la vivienda canadiense no hubo una caída comparable, pero la posibilidad de que pudiera haber problemas con la CHMC en el futuro, como los experimentados por Fannie Mae y Freddie Mac, ha sido objeto de cierta preocupación en este país. La Japan Housing Finance Agency también persigue la titulización de las hipotecas inmobiliarias, pero a una escala relativamente pequeña. En buena parte del resto del mundo, aunque ha habido cierto intento limitado de titulización de las hipotecas, los inversores, en su mayoría, han sostenido las hipotecas indirectamente a base de poseer participaciones de los originadores de las hipotecas.

[82]. Franco Modigliani y Merton Miller (1963) asumieron que los inversores no tenían que dedicar recursos a adquirir información sobre los activos en los que invierten. George Akerlof compartió en 2001 el premio Nobel de economía por un artículo de 1970 que detallaba cómo la asimetría de la información a veces impide que los mercados existan.

[83]. Akerlof (1970).

[84]. Hill (1997).

[85]. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (2011): 196.

[86]. Shiller (2008).

[87]. Davis (2006) y Caplin *et al*. (1997).

[88]. Montesquieu (1773 [1748]): Volumen II, Libro XX, Capítulo II, p. 2.

[89]. Montague (2007): 119.

[90]. O'Reilly *et al*. (2002).

[91]. Se ha descubierto que hay neuronas de la dopamina que forman parte de un segundo sistema de ésta anatómicamente separado, que se estimulan con los acontecimientos que despiertan aversión, más que gratificación. *Véase* Brischoux *et al*. (2009).

[92]. Vickery *et al*. (2011): 166.

[93]. Schultz *et al*. (1997).

[94]. Schultz (1998). *Véase también* Glimcher (2011).

[95]. Compárense Brickley (1983) y Schultz (1998).

[96]. «Commercial Summary», *The Sun* (Baltimore), 13 de febrero de 1847, p. 4.

[97]. U.S. Commodities Futures Trading Commission and Securities and Exchange Commission (2010). Para una perspectiva más amplia, *véase* Melamed (2009).

[98]. Berg *et al*. (2008).

[99]. Wolfers y Zitzewitz (2004).

[100]. Los futuros HICP de la eurozona se ajustan al índice de precios al consumo armonizado, http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/interest-rate-index/eurozonehicp-futures_contract_specifications.html. Los futuros del CME de nóminas no agrícolas fueron suprimidos de la lista el 5 de diciembre de 2011. *Véase también* Labuszewski *et al*. (2010).

[101]. Thomsen y Andersen (2007).

[102]. Los futuros inmobiliarios se basan en los índices de precios de vivienda S&P/Case-Shiller, http://www.cmegroup.com/trading/real-estate/. *Véase* homepricefutures.com. de John Dolan.

[103]. *Véase* en Fabozzi *et al*. (2010) una explicación sobre las opciones de los precios del sector inmobiliario.

[104]. Chen y Ravallion (2007).

[105]. Townsend (1994).

[106]. Barnett y Mahul (2007).

[107]. Shiller (2003).

[108]. Scharlach y Lehning (2012).

[109]. O'Leary (2012).

[110]. Jaffee *et al*. (2008) y Kunreuther y Useem (2010).

[111]. Shiller (1994, 2003, 2008).

[112]. Shapley y Scarf (1974) y Roth *et al*. (2005).

[113]. Kremer y Glennerster (2004).

[114]. Horesh (2008).

[115]. «A New Matrimonial Plan», *New England Galaxy and United States Literary Advertiser*, 13 de mayo de 1825, pp. 8, 396.

[116]. «New Matrimonial Plan», *The Port-Folio,* 7 de noviembre de 1801, pp. 1, 45.

[117]. Gale y Shapley (1962).

[118]. Dixit y Pindyck (1994).

[119]. Aristóteles (1977): 16.

[120]. Milgrom y Stokey (1982).

[121]. Arrow (1964).

[122]. Ross (1976): 75.

[123]. MFAO en España empezó a operar con futuros de aceite de oliva en 2006.

[124]. Gross (1982): 166, citado por Shefrin y Statman (1993).

* Una *put* es una opción de venta, donde las apuestas, naturalmente son al revés que en la *call*. El inversor (dueño de la acción) compra el derecho de vender a cierto precio en una fecha especificada y su apuesta es que el precio de mercado en la fecha de redención: t = r sea menor al precio de la opción ese día. *(N. de la T.)*

[125]. Schwed (1940): 140.

[126]. Bachelier (1900).

[127]. Boness (1964) y Sprenkle (1964).

[128]. Boness (1964): 163.

[129]. Las fuentes de las cifras, todas de 2010, son las siguientes: Israel (Israel Bar Association, http://www.israelbar.org.il/english_inner.asp?pgId=103336&catId=372); Brasil (Ordem dos Advogados do Brasil [Brazilian Law Board], http://www.oab.org.br/relatorioAdvOAB.asp); Estados Unidos (American Bar Association, http://www.americanbar.org/content/dam/aba/migrated/marketresearch/ PublicDocuments/ 2011_national_lawyer_ by_state.authcheckdam.pdf); Japón (Japan Bar Association, http://www.nichibenren.or.jp/ja/jfba_info/membership/index.html). Corea (Korean BarAssociation, http://www.koreaherald.com/opinion/Detail. jsp?newsMLId =20101209000705); China (deducido a partir de la información facilitada por el Ministerio de Justicia Chino, http://www.moj.gov.cn/index/content/ 2010-05/27/content_2157168.htm).

[130]. Castor (2002): 189.

[131]. http://data.bls.gov:8080/oep/servlet/oep.nioem.servlet.ActionServlet.

[132]. http://www.napfa.org/membership/OurStandards.asp.

[133]. Levitt (2003): 251.

[134]. http://ourfinancialsecurity.org.

[135]. «National Realtors Call for Reforms», *Washington Post*, 29 de enero de 1933, p. SP19.

[136]. Harriss (1951).

[137]. U.S. Congressional Budget Office (2011): 1.

[138]. Hacker y Pierson (2010): edición en Kindle, ubicación 5089.

[139]. Stratmann (1991).

[140]. http://www.thedailymaverick.co.za/article/2011-05-26-how-really-powerfulare-the-people-with-brains-and-money.

[141]. Lessig (2011).

[142]. http://www.opensecrets.org/lobby/top.php?indexType=c.

[143]. «Good Lobbyists, Good Government», *Los Angeles Times*, 13 de enero de 2006, http://articles.latimes.com/2006/jan13/opinion/oe-odonnell13.

[144]. Miller (2008): 158, 157 y 163.

[145]. Committee on Disclosure of Corporate Political Spending, Petición de normativa, 3 de agosto 2011, http://www.sec.gov/rules/petitions/2011/petn4-637.pdf.

[146]. Bartels (2005).

[147]. Visser (2003).

[148]. Friedman y Kuznets (1945) y Friedman (1962).

[149]. Stigler (1971): 3.

[150]. Kleiner y Krueger (2009).

[151]. Bhagwati y Srinivasan (1994).

[152]. Rajan y Zingales (2004).

* El esquema Ponzi es una operación fraudulenta de inversión que implica el pago de intereses a los inversionistas de su propio dinero invertido o del dinero de nuevos inversionistas. Consiste en un proceso en el que las ganancias que obtienen los primeros inversionistas son generadas gracias al dinero aportado por ellos mismos, o por otros nuevos inversores que caen engañados por las promesas de obtener, en algunos casos, grandes beneficios. El sistema sólo funciona si crece la cantidad de nuevas víctimas. (*N. de la T.*, fuente: Wikipedia).

[153]. Markopolos (2011): edición en Kindle, ubicaciones 270, 2589-2596.

[154]. Mongelli y Mangan (2009).

[155]. Laura Cha, conferencia en la clase sobre mercados financieros de Shiller, 23 de marzo de 2011; vídeo y transcripción disponibles en la red como parte del curso de 2011 de Shiller, http://oyc.yale.edu/economics.

[156]. Allen (1993): 58.

[157]. Levitt (2003): 266.

[158]. Franklin (1787): 212-214.

[159]. «Education in Finance», *Friends' Intelligencer*, 16 de abril de 1881, p. 140.

[160]. «A College Education», *Washington Post*, 15 de junio de 1890, p. 9.

[161]. Miller (1991): 207.

[162]. Hill (1837): 6.

[163]. Bush (1945): Capítulo 6.

[164]. Nuestro estudio comparó el rendimiento fuera de muestra de modelos econométricos estructurales de gran escala, modelos autorregresivos de una sola ecuación, modelos vector-autorregresivos, y de una forma de modelo autorregresivo que llamamos el modelo de los «componentes autorregresivos». *Véase* Fair y Shiller (1990).

[165]. Los esfuerzos por confirmar que un criterio político experto puede producir predicciones útiles han dado resultados que son difíciles de interpretar, que reflejan la ambigüedad esencial de su problema de predicción. *Véase* Tetlock (2006).

[166]. En Estados Unidos, la Reserva Federal se modeló también en parte a partir de otra institución estadounidense. Durante más de medio siglo antes de la fundación del Sistema de Reserva Federal, las interrupciones temporales de liquidez en las cuentas bancarias se hicieron más soportables gracias a una institución privada, propiedad de sus bancos miembros, que emitía préstamos de la cámara de compensación a aquéllos. El Comité de Préstamos de la Cámara de Compensación (Clearing House), de la Cámara de Compensación de Nueva York, decidía sobre la normativa de préstamos, y al hacerlo desempeñaba una función análoga a la que actualmente cumple el Federal Open Market Committee de la Junta de la Reserva Federal, aunque era un comité totalmente privado y sin asociación alguna con el gobierno. *Véase* Gilpin y Wallace (1904). Fue un invento financiero del sector privado, de cierta utilidad, que hoy en día está prácticamente olvidado. Aunque en su momento tuvo su utilidad, su principal punto flaco era que el sistema no protegía de las suspensiones bancarias de los pagos al público, que estaban asociados a graves recesiones.

[167]. Bagehot (1896): 131, 189.

[168]. Woodward (2001).

[169]. U.S. Federal Open Market Committee, Comunicado de Prensa, 10 de mayo de 2006, p. 1, http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20060510a.htm.

[170]. Jean-Claude Trichet y Lucas Papademos, «Declaración Introductoria», 6 de julio de 2006, p. 1, http://www.ecb.int/press/pressconf/2006/html/is060706.en.html.

[171]. Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, abril de 2006, p. 1.

[172]. El *World Economic Outlook* del FMI de abril de 2006 no mencionaba las preocupaciones sobre el mercado inmobiliario estadounidense, y lo llamaba «incertidumbre clave» (p. 17).

[173]. Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, junio de 2006, p. 6. Čihák (2006): 19.

[174]. Čihák (2006): 19.

[175]. Rajan (2010).

[176]. Higgins (1943): 188.

[177]. Shubik (2009).

[178]. Shiller (2008).

[179]. Shiller (1994, 2003, 2008, 2011) y Athanasoulis y Shiller (2001).

