

EN BUSCA DE LA CONFIANZA PERDIDA

Hechos, análisis económico y psicosocial, y consecuencias de la crisis 2007-2009

Ricardo Pascale

Universidad de la República - Uruguay

Pablo Pascale

Universidad de Salamanca - España

SUMARIO: Introducción; 1. Hechos y errores: El comienzo y desencadenamiento de la crisis; 2. El centro del huracán: Ruptura de la confianza; 3. La confianza: Su psicología social e impacto en la economía; 4. Las consecuencias y posibles direcciones futuras.

Para comentarios: rpascale@netgate.com.uy

Introducción

Es claro que estamos en presencia de la crisis económica y financiera más importante desde la gran de presión de los años 30.

Organismos de la seriedad como el Banco de Pagos Internacionales, hasta distinguidos economistas, como A. Michael Spence, Joseph Stiglitz, George Akerlof, Robert Shiller, Enrique V. Iglesias, Lawrence Summers, coinciden en que el problema principal en la crisis es la pérdida de la confianza y cómo recuperarla.

Estas respetadas opiniones han sido motivo de estímulo y motivación de este trabajo que busca entamar esta crisis en sus aristas financieras y económicas con el bagaje conceptual psicosocial y multidimensional de la confianza, cómo ella se destruyó en la actual crisis a la luz de los aportes de varias disciplinas y cómo puede restaurarse la confianza. Es claro que debe tomarse este trabajo como un paso inicial, y sin otro fin que hacer una contribución preliminar a este tema.

El trabajo está estructurado en cuatro partes. La primera de ellas se destina a “Hechos y errores: El comienzo y desencadenamiento de la crisis”, la segunda que hemos titulado “El centro del huracán: Ruptura de la confianza” se refiere al manejo inicial de la crisis y cómo ella destruyó la confianza. La parte III denominada “La confianza: Su psicología social e impacto en la economía” profundiza en el análisis de la confianza desde el ángulo de la psicología social pavimentando el camino hacia el análisis de su impacto en la economía. Por último, la parte IV “Consecuencias y posibles direcciones futuras” se orienta a analizar la estrategia seguida por la nueva administración de Estados Unidos y sus repercusiones sobre la confianza, la economía

real y los mercados financieros. Esta sección termina con conclusiones y posibles direcciones futuras.

1. Hechos y errores: El comienzo y desencadenamiento de la crisis

1.1 Orígenes de la crisis

La crisis financiera actual es la más importante que el mundo haya vivido desde la ocurrida en los años 30 y al igual que ésta ha extendido sus repercusiones a la economía real.

Las causas que dieron origen a un fenómeno de esta intensidad y complejidad no son fáciles de discernir y puede no haber coincidencia entre los expertos, más aun estando ella en pleno desarrollo.

a) Orígenes de la irrupción masiva. Visión de consenso

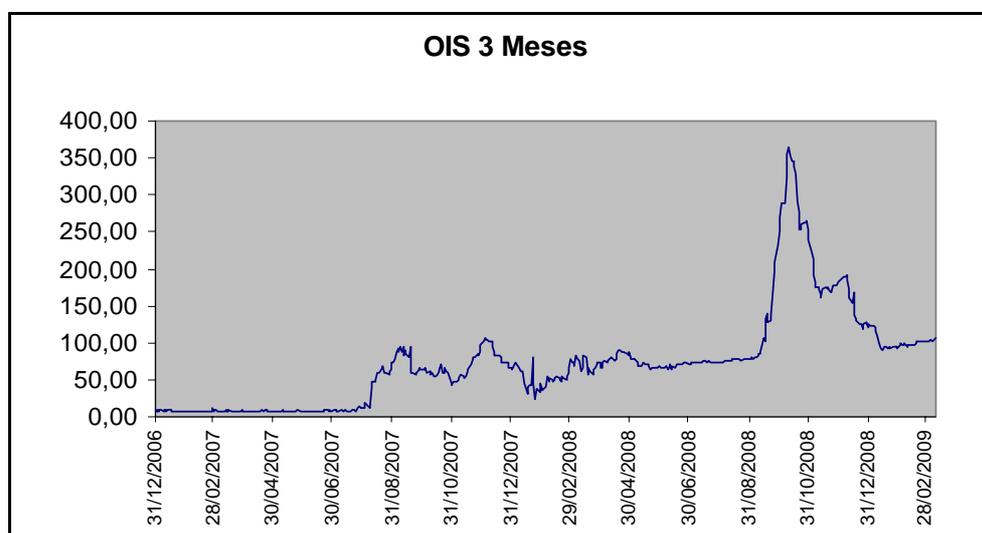
En cuanto a los orígenes de la irrupción masiva de la crisis, que habitualmente se ubica hacia agosto de 2007 suele haber un cierto consenso, que es el que exponemos seguidamente en forma sucinta y sobre el cual volveremos más adelante para profundizar en él.