[180]. Kamstra y Shiller (2010).

[181]. Shiller (2012a).

[182]. http://compforce.typepad.com/compensation_force/2008/ 02/bonusincentive.html.

[183]. Berle y Means (1932).

[184]. Salacuse (2003).

[185]. El requisito de tener representantes de los trabajadores en el *Aufsichtsrat* está codificado en la Ley Corporativa Alemana (*Aktiengesetz*), Sección 96, http://www.gesetze-im internet.de/aktg/BJNR0108 90965.html. Esta misma legislación alemana, en la Sección 88, prohíbe a los miembros de la junta competir con la empresa, pero no tiene ninguna provisión explícita de un deber de lealtad, ninguna estipulación de que la responsabilidad exclusiva de la junta sea para con los accionistas.

[186]. http://www.bcorporation.net/publicpolicy.

[187]. http://nccsdataweb.urban.org/NCCS/V1Pub/index.php.

[188]. Hay veces en las que las organizaciones sin afán de lucro sí producen millonarios. *Véase* Buettner (2011).

[189]. Schumpeter (1950): 125-126.

[190]. Hansmann *et al*. (2003).

[191]. Hansmann (1990).

[192]. Smith (1761): 272-273.

[193]. Saint-Exupéry (1943): 38.

[194]. La frase final del artículo original de Carnegie de 1889 era: «Éste, en mi opinión, es el auténtico evangelio relativo a la riqueza, cuya obediencia está destinada a resolver un día el problema de los ricos y los pobres, y a dar "paz en la Tierra, entre los hombres de buena voluntad"» (p. 664). El artículo se volvió a publicar en Londres aquel mismo año como «The Gospel of Wealth», y luego Carnegie lo modificó para incluir este título cuando lo incluyó como parte de su libro recopilatorio de ensayos (1901).

[195]. Carnegie (1889): 656.

[196]. «El precio que paga la sociedad por la ley de la competencia, como el precio que paga por los lujos y comodidades baratos, es también grande; pero las ventajas de esta ley son también mucho mayores, puesto que es a ella a quien debemos nuestro fantástico desarrollo material, que trae condiciones mejoradas [...]. Es mejor para la raza humana, puesto que asegura la supervivencia de los más fuertes en cada aspecto.» Carnegie (1889): 655.

[197]. Buffett (2010) y http://givingpledge.org/.

[198]. Freud (1952 [1930]): 776, 788.

[199]. Weyl (1952).

[200]. Hay una amplia literatura psicológica sobre la manera que tenemos de juzgar la belleza facial. *Véase* Rhodes (2006).

[201]. Lederman (2004).

[202]. Black y Scholes (1973).

[203]. Miller y Modigliani (1961), y Modigliani y Miller (1963).

[204]. Barro (1974).

[205]. Whitman (1892): Book XV, «A Song for Occupations!».

* Versión castellana basada en la traducción de Francisco Alexander de 2004.

[206]. Ross (1977).

[207]. Swafford (1996).

[208]. Swafford (1996): 403.

[209]. http://www.christies.com/LotFinder/lot_details.aspx?int ObjectID=5101408.

[210]. Thoreau (2008 [1863]): 4. *Véase* también Shiller (1994): 79.

[211]. De una reseña (de William Channing, *Henry Thoreau, The Poet-Naturalist*, Boston: Roberts Brothers, 1873) reeditada del *British Quarterly Review* en *Littell's Living Age*, 14 de marzo de 1874, pp. 643-671; citado en la p. 643.

[212]. Kasper (1980): B1.

[213]. Akerlof y Shiller (2009). *Véase también* Capítulo 25.

[214]. Fiorillo *et al*. (2003).

[215]. Zuckerman *et al*. (1978) y Arnett (1994).

[216]. Patoine (2011).

[217]. Martin *et al*. (2007).

[218]. Joseph *et al*. (2008).

[219]. Smith (1761): 183.

[220]. Para una elaboración de este punto, *véase* Krueger (2003).

[221]. Weber (2010 [1905]).

[222]. La Ley Federal Farm Loan de 1916 estableció la amortización de hipotecas para las fincas agrícolas, entre la oposición de aquellos que pensaban que el gobierno se estaba extralimitando al convertir las hipotecas agrarias en un «fondo de ahorro obligatorio». *Véase* «Finds Flaws in New Loan Plan», *New York Tribune*, 30 de enero de 1916, p. B10. Un ejemplo de defensa de la amortización de hipotecas lo encontramos en Davis (1917). La amortización de hipotecas de viviendas no se popularizó en Estados Unidos hasta que el Congreso la estableció con la Home Owners' Loan Corporation en 1933.

[223]. Shiller (2005a).

[224]. Shiller (1997).

[225]. Locke (1841 [1690]): 352.

[226]. Bloom (2004): 49.

[227]. Mac Cormac (1985) y Lakoff y Johnson (2003).

[228]. Pulvermüller (2002): 59.

[229]. Se ha descubierto, por ejemplo, que el cerebro almacena las palabras como «objetos únicos». La neurocientífica Laurie Glezer y sus colegas usaron la resonancia magnética funcional para estudiar la zona de forma visual de las palabras en el córtex visual del cerebro, y hallaron que las palabras tienen en ella representaciones neuronales no solapadas. Glezer *et al*. (2009).

[230]. Wittgenstein (1953): Parte I, Apartados 164-165.

[231]. Newcomb (1879): 230.

[232]. Para entender la falta de interés en la indexación hay otros factores que tener en cuenta. *Véase* Shiller (1997).

[233]. *Ibid.*

[234]. http://valoruf.cl/.

[235]. Shiller (2003, 2009).

[236]. Shiller (2008), Kroszner y Shiller (2011), y Shiller *et al*. (2011).

[237]. Naciones Unidas (1948).

[238]. Gollier (2008).

[239]. Adelino *et al*. (2011) confirmaron que el acceso al crédito hipotecario provoca unos efectos considerables sobre el precio de la vivienda en Estados Unidos por el hecho de que utilizan los cambios a la hora de conformar los límites del préstamo como instrumentos para detectar cambios exógenos en la aportación de crédito.

[240]. Mian *et al*. (2011).

[241]. Mian y Sufi (2010).

[242]. Glick y Lansing (2010): Figuras 3 y 4.

[243]. Fisher (1933). *Véase también* Shiller (2012b).

[244]. Geanakoplos (2009).

[245]. Geanakoplos (2010).

[246]. Jayachandran y Remer (2006).

[247]. Berger y Ritschl (1995).

[248]. Kahneman y Tversky (1979).

[249]. Simmons y Novemsky (2009).

[250]. «Mr. Prowler Discourses This Week on One Kind of Bucket Shop», *National Police Gazette*, 14 de junio de 1879, p. 14.

[251]. Schwed (1940): 19.

[252]. Festinger (1957).

[253]. Van Veen *et al*. (2009).

[254]. Tarbell (1904).

[255]. Shiller *et al*. (1991).

[256]. El artículo «The Functions of the Stock and Produce Exchanges» fue reeditado en Conant (1904): 83-116; cita en la p. 83.

[257]. Marx (1906): 440.

[258]. Keynes (1936): 159.

[259]. Fama (1965): 56.

[260]. Working (1934) y Kendall (1953).

[261]. Shiller (1981). A mi artículo le siguieron algunos otros, con John Campbell, que hicieron mejoras considerables en el análisis (Campbell y Shiller 1988a, 1988b). *Véanse también* LeRoy y Porter (1981) y Summers (1986).

[262]. Para una explicación sobre la polémica, *véase* por ejemplo Cochrane (1991).

[263]. Keynes (1965 [1936]): 161-162.

[264]. Akerlof y Shiller (2009).

[265]. Proust (2002 [1913]): 46-47.

[266]. Gartner (2005).

[267]. Moss (2004).

[268]. Andrew Hertzberg (2011) ha demostrado cómo los hogares formados por individuos altruistas y otros egoístas pueden comportarse de manera muy distinta a un individuo racional soltero.

[269]. Morrison y Wilhelm (2008). Las organizaciones y las normas profesionales son la explicación dominante del predominio de las sociedades en los ámbitos de la abogacía, la consultoría y la contabilidad. *Véase* Nordenflycht (2008).

[270]. Esterbrook y Fischel (1985).

[271]. Tufano y Schneider (2009).

[272]. Shiller (2005b): 2.

[273]. Buonomano (2011).

[274]. Becker (1997).

[275]. Li (1994): 291.

[276]. Lederer (1915).

[277]. http://www.g20.utoronto.ca/summits.htm, http://www.g20 .utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html.

[278]. http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html.

[279]. http://www.treas.gov/press/releases/hp1177.htm.

[280]. Jung y Shiller (2005).

[281]. Shiller (1981).

[282]. Vuolteenaho (2002). *Véase también* Cohen *et al*. (2003).

[283]. Black (1986): 533.

[284]. Brosnan (2009).

[285]. Krueger (2007).

[286]. El análisis hace referencia a la treintena de la lista anual Forbes 400, el reportaje del número de Forbes del 10 de octubre de 2011. La lista se puede ver en http://www.forbes.com/forbes-400/list/.

[287]. http://www.forbes.com/wealth/celebrities/list.

[288]. Philippon y Reshef (2008).

[289]. Stanley (1991): 271.

[290]. Luthar y Latendresse (2005).

[291]. Marx y Engels (1906 [1848]): 39.

[292]. De Lazowski (1788): 689.

[293]. Veblen (1899) y Akerlof (1976).

[294]. Festinger (1954).

[295]. Fliessbach *et al*. (2007).

[296]. Frank (2011).

[297]. Graetz (1979) cita ocho problemas prácticos con un impuesto progresivo al consumo y concluye que hasta que estos problemas estén resueltos «un impuesto progresivo personal sobre el consumo no ha de figurar entre las prioridades políticas» (p. 1661).

[298]. De hecho, el Congreso de Estados Unidos aprobó una ley el 16 de diciembre de 2010 que reinstauraba la tasa estatal, pero a la vez otorgaba una nueva base mejorada para las ganancias de capital, de modo que una vez hecha ya no suponía una ventaja impositiva morir en 2010 o hacerlo en 2011.

[299]. Citado en Tarlow (2010).

[300]. Shiller *et al*. (1991).

[301]. Se podría aplicar un subsidio salarial para aumentar y regularizar el crédito sobre las rentas. *Véase* Phelps (2007).

[302]. Shiller (2003).

[303]. *Forbes*, 10 de octubre de 2011, p. 218. El patrimonio familiar neto fue de 57,4 billones de dólares en el cuarto trimestre de 2011, según el Federal Reserve Flow of Funds Accounts, Tabla B-100, http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-5.pdf.

[304]. Burman *et al*. (2007).

[305]. El Center on Philanthropy de Indiana University (2011) informa de que en Estados Unidos se donó a obras benéficas una cifra de 290.890 millones de dólares, que representa un 2,2 por ciento de los ingresos nacionales del tercer trimestre, según el National Income and Product Accounts, http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=43&Freq=Qtr&First Year=2009&LastYear=2011.

[306]. Della Vigna *et al*. (2011) crearon un experimento en el que los donantes potenciales en un grupo experimental tenían derecho a renunciar incluso a tener que enfrentarse a un representante de la obra benéfica. La suma total de la donación del grupo experimental fue considerablemente inferior de la de un grupo de control que no tuvo este derecho.

[307]. Harbough (1998).

[308]. Small *et al*. (2007).

[309]. Anderson (1991).

[310]. Hayek (1944): 161.

[311]. Carnegie (1901), Buffett (2010) y http://givingpledge.org/.

[312]. Pharoah (2009): 9. Datos extraídos del año más reciente del que había información disponible en 2009 para cada fundación.

[313]. Karlan y McConnell (2009) demostraron de manera experimental que tal publicidad aumenta la cantidad citada. El deseo de reconocimiento puede ser prueba de que hacer regalos es, al menos en parte, una forma de intercambio disfrazado. *Véase* Stark y Falk (1998).

[314]. List y Lucking-Reiley (2002).

[315]. Falke (2004).

[316]. Una llamada así de Skype, completada con sonrisas y besos, se muestra en «Meeting Our Compassion International Sponsored Child over skype», en http://www.youtube.com/watch?v=tT3CY8L wiak.

[317]. «Except Gifts from Income», *New York Times*, 17 de junio de 1917, p. 3.

[318]. El *Chicago Tribune* calculó en 1920 que desde 1915 se habían donado 4.000 millones de dólares a organizaciones de guerra, la Cruz Roja, movimientos religiosos y educativos y otras causas. «$4,000,000,000 to Philanthropy», *Chicago Tribune*, 25 de abril de 1920, p. 8.

[319]. «Tax Revision for Charity», *New York Times*, 11 de febrero de 1948, p. 26.

[320]. Prante (2007).

[321]. Toppe *et al*. (2001): Tabla 1.7, p. 35.

[322]. *Ibid.*, p. 6.

[323]. La U.S. National Commission on Fiscal Responsibility and Reform (presidida por Alan Simpson y Erskine Bowles), en su informe de 2010 al presidente Obama y al Congreso de Estados Unidos, recomendó sustituir la deducción de beneficiencia por un crédito fiscal del 12 por ciento. Existía la preocupación pública de que el Joint Select Committee on Deficit Reduction (el «Supercomité») del Congreso en 2011 propondría la rebaja de la deducción por beneficiencia, pero de hecho no se llegó a ningún acuerdo sobre el asunto.

[324]. Post (2005).

[325]. Douglas (1940): 16.

[326]. «Hay que decir, además, que el monopolio es a menudo el producto de factores distintos a los costes menores de mayor abasto. Se llega a él a través de acuerdos colusorios y se promueve a través de políticas públicas.» Hayek (1944): 2.

[327]. «Hoy día resulta casi una herejía afirmar que el conocimiento científico no es la suma de todo el conocimiento. Pero un poco de reflexión demostrará que, sin lugar a dudas, hay un conjunto de conocimientos muy importante pero sin organizar, que no puede tacharse de científico en el sentido de conocimiento con normas generales: el conocimiento de circunstancias particulares de tiempo y lugar. Es con respecto a esto que prácticamente todos los individuos tienen alguna ventaja sobre todos los demás.» Hayek (1945): 521.

[328]. Sargent (1961).

[329]. Jeon y Kim (2000).

[330]. «Land for the Landless», *Chicago Press and Tribune*, 30 de agosto de 1860, p. 2.

[331]. Cape York Institute, «Land and Housing», http://www.cyi.org.au/landhousing.aspx.

[332]. Cabré y Módenes (2004).

[333]. Lee Kuan Yew (2000): 105.

[334]. French *et al*. (2009).

[335]. *Véase*, por ejemplo, Dean (1954).

[336]. Akerlof y Kranton (2010).

[337]. Freeman (2000) y Freeman *et al*. (2008).

[338]. Buchele *et al*. (2009).

[339]. Subsidiar las empresas pequeñas equivale de alguna manera a subsidiar la educación primaria, en cuanto a que ayuda a las personas a enfrentarse a la economía en igualdad de condiciones. Una evaluación cuidadosa de los programas de educación temprana nos ha ayudado a ver mejor cuáles de estos programas funcionan y cuáles no. *Véase* Heckman y Carneiro (2003).

[340]. Phelps y Tilman (2010).

[341]. Ley Dodd-Frank, H.R. 4173-37, 2010, Sección 622. En su primer informe anual, el Financial Stability Oversight Council concluyó que «el límite en la concentración reducirá el riesgo moral, aumentará la estabilidad financiera y mejorará la eficiencia y la competición dentro del sistema financiero de Estados Unidos». http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/annual-report.aspx127.

[342]. U.S. Financial Stability Oversight Council (2011): Figuras 1-4, pp. 24-25.

[343]. French *et al*. (2009).

[344]. Angell (1910): 29-30.

[345]. Goldman Sachs accedió en 2010 a un acuerdo con la SEC, que obligó a Goldman a pagar una multa de 550 millones de dólares.

[346]. Countrywide accedió a pagar liquidaciones según acuerdos con numerosos fiscales generales del Estado. http://countrywidesettlementinfo.com/.

[347]. Nietzsche (1968 [1901]) escribió: «El hombre como especie no avanza. Aparecen, desde luego, tipos superiores, pero no duran. El nivel de la especie no se eleva» (Apartado 684, p. 365). «La influencia de "circunstancias externas" ha sido exagerada por Darwin hasta un punto ridículo: lo esencial en el proceso vital es precisamente la tremenda fuerza formadora que funciona desde el interior y que utiliza y explota las "circunstancias externas"» (Apartado 647, p. 344).

[348]. Angell (1910): vii-viii.

[349]. Id., p. viii.

* Barco de guerra acorazado que predominó a lo largo de todo el siglo XX. *(N. de la T.)*

[350]. Angell (1933): 53.

[351]. Owings (1984): 56.

[352]. Martel (2008): 8.

[353]. Angell (1933) se refiere a la «aventura japonesa» y al «nacionalismo semimístico» del hitlerismo (p. 296). Justifica la nueva edición de su libro de 1910 de la manera siguiente: «El problema no es simplemente demostrar que "la guerra no vale la pena" (es decir, que no es ni ventajosa para nuestro país, ni una satisfacción de nuestro orgullo, ni es necesaria como afirmación de sus derechos), sino demostrar por qué las políticas que perseguimos han de llevar a la guerra» (p. 5). Sus políticas idealizadas, «que la organización [de las naciones] esté basada en una obligación política y diplomática clara» (p. 54), suenan como una propuesta para crear lo que con el tiempo se convertiría en la Unión Europea.

[354]. Moody (1933): 91.

[355]. Montesquieu (1773): Volumen 1, pp. 54-55.

[356]. Lorenz (1966). El ejemplo de las palomas aparece en la p. 232.

[357]. De Waal (1990): 234.

[358]. Pinker (2011): edición en Kindle, ubicación 15155, 15295.

[359]. Hirschman (1977).

[360]. Russett y Oneal (2001).

[361]. Cronin (1999) y Anderson (1991).

[362]. Acemoglu y Yared (2010) presentan un caso de causalidad inversa, que consiste en que cambiar las corrientes políticas puede elevar el nivel de militarismo en un país, y esto luego parece provocar el efecto de disminuir el comercio externo de ese país. Kupchan (2010: 400) afirma, a partir del estudio de una serie de casos de paz estable que estallan, que la integración económica no parece promover las fases iniciales del desarrollo de la paz estable, cuando se intenta inicialmente el acuerdo unilateral y la contención recíproca. Pero la integración económica sí avanza en fases posteriores, cuando se recupera gradualmente la confianza.

[363]. Gartzke *et al*. (2001).

[364]. Si buscamos la frase paralela, «pobreza y debilidad», sólo aparecen unos ochocientos títulos.

[365]. Akerlof (1976). *Véase también* Mailath *et al*. (2000) y Scoville (2006). Buena parte de esta literatura se ha centrado en la discriminación racial, aunque los principios teóricos también se aplican de manera más amplia a otras formas; para un estudio de la literatura sobre el tema, *véase* Arrow (1998).

[366]. Una búsqueda en ProQuest de Social Register muestra una tendencia masivamente a la baja desde la década de los treinta en artículos de periódico que incluyen esta mención. Broad (1996) documentó que el Social Register (http://www.socialregisteronline.com/) muestra una fuerte continuidad entre las familias prominentes con un largo pasado.

[367]. http://www.burkespeerage.com. En el siglo XXI se ha hecho un intento de iniciar un nuevo Almanach de Gotha, sustituyendo la lengua francesa por la inglesa. *Véase* http://www.almanachdegotha.org/.

[368]. Citado en Fraser (2009): 41.

[369]. «Social Register Drops Notables: Page and a Half Devoted to Roosevelts», *New York Times*, 21 de noviembre de 1941, p. 19.

[370]. Los miembros de la familia Roosevelt no aparecían en la lista de los estadounidenses más ricos de su época, pero uno de ellos, Betsey Cushing Roosevelt Whitney, ex esposa de James, hijo de Franklin D. Roosevelt (luego casada con otros hombres ricos y después enviudada), logró entrar en la primera lista Forbes 400 en 1982. Aparecía en el número 92.

[371]. Pogrebin (2011).

[372]. Calhoun (2012): 12.

[373]. Unger (1996).

[374]. Nietzsche (1968 [1901]): 366.

[375]. Nietzsche (1968 [1901]: 354) suena a veces como un neurocientífico moderno. Escribió: «Los afectos son una construcción del intelecto, un invento de causas que no existen [...]. Las frecuentes subidas de sangre al cerebro acompañadas de una sensación de asfixia se interpretan como "furia": las personas y las cosas que nos provocan furia son maneras de aliviar nuestro estado fisiológico».

[376]. Como lo resumen Samuel Bowles y Herbert Gintis (2011: 20): «En los experimentos, acostumbramos a observar que la gente sacrifica sus propios beneficios para ayudar a los demás, para gratificar la cooperación de los otros y para castigar el comportamiento aprovechado, incluso cuando no pueden esperar sacar nada de actuar así». *Véase también* Gintis *et al*. (2005) y Fehr (2009).

[377]. Smith (1761).

[378]. Gelman y Bloom (2000).

[379]. Smith (1761): 191, 193.

[380]. «Death of a Drug Lord», CNN, 5 de diciembre de 1993.

[381]. Griffiths (2003).

Bibliografía

Acemoglu, Daron y Pierre Yared, 2010. «Political Limits to Globalization.» *American Economic Review* 100(2):83-88.

Acharya, Viral, Thomas Cooley, Matthew Richardson e Ingo Walter, 2010. «Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007-9.» *Foundations and Trends in Finance* 4:247-325.