Este sería que la crisis se origina en una burbuja de precios de activos (en particular inmobiliarios), incentivada e interactuando con la utilización de niveles altamente riesgosos de leverage y nuevas formas de innovación financiera que enmascararon riesgos, coexistiendo reguladores y supervisores que fracasaron permitiendo incursionar al sistema en excesivos riesgos. Asimismo, -y nos parece de la mayor importancia agregar- ha existido una marcada subestimación de la endogenización de la elevación del riesgo sistémico. Muy rara vez o muy tímidamente fue remarcado este peligro. La seriedad potencial de este devastador fenómeno o simplemente no fue entendida -salvo algunas excepciones- tanto sea por las autoridades competentes en el tema, como por los participantes en el mercado ni por los comentaristas.

La crisis en esta irrupción comienza entre el 9 y 10 de agosto de 2007 cuando las tasas de interés de los mercados monetarios crecieron dramáticamente. La figura 1 muestra la evolución de la tasa Libor menos el OIS (Overnight Index Swap). La OIS mide cuánto más alto va a estar la tasa de fondos federales en tres meses. La diferencia que se registra entre Libor y OIS es debida a factores tales como la liquidez o el riesgo de la contraparte. No es debida a las expectativas de las tasas de interés.

En la figura 1 se ve hasta agosto de 2007 un spread de 10 u 11 puntos básicos para luego crecer y mantenerse en niveles elevadísimos. Es de la mayor importancia para la instrumentación de las políticas conocer a qué se debe este crecimiento del citado spread, si se debe a un

Figura 1



problema de liquidez, será necesario un tipo de política pública que promueva una inyección de liquidez, o si, por el contrario, es un riesgo de las contrapartes que actúan, allí debería atacarse el balance de los bancos.

Pese a que unos días antes de estas subas de tasas en el mercado monetario, un severo indicio del problema se presentó cuando la firma Bearn Stearns expuso sus problemas en dos de sus hedge funds –el 18 de julio de 2007–, por la exposición de los mismos al mercado hipotecario subprime, los citados días de agosto son normalmente referenciados como el comienzo de la actual crisis.

b) El diagnóstico oficial de los orígenes de la crisis

El diagnóstico oficial sobre las causas que originaron la crisis está expuesta en numerosos testimonios y conferencias de las autoridades, pero el documento más importante es del 13 de marzo de 2008 y fue realizado por el President's Working Group on Financial Markets Policy Statement (PWG), que presidido por Henry Paulson, secretario del Tesoro, estaba compuesto por el presidente del FED, Ben Bernanke, así como por los presidentes de la Securities and Exchange Commission y del Commodity Futures Trading Commission.

Si bien se esgrimen muchas causas, la señalada en el citado informe como principal son los problemas originados en la implementación de la llamada “originate to distribute” forma de otorgar créditos.