Acharya, Viral, Matthew Richardson, Stijn van Nieuwerburgh y Lawrene J. White, 2011. *Guaranteed to Fail: Fannie Mae, Freddie Mac, and the Debacle of Mortgage Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Adelino, Manuel, Antoinette Schoar y Felipe Severino, 2011. «Credit Supply and House Prices: Evidence from Mortgage Market Segmentation.» Artículo inédito, Tuck School, Dartmouth College.

Akerlof, George A., 1970. «The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism.» *Quarterly Journal of Economics* 84(3):488-500.

—, 1976. «The Economics of Caste and of the Rat Race and Other Woeful Tales.» *Quarterly Journal of Economics* 90(4):599-617.

Akerlof, George A. y Rachel E. Kranton, 2010. *Identity Economics: How Our Identities Shape Our Work, Wages, and Well-Being*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Akerlof, George A. y Paul M. Romer, 1994. «Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit.» National Bureau of Economic Research, artículo de trabajo R1869.

Akerlof, George A. y Robert J. Shiller, 2009. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Publicado en español como *Animal Spirits: Cómo influye la psicología humana en la economía*, Gestión 2000, Barcelona, 2009.

Allen, Noelle, 1993. *Confessions of a Tax Accountant*. Cupertino, CA: Canyon View Institute.

Anderson, Benedict, 1991. *Imagined Communities: Reflections on the Origin and Spread of Nationalism*. Londres: Verso. Publicado en catalán como *Comunitats imaginades: reflexions sobre l'origen i la propagació del nacionalisme*, Editorial Afers, Universitat de València, València, 2005.

Angell, Norman, 1910. *The Great Illusion: A Study of the Relation of Military Power in Nations to Their Economic and Social Advantage*. Nueva York: G. P. Putnam's Sons.

—, 1933. *The Great Illusion 1933*. Nueva York: G. P. Putnam's Sons.

Aristóteles, 1977. *Politics*, trad. Benjamin Jowett. Nueva York: Forgotten Books. Publicado en español como *Política*, Editorial Gredos, Madrid, 2000.

Arnett, Jeffrey, 1994. «Sensation Seeking: A New Conceptualization and a New Scale.» *Personality and Individual Differences* 16(2):289-96.

Arrow, Kenneth, 1964. «The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing.» *Review of Economic Studies* 31:91-96.

—, 1998. «What Has Economics to Say about Racial Discrimination?» *Journal of Economic Perspectives* 12(2):91-100.

Athanasoulis, Stefano G. y Robert J. Shiller, 2001. «World Income Components: Measuring and Exploiting Risk-Sharing Opportunities.» *American Economic Review* 91(4):1031-54.

Bachelier, Louis, 1900. «Théorie de la Spéculation.» *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure, 3e Série* 17:21-86.

Bagehot, Walter, 1896. *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Tenth Edition, Londres: Kegan Paul, Trench, Trubner & Co. Ltd.

Banerjee, Abhijit V. y Esther Duflo 2010. «Giving Credit Where It Is Due.» Artículo inédito, Departamento de Economía, Massachusetts Institute of Technology.

Barnett, Barry J. y Oliver Mahul, 2007. «Weather Index Insurance for Agriculture and Rural Areas in Lower-Income Countries.» *American Journal of Agricultural Economics* 5:1241-47.

Barr, Michael S., 2004. «Banking the Poor.» *Yale Journal of Regulation* 21:121-237.

Barro, Robert J., 1974. «Are Government Bonds Net Wealth?» *Journal of Political Economy* 82(6):1095-117.

Bartels, Larry M., 2005. *Economic Inequality and Political Representation*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Bebchuk, Lucian y Jesse Fried, 2006. *Pay without Performance: The Unfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
Becker, Jasper, 1997. *Hungry Ghosts: Mao's Secret Famine*. Nueva York: Free Press.
Berg, Joyce, Robert Forsythe, Forrest Nelson y Thomas Rietz, 2008. «Results from a Dozen Years of Election Futures Markets Research» en Vernon Smith, ed., *Handbook of Experimental Economic Results*, Volumen 1, 742-52. Amsterdam: North-Holland.
Berger, Helge y Albrecht Ritschl. 1995. «Germany and the Political Economy of the Marshall Plan 1947-52: A Re-Revisionist View» en Barry J. Eichengreen, ed., *Europe's Post-War Recovery*, 199-245. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge.
Berk, Jonathan B. y Richard C. Green, 2004. «Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets.» *Journal of Political Economy* 112(6):1269-95.
Berle, Adolf A. y Gardiner C. Means, 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Commerce Clearing House.
Bernasek, Anna, 2010, *The Economics of Integrity*. Nueva York: HarperCollins.
Bhagwati, Jagdish y T. N. Srinivasan, 1994. *India's Economic Reforms*. Delhi: Ministerio de Finanzas.
Black, Fischer, 1986. «Noise.» *Journal of Finance* 41(3):529-43.
Black, Fischer y Myron Scholes, 1973. «The Pricing of Options and Corporate Liabilities.» *Journal of Political Economy* 81(3):637-54.
Blank, Rebecca M. y Michael S. Barr, eds., 2009. *Insufficient Funds: Savings, Assets, Credit and Banking among Low-Income Households*. Nueva York: Russell Sage Foundation.
Bloom, Paul, 2004. *Descartes' Baby: How the Science of Child Development Explains What Makes Us Human*. Nueva York: Basic Books.
Bodnaruk, Andriy y Andrei Simonov, 2011. «Do Financial Experts Make Better Investment Decisions?» Artículo inédito, Departamento de Economía, University of Notre Dame.
Bogle, John C., 2009. *Enough: True Measures of Money, Business, and Life*. Nueva York: Wiley.
Boness, A. J., 1964. «Elements of a Theory of Stock Option Value.» *Journal of Political Economy* 72:163-75.
Bowles, Samuel y Herbert Gintis, 2011. *A Cooperative Species: Human Reciprocity and Its Evolution*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Brickley, James A., 1983. «Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend.» *Journal of Financial Economics* 12:187-209.
Brischoux, F., S. Chakraborty, D. Brierley y M. Ungless, 2009. «Phasic Excitation of Dopamine Neurons in Ventral VTA by Noxious Stimuli.» *Proceedings of the National Academy of Sciences of the USA* 106(12):4894-99.
Broad, David B., 1996. «The Social Register: Directory of America's Upper Class.» *Sociological Spectrum* 16(2):173-81.
Brosnan, Sarah, 2009. «Responses to Inequity in Non-Human Primates.» En Paul Glimcher, Colin Camerer, Ernst Fehr y Russell Poldrack, eds., *Neuroeconomics: Decision Making and the Brain*, 285-302. Amsterdam: Elsevier.
Buchele, Robert, Douglas Kruse, Loren Rodgers y Adria Scharf, 2009. «Show Me the Money: Does Shared Capitalism Share the Wealth?» National Bureau of Economic Research Working Paper 14830.
Bucks, Brian K., Arthur B. Kennickell, Traci L. Mach y Kevin B. Moore, 2009. «Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances.» *Federal Reserve Bulletin* February: A1-A56.
Buettner, Russ, 2011. «Reaping Millions in Nonprofit Care for Disabled.» *New York Times*, 2 de agosto, http://www.nytimes.com/2011/ 08/02/nyregion/for-executivesat-group-homes-generous-pay-and-little-oversight.html?pagewanted=all.
Buffett, Warren, 2010. «My Philanthropic Pledge.» *Fortune*, 5 de julio, 86-87.
Buonomano, Dean, 2011. *Brain Bugs: How the Brain's Flaws Shape Our Lives*. Nueva York: W. W. Norton.
Burman, Leonard, Robert Shiller, Gregory Leiserson y Jeffrey Rohaly, 2007. «The Rising Tide Tax System: Indexing the Tax System for Changes in Inequality.» Artículo inédito, Departamento de Economía, Syracuse University, http://www.newfinancialorder.com/burman-nyu-030807.pdf.
Bush, Vannevar, 1945. *Science: The Endless Frontier*. Washington, DC: U.S. Government Printing Offi ce.
Cabré, Anna y Juan Antonio Módenes, 2004. «Homeownership and Social Inequality in Spain.» En *Home Ownership and Social Inequality in a Comparative Perspective*, 233-54. Stanford, CA: Stanford University

Press.
Calhoun, Craig, 2012. «Shared Responsibility.» En Jacob Hacker y Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibilities, Shared Values*, 8-16. Nueva York: Oxford University Press.
Campbell, John Y. y Robert J. Shiller. 1988a. «The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors.» *Review of Financial Studies* 1(3):195-228.
—, 1988b. «Stock Prices, Earnings and Expected Dividends.» *Journal of Finance* 43(3):661-76.
Caplin, Andrew, Sewin Chan, Charles Freeman y Joseph Tracy, 1997. *Housing Market Partnerships: A New Approach to a Market at Crossroads*. Cambridge, MA: MIT Press.
Carnegie, Andrew, 1889. «Wealth.» *North American Review* 148(391):653-64.
—, 1901. *The Gospel of Wealth and Other Timely Essays*. Nueva York: Century.
Castor, Belmiro V. J., 2002. *Brazil Is Not for Amateurs: Patterns of Governance in the Land of «Jeitinho,»* trans. A. W. McEachern. Bloomington, IN: Xlibris.
Center on Philanthropy at Indiana University, 2011. *Giving USA 2011: The Annual Report on Philanthropy for the Year 2010— Executive Summary*. Giving USA Foundation, http://big.assets.huffingtonpost.com/GivingUSA_2011_ExecSummary_Print-1.pdf.
Chen, Shaohua y Martin Ravallion, 2007. *Absolute Poverty Measures for the Developing World, 1981-2004*. Washington, DC: World Bank, Development Research Group.
Chevalier, Judith y Glenn Ellison, 1999. «Are Some Mutual Fund Managers Better Than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance.» *Journal of Political Economy* 54(3):875-99.
ihák, Martin, 2006. *How Do Central Banks Write on Financial Stability?* Artículo de trabajo WP/06/163. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
Cochrane, John, 1991. «Volatility Tests and Efficient Markets: A Review Essay.» *Journal of Monetary Economics* 27:463-85.
Cohen, Randolph, Christopher Polk, and Tuomo Vuolteenaho, 2003. «The Value Spread.» *Journal of Finance* 58:609-42.
Conant, Charles A., 1904. *Wall Street and the Country: A Study of Recent Financial Tendencies*. Nueva York: G. P. Putnam's Sons.
Cronin, Bruce, 1999. *Community under Anarchy: Transnational Identity and the Evolution of Cooperation*. Nueva York: Columbia University Press.
Davis, Ed L., 1917. «The Refunding Mortgage: A [*sic*] Amortizing Method for Small Mortgage Loans.» *Bankers' Magazine* 95(3):323-26.
Davis, John E., 2006. *Shared Equity Ownership: The Changing Landscape of Resale-Restricted,Owner-Occupied Homes*. Montclair, NJ: National Housing Institute.
Dean, Lois R., 1954. «Union Activity and Dual Loyalty.» *Industrial and Labor Relations Review* 7(4):526-36.
De Lazowski, 1788. «Observations Made in a Tour in Swisserland [*sic*].» *Columbian Magazine* 2(12):688-93.
Della Vigna, Stefano, John A. List y Ulrike Malmendier, 2011. «Testing for Altruism and Social Pressure.» Artículo inédito, Departamento de Economía, University of California at Berkeley.
De Waal, Frans, 1990. *Peacemaking among Primates*. Cambridge, MA: Harvard University Press. Versión en español de Ambrosio García Leal, *La edad de la empatía: lecciones de la naturaleza para una sociedad más justa y solidaria*, Tusquets Editores, Barcelona, 2011.
Diamond, Douglas y Philip Dybvig, 1983. «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.» *Journal of Political Economy* 91(3):401-19.
Dixit, Avinash K. y Robert S. Pindyck, 1994. *Investment under Uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Djilas, Milovan, 1982 [1957]. *The New Class: An Analysis of the Communist System*. Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich.
Douglas, William O., 1940. *Democracy and Finance*. New Haven, CT: Yale University Press.
Duflo, Esther, 2011. «Balancing Growth with Equity: The View from Development.» Artículo presentado en el Simposio de Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1 de agosto, http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2011/2011.Duflo.Paper.pdf.
Dugan, Ianthe Jeanne, 2005. «Sharpe Point: Risk Gauge Misused.» *Wall Street Journal*, 31 de agosto, C1.
Dugan, Ianthe Jeanne, Thomas M. Burton y Carrick Mollenkamp, 2002. «Portrait of a Loss: Chicago Art Institute Learns Tough Lesson about Hedge Funds.» *Wall Street Journal*, 1 de febrero, A1.
Edwards, George W., 1938. *The Evolution of Finance Capitalism*. Nueva York: Longmans, Green.
Esterbrook, Frank H. y Daniel R. Fischel, 1985. «Limited Liability and the Corporation.» *University of Chicago Law Review* 52(1):89-117.

Fabozzi, Frank J. y Franco Modigliani, 1992. *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*. Cambridge, MA: Harvard Business School Press.
Fabozzi, Frank J., Robert J. Shiller y Radu Tunaru, 2010. «Hedging Real-Estate Risk.» *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue 35(5):92-103.
Fair, Ray C. y Robert J. Shiller, 1990. «Comparing Information in Forecasts from Econometric Models.» *American Economic Review* 80(3):375-89.
Falke, Armin, 2004. «Charitable Giving as a Gift Exchange: Evidence from a Field Experiment.» IZA Discussion Paper 1148. University of Bonn.
Fama, Eugene F., 1965. «Random Walks in Stock Market Prices.» *Financial Analysts Journal* 21(5):55-59.
Fama, Eugene F. y Kenneth French, 2005. «Financing Decisions: Who Issues Stock?» *Journal of Financial Economics* 76(3):549-74.
Fehr, Ernst, 2009. «Social Preferences and the Brain.» En Paul Glimcher, Colin Camerer, Ernst Fehr y Russell Poldrack, eds., *Neuroeconomics: Decision Making and the Brain*, 215-30. Amsterdam: Elsevier.
Festinger, Leon, 1954. «A Theory of Social Comparison Processes.» *Human Relations* 7:117-40.
—, 1957. *A Theory of Cognitive Dissonance*. Stanford, CA: Stanford University Press. Versión en español de J.E. Martín Daza, *Teoría de la disonancia cognitiva*, Centro de Estudios Políticos y Constitucionales, Madrid, 1975.
Fiorillo, Christopher D., Philippe N. Tobler y Wolfram Schultz, 2003. «Discrete Coding of Reward Probability and Uncertainty by Dopamine Neurons.» *Science* 299(5614):1898-902.
Fisher, Irving, 1933. «The Debt Deflation Theory of Great Depressions.» *Econometrica* 1(4):337-57.
Fliessbach, K., B. Weber, P. Trautner, T. Dohmen, U. Sunde, C. E. Elger y A. Falk, 2007. «Social Comparison Affects Reward-Related Brain Activity in the Human Ventral Striatum.» *Science* 318(5854): 1305-8.
Frank, Robert H., 2011. *The Darwin Economy: Liberty, Competition, and the Common Good*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Franklin, Benjamin, 1787. «Information for Those Who Wish to Remove to America.» *The American Museum or, Repository of Ancient and Modern Fugitive Pieces &c*. 2:211-16.
Fraser, Steve, 2009. *Wall Street: America's Dream Palace*. New Haven, CT: Yale University Press.
Freeman, Richard B., 2000. «Work-Sharing to Full Employment: Serious Option or Populist Fallacy?» In Richard B. Freeman y Peter Gottschalk, eds., *Generating Jobs: How to Increase Demand for Less-Skilled Workers*, 195-222. Nueva York: Russell Sage Foundation.
Freeman, Richard, Douglas Kruse y Joseph Blasi, 2008. «Worker Responses to Shirking under Shared Capitalism.» National Bureau of Economic Research Working Paper 14227.
French, Kenneth R., 2008. «The Cost of Active Investing.» *Journal of Finance* 3(4):1537-73.
French, Kenneth R., *et al*., 2009. *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Freud, Sigmund, 1952 [1930]. *Civilization and Its Discontents*, trans. Joan Reviere. The Major Works of Sigmund Freud. Chicago: William Benton / Encyclopaedia Britannica. Versión en español de Luis López-Ballesteros, *El malestar en la cultura*, Alianza Editorial, Madrid, 2011.
Friedman, Milton (con Rose D. Friedman), 1962. *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press. Publicado en español como *Capitalismo y libertad*, Ediciones Rialp, Madrid, 1966.
Friedman, Milton y Simon Kuznets, 1945. *Income from Independent Professional Practice*. Nueva York: National Bureau of Economic Research.
Gale, David y Lloyd S. Shapley, 1962. «College Admissions and the Stability of Marriage.» *American Mathematical Society Monthly* 69(1):9-15.
Gartner, John D., 2005. *The Hypomanic Edge: The Link between (a Little) Craziness and (a Lot of) Success in America*. Nueva York: Simon and Schuster.
Gartzke, Erik, Quan Li y Charles Boehmer, 2001. «Investing in Peace: Economic Interdependence and International Conflict.» *International Organization* 55(2):391-438.
Geanakoplos, John, 2009. «The Leverage Cycle.» En *NBER Macroeconomics Annual 2009*, 1-65. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
—, 2010. «Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle.» Artículo de trabajo 1751. New Haven, CT: Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
Gelman, Susan y Paul Bloom, 2000. «Young Children Are Sensitive to How an Object Was Created When Deciding What to Name It.» *Cognition* 76(2):91-103.
Gilpin, William J. y Henry E. Wallace, 1905. *Clearing House of New York City; New York Clearing House Association, 1854-1905*. Nueva York: M. King.

Gintis, Herbert, Samuel Bowles, Robert Boyd y Ernst Fehr, 2005. *Moral Sentiments and Material Interests: The Foundations of Cooperation in Economic Life*. Cambridge, MA: MIT Press.
Glezer, Laurie, Xiong Jiang y Maximilian Riesenhuber, 2009. «Evidence for Highly Selective Neuronal Tuning to Whole Words in the 'Visual Word Form Area'.» *Neuron* 62(2):199-204.
Glick, Reuven y Kevin J. Lansing, 2010. «Global Household Leverage, House Prices, and Consumption.» *FRBSF Economic Letter* 2010-01, http://www.frbsf.org/ publications/economics/letter/2010/el2010-01.html.
Glimcher, Paul, 2011. *Foundations of Neuroeconomic Analysis*. Nueva York: Oxford University Press.
Goetzmann, William, Roger Ibbotson, Matthew Spiegel e Ivo Welch, 2002. «Sharpening Sharpe Ratios.» Artículo de trabajo del National Bureau of Economic Research 9116.
Gollier, Christian, 2008. «Intergenerational Risk-Sharing and Risk-Taking of a Pension Fund.» *Journal of Public Economics* 92:1463-85.
Gorton, Gary, 2010. *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*. Oxford: Oxford University Press.
—, 2011. «Review [of books by Michael Lewis and Gregory Zuckerman].» *Journal of Economic Literature* 49:450-53.
Gorton, Gary y Guillermo Ordóñez, 2012. «Collateral Crises.» Artículo inédito, Departamento de Finanzas, Yale University.
Gorton, Gary y Andrew Winton, 1995. «Bank Capital Regulation in General Equilibrium.» Artículo de trabajo del Nacional Bureau of Economic Research w5244.
Graetz, Michael J., 1979. «Implementing a Progressive Consumption Tax.» *Harvard Law Review* 92(8):1575-1661.
Granick, David, 1960. *The Red Executive*: *A Study of the Organization Man in Russian Industry*. Garden City, NY: Doubleday.
Griffiths, John C., 2003. *Hostage: The History, Facts & Reasoning behind Political Hostage Taking*. Londres: Andre Deutsch.
Grinblatt, Mark, Matti Keloharju y Juhani Linnainmaa, 2011. «IQ and Stock Market Participation.» *Journal of Finance* 66(6):2121-64.
Gross, L., 1982. *The Art of Selling Intangibles: How to Make Your Million($) by Investing Other People's Money*. Nueva York: New York Institute of Finance.
Grossman, Sanford y Joseph Stiglitz, 1980. «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets.» *American Economic Review* 70:393-408.
Gruber, Martin J., 1996. «Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Funds.» *Journal of Finance* 51(3):783-810.
Hacker, Jacob y Paul Pierson, 2010. *Winner-Take-All Politics: How Washington Made the Rich Richer—and Turned Its Back on the Middle Class*. Nueva York: Simon and Schuster.
Hansmann, Henry, 1990. «Why Do Universities Have Endowments?» *Journal of Legal Studies* 19:3-42.
Hansmann, Henry, Daniel Kessler y Mark McClellan. 2003. «Ownership Form and Trapped Capital in the Hospital Industry.» En Edward Glaeser, ed., *The Governance of Not-for-Profit Organizations*, 45-70. Chicago: University of Chicago Press.
Harbough, William T., 1998. «The Prestige Motive for Making Charitable Transfers.» *American Economic Review* 88(2):277-88.
Harriss, C. Lowell., 1951. *History and Policies of the Home Owners' Loan Corporation*. Nueva York: National Bureau of Economic Research.
Hayek, F. A., 1944. *The Road to Serfdom*. Londres: Routledge. Versión en español de José Vergara, *Camino de servidumbre*, Alianza Editorial, Madrid, 2005.
—, 1945. «The Use of Knowledge in Society.» *American Economic Review* 35(4):519-30.
Heckman, James J. y Pedro Carneiro, 2003. «Human Capital Policy.» En James J. Heckman y Alan B. Krueger, *Inequality in America: What Role for Human Capital Policies?*, 77-239. Cambridge, MA: MIT Press.
Hellman, Thomas, and Manju Puri, 2002. «Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence.» *Journal of Finance* 57(1):169-97.
Hertzberg, Andrew, 2011. «Exponential Individuals, Hyperbolic Households.» Artículo inédito, Graduate School of Business, Columbia University.
Higgins, Benjamin, 1943. «Problems of Planning Public Work.» En Seymour E. Harris, ed., *Postwar Economic Problems*, 187-205. Nueva York: McGraw-Hill.
Hill, Claire A., 1997. «Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons.» *Journal of Applied Corporate Finance* 10(1):64-71.
Hill, Rowland, 1837. *Post Office Reform*. Londres: William Clowes & Sons.