El citado informe cita varias causas complementarias a las expuestas como:

- i) Un debilitamiento de los estándares para evaluar los créditos hipotecarios subprime (otorgados a personas sin un historial crediticio adecuado).
- ii) Una significativa erosión de la disciplina de mercado por parte de todos los involucrados en el proceso de “securitización”, incluyendo los “originadores” de los créditos; los underwriters; las agencias calificadoras de riesgo y los inversores internacionales, que en parte está vinculada al fracaso en proveer u obtener adecuada información sobre los riesgos involucrados.
- iii) Debilidades en la evaluación que las agencias calificadoras de riesgo realizaron de los riesgos en el caso de las “Residential Mortgage Backed Securities” (RMBS) vinculadas al mercado subprime; así como de otros complejos productos estructurados, especialmente Collateralized Debt Obligations (CDOs) que contenían RMBS y otros asset backed securities (ABS), (CDOs de ABS).
- iv) Debilidades en el manejo de los riesgos crediticios a nivel de varias importantes instituciones financieras de Estados Unidos y Europa.
- v) Esquemas regulatorios, incluyendo requisitos de capital y para la publicación de información, que fracasaron en mitigar las debilidades en el manejo de los riesgos crediticios a nivel de las instituciones privadas.

En gran medida, los problemas actuales surgieron, como se señaló, de fallas en la implementación del llamado modelo “originate to distribute”, en que se basa el proceso de “securitización” y funcionamiento del mercado de crédito moderno.

El modelo “originate to distribute” divide el proceso de creación de crédito en diversas etapas, las cuales en la mayoría de los casos son realizadas por agentes diferentes.

Un ejemplo simplificado del modelo “originate to distribute”, en el caso del otorgamiento de un crédito hipotecario, puede tener las siguientes etapas:

Etapas 1: Un “broker inmobiliario” le otorga un crédito a una familia para la compra de una vivienda.

Etapas 2: El “broker inmobiliario” le vende el crédito a una institución financiera, que la combina con otros préstamos para crear un instrumento financiero que pueda vender en el

mercado. Por ejemplo, se combinan varias hipotecas para crear lo que se llama “Mortgage Backed Securities” (MBS).

Pero también se pueden crear instrumentos financieros mucho más complejos, combinando diferentes tipos de activos o préstamos, con diferentes garantías o coberturas, que son llamados genéricamente “productos crediticios estructurados”, y que incluso se pueden dividir por tramos de distinta calidad crediticia.

Etapa 3: Los diversos tramos en que se dividen los “productos crediticios estructurados”, son calificados por una o varias empresas calificadoras de riesgo y son vendidos a inversores de acuerdo a sus diferentes “apetitos” por asumir riesgos; o son mantenidos en parte en cartera por la institución financiera que los creó en la etapa 2.

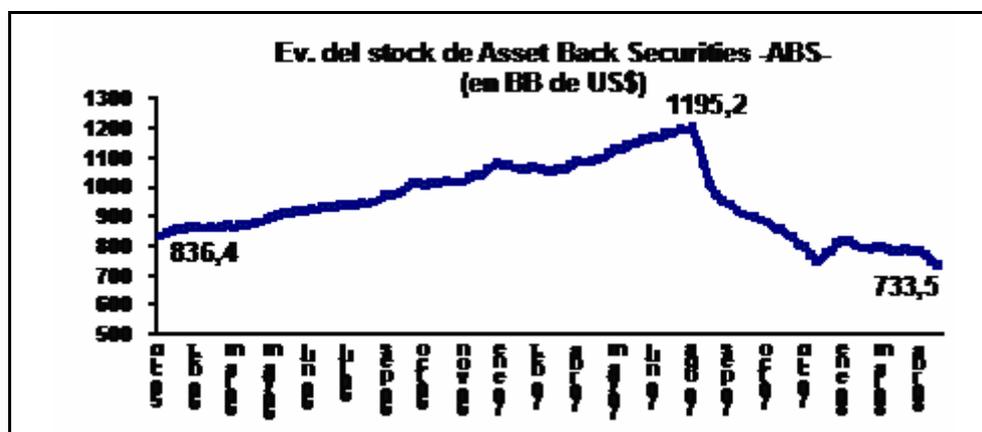
En principio, el esquema de securitización en el otorgamiento de crédito contribuye a la disminución del riesgo, y por lo tanto, a reducir los costos de financiamiento tanto para las familias como para las empresas, permitiendo un mayor acceso al crédito en mejores condiciones.

En la práctica, la actual crisis del mercado de crédito desnudó varias debilidades del modelo de securitización cuando este es utilizado en forma indebida, que llevaron a una parálisis casi total en este mercado desde fines de julio de 2008, que además se contagió a través de diversos mecanismos a todo el mercado de crédito.

En la **etapa 1**, los estándares para el otorgamiento de nuevos créditos se volvieron cada vez más laxos, lo que por otra parte es típico de todas las etapas finales de los booms crediticios.

La figura 2 refleja la evolución de los ABS en billones de dólares estadounidenses. Se advierte un fuerte crecimiento hasta agosto de 2007 y a partir de allí experimentan una fuertísima caída.

Figura 2



El caso más notorio es el de las hipotecas *subprime* (préstamos “NINJA” (“No Income, No Jobs, No Assets), compra de viviendas con tarjeta de crédito; *adjustable rate mortgages* (ARM), hipotecas sin *down payment* (pago inicial) y otorgando 110% a 120% del valor de compra, entre otras variedades de malas prácticas financieras).

Mientras los precios de las viviendas seguían subiendo, no hubo mayores problemas ya que los deudores en general tenían la opción de refinanciar en condiciones más favorables en el futuro, gracias a la valorización de sus viviendas.

Pero cuando a comienzos de 2007 los precios de las viviendas dejaron de crecer y comenzaron a caer, los problemas se multiplicaron, y los atrasos en los pagos (*delinancias*) se volvieron moneda corriente.

Los gráficos en las figuras 3 y 4 muestran la evolución de dos índices de precios de las viviendas: El de Case-Shiller y el de OFHEO¹.

Figura 3

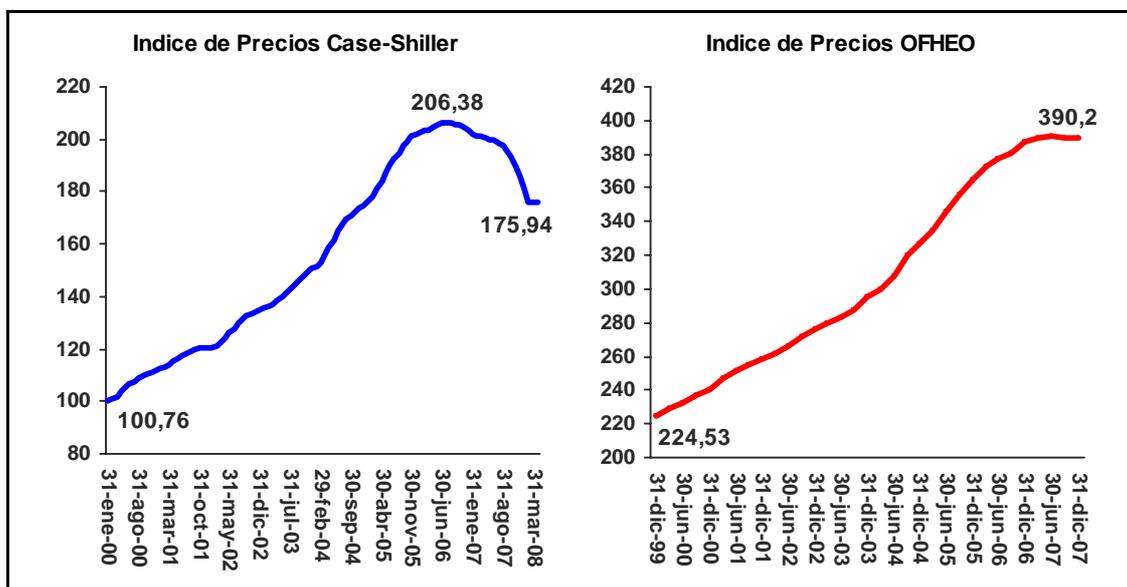
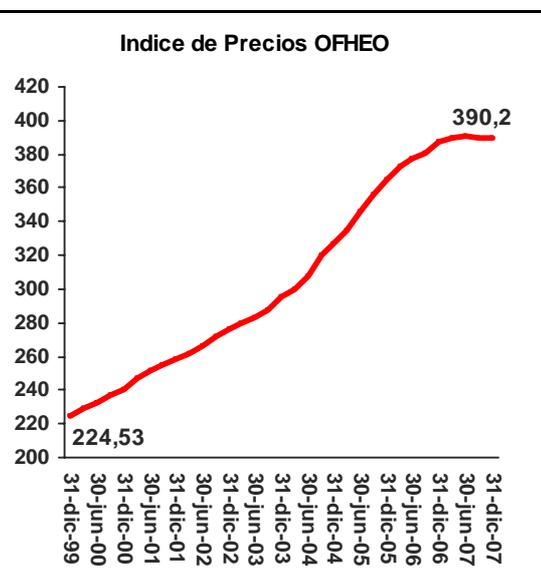