Hirschman, Albert O., 1977. *The Passions and the Interests*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Versión en español de Joan Solé, *Las pasiones y los intereses: argumentos políticos en favor del capitalismo previos a su triunfo*, Ediciones Península, Barcelona, 1999.
Horesh, Ronnie, 2000. «Injecting Incentives into the Solution of Social Problems: Social Policy Bonds.» *Economic Affairs* 20(3):39-42.
Iacocca, Lee (with William Novak), 1984. *Iacocca: An Autobiography*. Nueva York: Bantam Dell.
Jaffee, Dwight, Howard Kunreuther y Erwann Michel-Kerjan, 2008. «Long-Term Care Insurance (LTI) for Addressing Catastrophe Risk.» Artículo de trabajo del National Bureau of Economic Research 14210.
Jayachandran, Seema y Michael Kremer, 2006. «Odious Debt.» *American Economic Review* 96(1):82-92.
Jayadev, Arjun, and Samuel Bowles, 2006. «Guard Labor.» *Journal of Development Economics* 79:328-48.
Jeon, Yoong-Deok, and Young-Yong Kim, 2000. «Land Reform, Income Redistribution, and Agricultural Production in Korea.» *Economic Development and Cultural Change* 48(2):253-68.
Joseph, Jane E., Xun Liu, Yang Jiang, Donald Lynam y Thomas H. Kelly, 2008. «Neural Correlates of Emotional Reactivity in Sensation Seeking.» *Psychological Science* 20(2):215-23.
Jung, Jeeman y Robert J. Shiller, 2005. «A Simple Test of Samuelson's Dictum for the Stock Market.» *Economic Inquiry* 43(2):263-92.
Kahneman, Daniel y Amos Tversky, 1979. «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk.» *Econometrica* 47(2):263-92.
Kamstra, Mark y Robert J. Shiller, 2010. «Trills Instead of T-Bills: It's Time to Replace Part of Government Debt with Shares in GDP.» *The Economists' Voice* 7(3), Artículo 5, http://www.bepress.com/ev/vol7/iss3/art5.
Kaplan, Steven N. y Antoinette Schoar, 2005. «Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows.» *Journal of Finance* 60(4):1791-823.
Karlan, Dean y Margaret A. McConnell, 2009. «Hey Look at Me: The Effect of Giving Circles on Giving.» Artículo inédito, Yale University.
Karlan, Dean y Jonathan Zinman, 2011. «Microcredit in Theory and Practice: Using Randomized Credit Scoring for Impact Evaluation.» *Science* 332(6035):1278-84.
Kasper, Rob, 1980. «Jerry Rubin Goes Wall Street, but Still Can't Tie a Tie.» *Baltimore Sun*, 19 de agosto, B1.
Kat, Harry y Faye Meneese, 2003. «Persistence in Hedge Fund Performance: The True Value of a Track Record.» *Journal of Alternative Investments* 5(4):66-72.
Kaufman, Henry, 2005. *On Money and Markets: A Wall Street Memoir*. Nueva York: McGraw-Hill.
Kendall, Maurice, 1953. «The Analysis of Economic Time Series I.» *Journal of the Royal Statistical Society, Series A* 116:11-25.
Keynes, John Maynard, 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
Londres: Macmillan. Versión en español de Eduardo Hornedo, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, RBA Coleccionables, Barcelona, 2004.
—, 1937. «The General Theory of Employment.» *Quarterly Journal of Economics* 51(2):209-23.
Khurana, Rakesh, 2004. *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Kleiner, Morris M. y Alan B. Krueger, 2009. «Analyzing the Extent and Influence of Occupational Licensing on the Labor Market.» Artículo de trabajo del National Bureau of Economic Research 14979.
Kremer, Michael y Rachel Glennerster, 2004. *Strong Medicine: Creating Incentives for Pharmaceutical Research on Neglected Diseases*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Kroszner, Randall y Robert J. Shiller, 2011. *Reforming the U.S. Financial Markets: Reflections before and beyond Dodd-Frank*. Serie de simposios Alvin Hansen sobre Políticas Públicas, Harvard University. Cambridge, MA: MIT Press.
Krueger, Alan B., 2003. «Inequality: Too Much of a Good Thing.» En James J. Heckman y Alan B. Krueger, *Inequality in America: What Role for Human Capital Policies?*, 1-75. Cambridge, MA: MIT Press.
—, 2007. *What Makes a Terrorist: Economics and the Roots of Terrorism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Kunreuther, Howard y Michael Useem, 2010. *Learning from Catastrophes: Strategies for Reaction and Response*. Philadelphia: Wharton School.
Kupchan, Charles A., 2010. *How Enemies Become Friends: The Sources of Stable Peace*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Labuszewski, John W., John E. Nyttoff, Richard Co y Paul E. Peterson, 2010. *The CME Group Risk Management Handbook*. Hoboken, NJ: Wiley.
Laird, John E., 2009. «Toward Cognitive Robotics.» Artículo inédito, Departamento de Informática e Ingeniería,

University of Michigan.
Lakoff, George y Mark Jonson, 2003. *Metaphors We Live By*. Chicago: University of Chicago Press.
Lederer, Emil, 1915. «Zur Soziologie des Weltkriegs.» *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik* 39:357-384. Traducido al inglés como «On the Sociology of World War,» *European Journal of Sociology* 47:241-68, 2006.
Lederman, Leon M., 2004. *Symmetry and the Beautiful Universe*. Nueva York: Lederman and Hill. Versión en español de Luis Enrique de Juan Vidales, *La simetría y la belleza del universo*, Tusquets Editores, Barcelona, 2006.
Lee Kuan Yew, 2000. *From Third World to First: The Singapore Story 1965-2000*. Nueva York: HarperCollins.
LeRoy, Stephen F. y Richard Porter, 1981. «The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds.» *Econometrica* 49(3):555-74.
Lessig, Lawrence, 2011. *Republic, Lost: How Money Corrupts Congress—and a Plan to Stop It*. Nueva York: Twelve / Hachette Book Group.
Levine, Ross, 1997. «Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda.» *Journal of Economic Literature* 35(2):688-726.
Levitt, Arthur (con Paula Dwyer), 2003. *Take on the Street: How to Fight for Your Financial Future*. Nueva York: Vintage.
Levy, Frank y Richard J. Murnane, 2005. *The New Division of Labor: How Computers Are Creating the Next Job Market*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Lewis, Michael, 2010. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine.* Nueva York: W. W. Norton.
Li, Haitao, Rui Zhao y Xiaoyan Zhang, 2008. «Investing in Talents: Manager Characteristics and Hedge Fund Performances.» Artículo inédito, Departamento de Finanzas, University of Michigan.
Li, Zhisui, 1994. *The Private Life of Chairman Mao: The Memoirs of Mao's Personal Physician*. Nueva York: Random House.
List, John A. y David Lucking-Reiley, 2002. «The Effects of Seed Money and Refunds on Charitable Giving: Experimental Evidence from a University Capital Campaign.» *Journal of Political Economy* 110:215-33.
Locke, John, 1841 [1690]. *An Essay Concerning Human Understanding*. Londres: Thomas Tegg. Versión en español de Sergio Rábade y Esmeralda García, *Ensayo sobre el entendimiento humano*, Editora Nacional, Madrid, 1980.
Long, Charles H., 1983. *Alpha: The Myths of Creation*. Oxford: Oxford University Press.
Lorenz, Konrad, 1966. *On Aggression*. Nueva York: Bantam. Versión en español de Félix Blanco, *Sobre la agresión, el pretendido mal*, Ediciones Siglo XXI, Madrid, 1992.
Luthar, Suniya S. y Shawn Latendresse, 2005. «Children of the Affluent: Challenges to Well-Being.» *Current Directions in Psychological Science* 14(1):49-53.
Mac Cormack, Earl, 1985. *A Cognitive Theory of Metaphor*. Cambridge, MA: MIT Press.
Mailath, George, Larry Samuelson y Avner Shaked, 2000. «Endogenous Inequality in Integrated Labor Markets with Two-Sided Search.» *American Economic Review* 90(1):46-72.
Malmendier, Ulrike, 2005. «Roman Shares.» En William Goetzmann and K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, 31-42. Nueva York: Oxford University Press.
Marcus, Alan J., 1984. «Deregulation and Bank Financial Policy.» *Journal of Banking and Finance* 8(4):557-65.
Markopolos, Harry, 2011. *No One Would Listen: A True Financial Thriller*. Nueva York:Wiley.
Martel, Gordon, 2008. *Origins of the First World War*. Nueva York: Pearson Longman.
Martin, Sarah B., D. Jeff Covell, Jane E. Joseph, Himachandra Chebrolu, Charles D. Smith, Thomas H. Kelly, Yang Jiang y Brian T. Gold, 2007. «Human Experience Seeking Correlates with Hippocampus Volume: Convergent Evidence from Manual Tracing and Voxel-Based Morphometry.» *Neuropsychologia* 45:2874-81.
Marx, Karl, 1906. *Capital: A Critique of Political Economy*. Nueva York: Modern Library. Versión en español de Miguel Ángel Muñoz Moya, *El capital*, Ediciones Folio, Barcelona.
Marx, Karl y Friedrich Engels, 1906 [1848]. *Manifesto of the Communist Party.* Chicago: Charles H. Kerr & Co. Versión en español de León Mames, *Manifiesto del Partido Comunista*, Editorial Crítica, Barcelona, 1978.
Mayer, Colin, 1990. «Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development.» En R. Glenn Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 307-32. Chicago: University of Chicago Press.
Melamed, Leo, 2009. *For Crying Out Loud: From Open Outcry to Electronic Screen.* Hoboken, NJ: Wiley.
Mian, Atif y Amir Sufi, 2010. «Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009.» *IMF Economic Review* 58:74-117.

Mian, Atif, Amir Sufi y Francesco Trebbi, 2011. «Foreclosures, House Prices, and the Real Economy.» National Bureau of Economic Research Working Paper 16685.
Milgrom, Paul y Nancy Stokey, 1982. «Information, Trade and Common Knowledge.» *Journal of Economic Theory* 26:17-27.
Miller, John Perry, 1991. *Creating Academic Settings: High Craft and Low Cunning: Memoirs*. New Haven, CT: J. Simeon.
Miller, Joseph S., 2008. *The Wicked Wine of Democracy: A Memoir*. Seattle: University of Washington Press.
Miller, Merton H. y Franco Modigliani, 1961. «Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.» *Journal of Business* 34:411-33.
Mishkin, Frederick, 1996. «Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective.» Artículo de trabajo del National Bureau of Economic Research 5600.
Modigliani, Franco y Merton H. Millar, 1963. «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.» *American Economic Review* 53:433-43.
Mongelli, Lorena y Dan Mangan. 2009. «The SEC Watchdog Who Missed Madoff; Don't Blame Me: Cheung.» *Nueva York Post*, January 7, http://www.nypost.com/p/news/business/item_IbjeXQwwTt0whXl6ojz3oJ.
Montague, Read, 2007. *Your Brain Is (Almost) Perfect: How We Make Decisions*. Nueva York: Penguin Plume.
Montesquieu, Charles de Secondat. 1773 [1748]. *The Spirit of Laws*, Tenth Edition, trad. Thomas Nugent. Londres: S. Crowder, C. Ware y T. Payne. Versión en castellano de Francisco L. Cardona Castro, *El espíritu de las leyes*, Edicomunicación, Barcelona, 2003.
Moody, John L., 1933. *The Long Road Home*. Nueva York: Macmillan.
Morrison, Alan D. y William J. Wilhelm, Jr., 2008. «The Demise of Investment-Banking Partnerships: Theory and Evidence.» *Journal of Finance* 63(1):311-50.
Moss, David, 2004. *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
Myers, Stewart, 1984. «The Capital Structure Puzzle.» *Journal of Finance* 39:575-92.
Naciones Unidas, 1948. *Declaración Universal de Derechos Humanos*. http://www.un.org/en/documents/udhr/.
National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States (U.S. Financial Crisis Inquiry Commission), 2011. *Financial Crisis Inquiry Report.* Washington, DC: U.S. Government Printing Office, http://www.gpoaccess.gov/fcic/fcic.pdf.
Newcomb, Simon, 1879. «The Standard of Value.» *North American Review* 129:223-38.
Nietzsche, Friedrich, 1968 [1901]. *The Will to Power*, trads. Walter Kaufmann y R. J. Hollingdale. Nueva York: Vintage. Versión en español de Manuel Carbonell, *En torno a la voluntad de poder*, Editorial Planeta DeAgostini, Barcelona, 1986.
Nordenflycht, Andrew von, 2008. «The Demise of the Professional Partnership? The Emergence and Diffusion of Publicly-Traded Professional Service Firms.» Artículo inédito, Beedie School of Business, Simon Fraser University.
O'Leary, Ann, 2012. «Risk Sharing When Work and Family Clash: The Need for Government and Employer Innovation.» En Jacob Hacker y Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, capítulo 9. Nueva York: Oxford University Press.
O'Reilly, Randy, D. C. Noelle, Jon Cohen y Todd Braver, 2002. «Prefrontal Cortex and Dynamic Categorization Tasks: Representational Organization and Neuromodulatory Control. *Cerebral Cortex* 12:246-57.
Owings, W. A. Dolph, 1984. *The Sarajevo Trial*. Chapel Hill, NC: Documentary.
Park, Sun Young, 2011. «The Safeness of AAA-Rated Subprime MBSs.» Artículo inédito, Korea Advanced Institute of Science and Technology.
Patoine, Brenda, 2011. «Desperately Seeking Sensation: Fear, Reward, and the Human Need for Novelty: Neuroscience Begins to Shine Light on the Neural Basis of Sensation-Seeking.» Dana Foundation, http://www.dana.org/media/detail.aspx?id=23620.
Pharoah, Cathy, 2009. *Family Foundation Philanthropy 2009: UK, Germany, Italy, US*. Londres: Alliance Publishing Trust.
Phelps, Edmund, 2007. *Rewarding Work: How to Restore Participation and Self-Support to Free Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
Phelps, Edmund y Leo M. Tilman, 2010. «Wanted: A First National Bank of Innovation.» *Harvard Business Review*, enero-febrero, 1-2.
Philippon, Thomas y Ariell Reshef, 2008. «Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006.» Artículo inédito, Departamento de Finanzas, New York University.
Pinker, Steven, 2011. *The Better Angels of Our Nature: Why Violence Has Declined*. Nueva York: Viking Adult.

Pogrebin, Robin, 2011. «Resisting Renaming of Miami Museum.» *New York Times*, December 6, C1.
Post, David, 2005. «Altruism, Happiness and Health: It's Good to Be Good.» *International Journal of Behavioral Medicine* 12(2):66-77.
Prante, Gerald, 2007. «Most Americans Don't Itemize on Their Tax Returns.» Tax Foundation, 23 de julio, http://www.taxfoundation.org/news/show/22499.html.
Proust, Marcel, 2002 [1913]. *Swann's Way*, trad. Lydia Davis. Nueva York: Penguin. Versión en español de Carlos Manzano, *En busca del tiempo perdido: por la parte de Swann*, Editorial Lumen, Barcelona, 2000.
Pulvermüller, Friedemann, 2002. *The Neuroscience of Language*. Cambridge: Cambridge University Press.
Rajan, Raghuram, 2010. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Rajan, Raghuram y Luigi Zingales, 2004. *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
Redleaf, Andrew y Richard Vigilante, 2010. *Panic: The Betrayal of Capitalism by Wall Street and Washington.* Minneapolis: Vigilante.
Rhodes, Gillian, 2006. «The Evolutionary Psychology of Facial Beauty.» *Annual Review of Psychology* 57:199-226.
Ross, Lee, 1977. «The Intuitive Psychologist and His Shortcomings: Distortions in the Attribution Process.» *Advances in Experimental Social Psychology* 10:173-220.
Ross, Stephen A., 1976. «Options and Effi ciency.» *Quarterly Journal of Economics* 90(1):75-89.
Roth, Alvin E., Tayfun Sonmez y M. Utku Unver, 2005. «Pairwise Kidney Exchange.» *Journal of Economic Theory* 125(2):151-88.
Russett, Bruce y John Oneal, 2001. *Triangulating Peace: Democracy, Interdependence and International Organizations*. Nueva York: W. W. Norton.
Saint-Exupéry, Antoine de, 2000 [1943]. *The Little Prince*, trad. Richard Howard. Orlando, FL: Harcourt. Versión en español de Bonifacio del Carril, *El Principito*, Ediciones Salamandra, Barcelona, 2000.
Salacuse, Jeswald W., 2003. «Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?» *Law and Business Review of the Americas* 9:33-62, http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/lbramrca9&div =11&g_sent=1&collection=journals.
Sala i Martin, Xavier, 2006. «The World Distribution of Income: Falling Poverty and [...] Convergence, Period.» *Quarterly Journal of Economics* 121(2):351-97.
Sargent, Frederic O., 1961. «Feudalism to Family Farms in France.» *Agricultural History* 35(4):193-201.
Scharlach, Andrew E. y Amanda J. Lehning, 2012. «The Government's Role in Aging and Long-Term Care.» En Jacob Hacker y Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, capítulo 12. Nueva York: Oxford University Press.
Schultz, Wolfram, 1998. «Predictive Reward Signal of Dopamine Neurons.» *Journal of Neurophysiology* 80(1):1-27.
Schultz, Wolfram, Peter Dayan y P. Read Montague, 1997. «A Neural Substrate for Prediction and Reward.» *Science* 275(5306):593-99.
Schumpeter, Joseph A., 1962 [1950]. *Capitalism, Socialism and Democracy*, tercera edición. Nueva York: Harper Torchbooks.
Schwed, Fred, 1940. *Where Are the Customers' Yachts? A Good Hard Look at Wall Street*. Nueva York: Simon and Schuster.
Scoville, James G., 2006. «Labor Market Underpinnings of a Caste Economy.» *American Journal of Economics and Sociology* 55(4):385-94.
Seavoy, Ronald E., 1972, «Laws to Encourage Manufacturing: Nueva York Policy and the 1811 General Incorporation Statute.» *Business History Review* 46(1):85-95.
Shapley, Lloyd y Herbert Scarf, 1974. «On Cores and Indivisibility.» *Journal of Mathematical Economics* 1(1):23-37.
Shefrin, Hersh, 2007. *Behavioral Corporate Finance: Decisions That Create Value*. Boston: McGraw-Hill.
Shefrin, Hersh y Meir Statman, 1993. «Behavioral Aspects of the Design and Marketing of Financial Products.» *Financial Management* 22(2):123-34.
Shiller, Robert J., 1981. «Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?» *American Economic Review* 71(3):421-36.
—, 1994. *Macro Markets: Creating Institutions to Manage Society's Largest Economic Risks*. Oxford: Oxford University Press.
—, 1997. «Public Resistance to Indexation: A Puzzle.» *Brookings Papers on Economic Activity* 1:159-211.

—, 2003. *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Versión en español de Teresa B. Arijón, *El Nuevo Orden Financiero: el riesgo económico en el siglo XXI*, Ediciones Turner, Madrid, 2004.
—, 2005a. «The Invention of Inflation-Indexed Bonds in Early America.» En William N. Goetzmann y K. Geert Rouwenhorst, eds., *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets*, 239-48. Nueva York: Oxford University Press.
—, 2005b. *Irrational Exuberance*, Second Edition. Princeton, NJ: Princeton University Press. Versión en español de Teresa B. Arijón, *Exuberancia Irracional*. Ediciones Turner, Madrid, 2003.
—, 2008. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Publicado en España como *El estallido de la burbuja: cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 2009.
—, 2009. *The Case for a Basket: A New Way of Showing the True Value of Money*. Londres: Policy Exchange.
—, 2012a. «Give People Shares of GDP.» *Harvard Business Review* 90(1/2):50-51.
—, 2012b. «Irving Fisher, Debt Deflation and Crises.» *Journal of the History of Economic Thought*, en preparación.
Shiller, Robert J., Maxim Boycko y Vladimir Korobov, 1991. «Popular Attitudes towards Free Markets: The Soviet Union and the United States Compared.» *American Economic Review* 81(3):385-400.
Shiller, Robert J., Rafal M. Wojakowski, M. Shahid Ebrahim y Mark B. Shackleton, 2011. «Continuous Workout Mortgages.» Discussion Paper 1794. New Haven, CT: Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
Shleifer, Andrei, 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press.
Shubik, Martin, 2009. *A Proposal for a Federal Employment Reserve Authority*. Economics Policy Note 09-5. Nueva York: Levy Economics Institute.
Simmons, Joseph P. y Nathan Novemsky, 2009. «From Loss Aversion to Loss Acceptance: Context Effects on Loss Aversion in Risky Choice.» Artículo de trabajo. New Haven, CT: Yale School of Management.
Small, Deborah A., George Loewenstein y Paul Slovic, 2007. «Sympathy and Callousness: The Impact of Deliberative Thought on Donations to Identifiable and Statistical Victims.» *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 102(2):143-53.
Smith, Adam, 1761. *The Theory of Moral Sentiments*, segunda edición. Londres: A. Millar in the Strand. Versión en español de Carlos R. Braum, *La teoría de los sentimientos morales*, Alianza editorial, Madrid, 2004.
—, 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Londres: Ward, Lock & Bowden & Co. Versión en español de José Alonso Ortiz, *Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, Editorial Planeta de Agostini, Barcelona, 1991.
Sprenkle, Case, 1964. «Warrant Prices as Indicators of Expectations and Preferences.» En Paul Cootner, ed., *The Random Character of Stock Market Prices*, 412-74. Cambridge, MA: MIT Press.
Stanley, Thomas J., 1991. *Selling to the Affluent*. Nueva York: McGraw-Hill.
Stark, Oded e Ita Falk, 1998. «Transfers, Empathy Formation, and Reverse Transfers.» *American Economic Review* 88(2):271-76.
Stigler, George A., 1971. «The Theory of Economic Regulation.» *Bell Journal of Economics and Management Science* 2(1):3-21.
Stratmann, Thomas, 1991. «What Do Campaign Contributions Buy? Deciphering Causal Effects of Money and Votes.» *Southern Economic Journal* 57(3):606-20.
Summers, Lawrence H., 1986. «Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?» *Journal of Finance* 41(3):28-30.
Swafford, Jan, 1996. *Charles Ives: A Life with Music*. Nueva York: W. W. Norton.
Tarbell, Ida M., 1904. *The History of the Standard Oil Company*. Nueva York: McClure, Phillips.
Tarlow, Steve, 2010. «Estate Tax Sends Elderly Racing to the Grave.» newsytype.com, 2 de noviembre, http://www.newsytype.com/3257 -estate-tax/.
Tetlock, Philip E., 2006. *Expert Political Judgment: How Good Is It? How Can We Know?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
Thaler, Richard H. y Cass R. Sunstein, 2008. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. New Haven, CT: Yale University Press.
Thomsen, Jens y Verner Anderson, 2007. «Longevity Bonds: A Financial Market Instrument to Manage Longevity Risk.» *Monetary Review* 46(4):29-44.
Thoreau, Henry David, 2008 [1863]. *Life without Principle*. Forgotten Books, http://www.forgottenbooks.org/.