Figura 4



Debido a que muchas veces las *hipotecas subprime* se habían “securitizado” como parte de complejos productos crediticios estructurados, las pérdidas asociadas al colapso del mercado de crédito hipotecario “*subprime*” se diseminaron a todo el sistema financiero, tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, especialmente en Europa.

Como un virus, lo que comenzó siendo un problema focalizado en el mercado de crédito hipotecario *subprime* de Estados Unidos, se extendió a gran cantidad de los segmentos del mercado de crédito en todo el mundo, incluso a los más seguros, como el mercado interbancario de dinero.

En la **etapa 3**, el PWG concluyó que otro de los problemas básicos fue que los inversores no tuvieron suficiente cuidado en evaluar los riesgos asociados a los cada vez más complejos productos crediticios estructurados, y confiaron demasiado en las calificaciones otorgadas por las empresas calificadoras de riesgo.

Desafortunadamente, las metodologías y supuestos utilizados por las empresas calificadoras de riesgo para evaluar los productos crediticios estructurados resultaron erróneos. Cuando los problemas con las hipotecas *subprime* llevaron a las agencias calificadoras a reducir la calificación crediticia de muchos productos crediticios estructurados (que previamente habían sido calificados como *investment grade*, e incluso AAA en muchos casos), los inversores perdieron totalmente la confianza en las calificaciones de riesgo, llevando al colapso no solo del mercado de ABS, sino también de los préstamos para financiar LBO's.

También en las **etapas 2 y 3**, el PWG identificó problemas importantes en las debilidades de los esquemas de manejo de riesgo, a nivel de muchas de las instituciones financieras globales, que crearon y mantuvieron en cartera (sea directamente, o en la mayoría de los casos a través de entidades por fuera del balance -SIV-) los complejos productos crediticios estructurados.

Entre los problemas de manejo de riesgo más importantes que se detectaron, se destacan:

- Falta de capacidad para medir la exposición agregada al riesgo de crédito *subprime* a nivel de las diferentes líneas de negocios.

¹ OFHEO es la sigla con que habitualmente se denomina la Office of Federal Housing Enterprise Oversight.

- Falta de capacidad para medir los impactos sobre la liquidez de las instituciones financieras de su exposición a productos crediticios estructurados, especialmente CDO's; SIV y LBO's.

La combinación de pérdidas no esperadas, que redujeron el capital de las instituciones, junto a severas presiones de liquidez ante la retracción de los inversores en el mercado de crédito, han reducido de manera muy significativa la capacidad y el deseo de varias instituciones financieras globales de otorgar crédito nuevo, con efectos negativos para todos los mercados y la economía en su conjunto.

Al comienzo, las instituciones financieras estuvieran concentradas en “reparar sus balances”, y hasta que ese proceso este encaminado, será difícil que vuelvan a participar en condiciones normales en el mercado de crédito.

La parálisis que aun está afectando a las instituciones financieras, se observa incluso en el mercado interbancario de dinero, donde se ha reflejado una creciente renuencia de los bancos a participar en el mercado (al menos hasta mediados de marzo de este año), en parte por los temores a la salud financiera de la contraparte, y en parte por las fuertes necesidades de liquidez propia que tienen todas las instituciones.

Es que, el propio proceso de securitización y el funcionamiento del mercado de capitales, han llevado a que de **hecho nadie esté seguro dónde están y cuál será el monto final de las pérdidas**, lo que ha producido una desconfianza generalizada. Nadie sabe todavía quién va a tener que asumir que pérdidas por los problemas en el segmento *subprime*, porque nadie está seguro de cuánto valen o cuánto valdrán esos préstamos.