Versión en español de M. E. Díaz Sánchez, *Una vida sin principios* (edición bilingüe), Publicaciones de la Universidad de León, León, 1995.

Toppe, Christopher M., Arthur D. Kirsch y Jocabel Michel, 2001. *Giving and Volunteering in the United States: Findings from a National Survey*. Washington, DC: Independent Sector, http://www.cpanda.org/pdfs/gv/GV01Report.pdf.

Townsend, Robert M., 1994. «Risk and Insurance in Village India.» *Econometrica* 62(3):539-91.

Tufano, Peter y Daniel Schneider, 2009. «Using Financial Innovation to Support Savers: From Coercion to Excitement.» En Rebecca M. Blank y Michael S. Barr, eds., *Insufficient Funds: Savings, Assets, Credit and Banking among Low-Income Households*, 149-90. Nueva York: Russell Sage Foundation.

Unger, Peter, 1996. *Living High and Letting Die: Our Illusion of Innocence*. Nueva York: Oxford University Press.

U.S. Commodities Futures Trading Commission and Securities and Exchange Commission, 2010. «Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010: Report to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues.» http://www.sec.gov/news/studies/ 2010/marketevents-report.pdf.

U.S. Congressional Budget Office. 2011. «Trends in the Distribution of Household Income between 1979 and 2007.» http://www.cbo.gov/ftpdocs/124xx/doc12485/WebSummary.pdf.

U.S. Financial Stability Oversight Council. 2011. *Study & Recommendations Regarding Concentration Limits on Large Financial Companies*. Washington, DC. http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/Study%20on%20Concentration%20Limits%20on%20Large%2 17-11.pdf.

U.S. National Commission on Fiscal Responsibility and Reform. 2010. *The Moment of Truth*. Washington, DC.

Van Veen, Vincent, Marie K. Krug, Jonathan W. Schooler y Cameron S. Carter, 2009. «Neural Activity Predicts Attitude Change in Cognitive Dissonance.» *Nature Neuroscience* 12(11):1469-74.

Veblen, Thorstein, 1899. *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of the Evolution of Institutions*. Londres: Macmillan. Versión en español de Carlos Mellizo, *Teoría de la clase ociosa*, Alianza Editorial, Madrid, 2004.

Vickery, Thomas J., Marvin M. Chun y Daeyeol Lee, 2011. «Ubiquity and Specificity of Reinforcement Signals throughout the Human Brain.» *Neuron* 72(1):166-77.

Visser, Jelle, 2003. «Unions and Unionism around the World.» En John T. Addison y Claus Schnabel, eds., *International Handbook of Trade Unions*, 366-96. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Vuolteenaho, Tuomo, 2002. «What Drives Firm-Level Stock Returns?» *Journal of Finance* 57:233-64.

Weber, Max, 2010 [1905]. *The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*. Nueva York: CreateSpace. Versión en español de Joaquín Abellán, *La ética protestante y el espíritu del capitalismo*, Alianza Editorial, Madrid, 2011.

Weller, Christian y Amy Helburn, 2012. «Public Policy Options to Build Wealth for America's Middle Class.» En Jacob Hacker y Ann O'Leary, eds., *Shared Responsibility, Shared Risk*, capítulo 7. Nueva York: Oxford University Press.

Weyl, Hermann, 1952. *Symmetry*. Princeton, NJ: Princeton University Press. Versión en español de Lorenzo Abellamas, *Simetría*, McGraw-Hill, Madrid, 1990.

Whitman, Walt, 1892. *Leaves of Grass*. Project Gutenberg Ebook, http://www.gutenberg.org/files/1322/1322-h/1322-h.htm. Versión en español de José L. Chamosa y Rosa Rabadán, Ed. Planeta DeAgostini, Barcelona, 2003.

Wittgenstein, Ludwig, 1953. *Philosophical Investigations*. Oxford: Blackwell. Versión en español de Alfonso García Suárez y C. Ulises Moulines, *Investigaciones Filosóficas*, Editorial Crítica, Barcelona, 2008.

Wolfers, Justin y Eric Zitzewitz, 2004. «Prediction Markets.» *Journal of Economic Perspectives* 18(2):107-26.

Woodward, Bob, 2001. *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. Nueva York: Simon and Schuster. Versión en español de Ana Herrera, *Greenspan*, Ed. Quinteto, Barcelona, 2002.

Working, Holbrook, 1934. «A Random-Difference Series for Use in the Analysis of Time Series.» *Journal of the American Statistical Association* 29(185):11-24.

Yavlinsky, Grigory, 2011. *Realpolitik: The Hidden Cause of the Great Recession (And How to Avert the Next One)*, trad. Antonina W. Bouis. New Haven, CT: Yale University Press.

Yunus, Muhammad, 2003. *Banker to the Poor: Micro-Lending and the Battle against World Poverty*. Nueva York: Public Affairs. Versión en español de Albino Santos Mosquera, *El banquero de los pobres: los microcréditos y la batalla contra la pobreza en el mundo*, Ed. Paidós-Ibérica, Barcelona, 2005.

Zuckerman, Gregory, 2009. *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*. Nueva York: Crown Business.

Zuckerman, Marvin, Sybil B. Eysenck y H. J. Eysenck, 1978. «Sensation Seeking in England and in America: Cross-Cultural, Age, and Sex Comparisons.» *Journal of Consulting and Clinical Psychology* 46:139-49.

Agradecimientos

Mis alumnos ayudantes de investigación aquí en Yale —Oliver Bunn, George Cook, Duck-Ju Kang, Bin Li, Michael Love, Lindsey Raymond, Kate Stratton, Argyris Tsiaras y Rachel Wang — han sido mis ojos y mis oídos mientras redactaba este libro. También he obtenido valiosas respuestas de mis alumnos en mi curso de finanzas en Yale, para el que un primer borrador de la obra sirvió como complemento al libro de texto de las clases. Quería obtener un punto de vista joven, quería contemplar el mundo de las finanzas desde la atalaya de aquellos cuyas vidas se están formando todavía, que se encuentran al inicio de sus carreras profesionales, ya sea en finanzas o en otros campos, y su mensaje me llegó maravillosamente.

Mis colegas Karl Case, John Cochrane, Darrell Duffie, Seth Fischof, John Geanakoplos, Gary Gorton, Henry Hansmann, Daeyeol Lee, Bill Leigh, Shlomo Maital, Wayne Moore y Pasko Rakic, además de otros lectores anónimos, me aportaron comentarios y sugerencias que me sirvieron de gran ayuda. Ellos no son responsables de ninguno de los errores que yo pueda haber cometido.

Mis asistentes administrativas, Carol Copeland y Melissa Studer, fueron una fuente de apoyo constante.

Mi esposa, Virginia, psicóloga con consulta privada e instructora clínica en el Yale Child Study Center, fue, como siempre, una gran colaboradora en todas mis ideas. Ella hace posible todo lo que hago.

Quiero dar las gracias al Public Lectures Committee de la Universidad de Princeton, que me invitó a dar la Conferencia Walter Edge 2010, «Finance and the Good Society» («Las finanzas en una sociedad justa»), en la que presenté y recibí las primeras impresiones sobre una versión inicial de las ideas expuestas en este libro.

Estoy en deuda con Peter Dougherty, director de la editorial Princeton University Press, por su gran ayuda en la tarea de conceptualizar y desarrollar el libro. También va mi agradecimiento a todos los miembros de la editorial y, desde luego, al conjunto de la industria editorial por promover el discurso más amplio que finalmente ha hecho posible esta obra.

Soy partidario de adquirir el conocimiento a través de los libros, no sólo de los artículos académicos de revistas profesionales, puesto que creo que la discusión más amplia de una materia que permite este formato, al final, conduce a una mayor comprensión de cualquier tema. Esta obra empezó como un libro para mis alumnos, y en él incluí muchas referencias bibliográficas para ellos, como lo haría cualquier buen profesor. No obstante, incluso después de haber decidido que éste era en realidad un libro para el público general, y no sólo para estudiantes, seguí incluyendo muchas referencias. Creo que es importante para todos los lectores,

incluso para mis colegas de profesión, dedicar tiempo a obras enteras consagradas a temas amplios, en vez de limitarse a la literatura académica especializada. No considero estos libros como divulgadores, sino como síntesis, originadores, provocadores e inductores. Es así como veo este libro y espero que otros así lo hagan también.

Las finanzas en una sociedad justa
Robert J. Shiller

No se permite la reproducción total o parcial de este libro,
ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión
en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico,
mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos,
sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción
de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito
contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes
del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos)
si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.
Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com
o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

Título original: *Finance and the good society*

© del diseño de la portada, El taller interactivo, 2012

© Robert J. Shiller, 2012

© de la traducción, Mar Vidal, 2012

© Centro Libros PAPF, S. L. U., 2012
Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPF, S. L. U.
Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España)
www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): septiembre de 2012

ISBN: 978-84-234-1300-3 (epub)

Conversión a libro electrónico: Víctor Igual S. L.
www.victorigual.com