En cuanto a los costos asociados a la actual crisis crediticia, desde el inicio de la misma las estimaciones de pérdidas han crecido ininterrumpidamente.

Así, en julio de 2008, en un testimonio ante el congreso de los Estados Unidos, el presidente de la FED, Ben Bernanke, había estimado las pérdidas como consecuencia de los problemas en el mercado *subprime* en entre US\$ 50 y US\$ 100 BB.

En el otro extremo, en abril de 2009 el Fondo Monetario Internacional estimó un costo de US\$ 945 BB para la actual crisis crediticia, aunque la mayoría de las estimaciones apunta a un costo de entre US\$ 450 y US\$ 600 BB. A medida que avance este trabajo se verá el crecimiento que experimentan esas cifras.

Mientras tanto, ¿qué fueron haciendo las instituciones financieras para superar la crisis?

Enfrentadas al colapso del mercado de crédito *subprime* y sus derivaciones, las instituciones financieras en todo el mundo -con distinto énfasis- han estado:

- Aumentando su capital de a través de la colocación de acciones comunes, acciones preferidas y bonos “híbridos” (convertibles por acciones comunes a partir de determinada fecha). Según datos de Bloomberg, a mayo de 2008 han tomado capital del mercado por aproximadamente US\$ 250 BB, la mitad de los cuales provino de los “fondos soberanos”.
- Disminuyendo sus dividendos para preservar su capital.
- Ajustando sus estructuras de costos y planes de negocios estratégicos, para compensar la pérdida de ingresos por la parálisis del negocio de securitización.

c) Hacia diagnósticos más amplios de la crisis

El diagnóstico del PWG, se centró en el desenlace último de la crisis con el problema del *subprime*, la falla del modelo de extensión de créditos “*originate to distribute*”. Prestigiosos economistas como es el caso de Akerlof y Shiller (2009) ponen la atención sobre la naturaleza de los ciclos económicos, y en este caso en las medidas implementadas previamente a la crisis actual.

Luego de la crisis del *dot com*, dominada por la “exuberancia irracional” en términos de Greenspan, que se extendió desde 1995 hasta 2001, el crecimiento de la economía americana descendió de niveles del 4% hacia 1999 a menos del 1% en el 2001.

Para sofocar esa fase recesiva del ciclo se implementaron dos tipos de medidas. Unas de carácter fiscal, compuestas por dos cortes de impuestos, y otras de carácter monetario bajando la tasa de los fondos federales de la FED. La tasa bajó de 6% a 0.75% desde fines del 2000 a noviembre de 2002. La economía pareció reaccionar favorablemente a las medidas instauradas para estimularla. La inversión en esta oportunidad en lugar de ir mayoritariamente a maquinarias y a software, lo hizo hacia el sector de casas. La demanda por casas se hizo muy aguda, y las mismas empezaban a subir de precio. De 2000 a 2006 los precios en algunas ciudades subieron dos tercios; en otras aún más. La idea que los precios de las casas subirían permanentemente ganó a los inversores, impulsados por los intermediarios en este tipo de negocios. Hasta aquí era normal que los intermediarios intervinieran. Lo que llama fuertemente la atención es que los bancos, los bancos de inversión y otros intermediarios financieros fueron dando fondos para comenzar a inflar más la burbuja inmobiliaria. Era de suponer que las instituciones financieras intervinieran, pero para agregar cautela, no para “echar más leña al fuego”, bajando los estándares crediticios, utilizando compañías fuera de balance, hechos que no fueran corregidos por las autoridades, que los auditores los ignoraran, que las calificadoras de riesgo hicieran caso omiso a este anormal fenómeno que tenía un desenlace previsible.

Más allá de recordar la frase de Alan Greenspan de *infectious greed* (“codicia contagiosa”), que detallaremos más adelante, muestra lo que en psicología cognitiva se conoce como un sesgo de sobreconfianza. Este sesgo alimentó esta crisis provocando una caída en la confianza de los consumidores en las instituciones públicas y privadas.

Bernanke que en varias exposiciones en marzo de 2008 y en el mismo informe del PWG, sostuvo que la crisis era producto del mal funcionamiento y control del modelo de extensión de créditos “*originate to distribute*”, en reciente exposición de marzo de 2009 sostenía una posición mucho más razonable de las causas de la crisis. En palabras del Dr. Bernanke:

“Es imposible entender esta crisis sin hacer referencia a los desbalances globales de comercio y flujo de capitales que comienza en la segunda mitad de los años 90. En simples términos esos desbalances reflejan una crónica falta de ahorros relativa a la inversión en USA y otros países industrializados combinado con un extraordinario incremento en ahorro relativo a inversores en muchos países emergentes.

El exceso de ahorro en el mundo emergente resultante de factores como el rápido crecimiento en países asiáticos de alto ahorro más allá de China, por reducción de sus tasas de inversión constituyendo grandes reservas internacionales netas en muchos países emergentes y un sustancial crecimiento en ingresos recibidos del petróleo y de otros *commodities*.”

Sobre la responsabilidad del uso del ingreso del capital resultante es de Estados Unidos, los detalles son complejos. Pero hablando ampliamente, el manejo de riesgos por parte del sector privado y del gobierno de Estados Unidos y otros países desarrollados falló a efectos de que este influjo de capitales fuera prudentemente invertido lo que llevó a una fuerte reversión de las mismas.

En algunos aspectos, nuestra experiencia permite hacer con ella un paralelo a la de muchos países emergentes en los 90, en donde sus sistemas financieros y sus regímenes regulatorios eran inadecuados para una eficiente inversión de los grandes flujos provenientes del exterior. Cuando estas fallas se hacen evidentes, los inversores pierden la confianza la crisis se acentúa. Una clara diferencia es que en los 90 esta crisis fue regional y, en este caso es global.

Se advierte y de estas expresiones una posición mucho más complexiva del presidente de la FED que empieza a mostrar problemas más de fondo en el funcionamiento de la economía americana mundial.

Cabe señalar, cuando se refiere al paralelismo con los países emergentes y en cuanto a la diferencia de esta crisis, una diferencia adicional no menor al menor en términos de algunos países emergentes refiriéndose a Uruguay, que sufrió una aguda crisis sistémica que hizo su pico en 2002, el Prof. John B. Taylor (2007) que entonces fue Subsecretario del Tesoro para Asuntos Interna-

cionales que prestó invaluable ayuda a Uruguay, señalaba con respecto a ese país que “es bueno saber qué hemos aprendido desde entonces y a la vez que el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional y otros participantes. Con “*accountability*” y transparencia, yo creo que muchas crisis pueden ser evitadas”.

La crisis internacional que nos ocupa, como bien decía Taylor no se caracteriza ni por su “*accountability*” ni por su transparencia, sino todo lo contrario, la falta de ambas es parte sustancial del problema.

Sin desechar los problemas obvios de confianza que en el pobre manejo de la crisis esta tuvo, algunos autores (el propio Bernanke en parte de sus discursos lo ha mencionado y lo hemos recogido), las causas son más profundas. Pensar que el problema de esta crisis ha sido solo un problema de confianza y que el “sistema económico subyacente está sano” hubiera implicado que las enormes inyecciones de fondos ya hubieran tenido su efecto en el restablecimiento del crédito. Esa fue la posición oficial del gobierno Bush, sostenida básicamente por su secretario del tesoro Henry Paulson y en gran medida por el Chairman de la FED, Ben Bernanke. Para muchos economistas la posición de Paulson y Bernanke está equivocada. Los acontecimientos financieros no son la causa sino son los síntomas de otros problemas más profundos de la economía americana. La idea que subyace en estos economistas es que la crisis que se vive hoy refleja problemas que se arrastran de tiempo atrás. En síntesis, esta corriente de opinión sostiene que simplemente no es sostenible un esquema basado en una transferencia de tecnología desde Estados Unidos, el comercio que deriva de ella y las finanzas globalizadas.

Pensamos que es útil detenernos un poco en estas ideas a los efectos de poder sopesar más adecuadamente su potencial aporte.

Como vimos, el primer punto que señalan los autores de esta corriente tiene que ver con la transferencia de tecnología, de *know how* que ha efectuado y sigue efectuando no solo Estados Unidos sino también otros países industrializados a países como China y la India que tienen salarios bajos. La transferencia de tecnología fue tan abierta que rápidamente fue absorbida por estos países. La consecuencia -según estos autores- fue que se produjo un masivo crecimiento de la productividad y los niveles de estándar de vida de esos países, o sea de economías emergentes que se irían transformando en poderosas.

El segundo punto planteado por esta aproximación es que esas producciones masivas más baratas, se exportan a Estados Unidos y a otros países industrializados aumentando los niveles de vida de los americanos, pero también aumentando el empleo y la producción en otros países del mundo.

Por último, el tercer concepto que se ha señalado es que el resto del mundo le ha prestado trillones de dólares a Estados Unidos. Se ha así financiado un desproporcionado consumo de los americanos, en las más variadas formas una de ellas fueron las hipotecas que hemos señalado ya en este trabajo a autos a bajos precios, televisores, etc. Este consumo aumentó el *leverage* de los agentes económicos.

En el primer mundo en donde se rompió este sistema fue en los préstamos *subprime* teniendo presente las irresponsables formas de prestar dinero que se habían utilizado. Es probable que si uno mira con más atención el total del edificio de créditos construido no tiene futuro: Ese mundo de prosperidad en apariencia interminable no es sostenible.

d) La opinión de la Administración Obama

La opinión imperante, acerca de los orígenes de la crisis entre los dos más prominentes economistas y con responsabilidades ejecutivas de la Administración Obama, Timothy Geithner y Lawrence Summers (2009), es más amplia de la que originalmente señaló el PWG en marzo de 2008. El Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América y el Director del Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca han establecido que las causas de la presente crisis son varias. Y, ellas “tienen en sus raíces en los desbalances globales de ahorro y consumo, en la difundida emisión de instrumentos financieros pobremente entendidos, en la miopía y excesivo endeudamiento

de las instituciones financieras. Pero también fue producto de fallas básicas en la supervisión y regulación financiera”, señalan Geithner y Summers.

e) *La opinión del Bank of International Settlements*

La opinión del *Bank of International Settlements* en su reciente *Annual Report* (2009), está en buena medida en línea con la opinión de Geithner y Summers señalada antes, más concretamente entienden que las raíces de la crisis están tanto en causas macroeconómicas como en causas microeconómicas.

Entre las causas macroeconómicas señalan los desbalances globales, en particular de la economía estadounidense, con fuertes déficits en su cuenta corriente de la balanza de pagos y los importantes flujos de capitales provenientes de los países emergentes. Estos desbalances se producen en un contexto caracterizado por una economía mundial fuertemente signada por exportaciones provenientes de países emergentes y sostenido y creciente *leveraging* en los países desarrollados.

La otra gran causa macroeconómica que señala el informe, está compuesta por la caída en las tasas de interés producidas en particular en la economía estadounidense que provocó caída de *Spreads* y búsqueda de nuevos productos por parte de las instituciones financieras que fueran más rentables.

Entre las causas microeconómicas de la crisis, el informe del BIS señala tres principales que son: problemas en el sistema de incentivos, en la administración de riesgos por parte de las instituciones financieras y fallas en las regulaciones y supervisión de los sistemas financieros.

Los incentivos tanto sean de los consumidores, como de los empleados de las instituciones financieras como de las agencias calificadoras así como de las auditorías, han quedado en la crisis al descubierto cuán distorsionada es su actuación. Los consumidores, por lo común tienen muy poca cultura financiera (*financial literacy*) como para actuar en mercados complejos. En palabras del BIS “el sistema que los consumidores supusieron que no solo era sofisticado sino que también seguro, cuando en realidad era temerariamente complejo y opaco”.

Por su parte, los incentivos de los ejecutivos de las instituciones financieras también tenían su perversidad. Como su remuneración estaba atada en buena medida a los beneficios de corto plazo, prestaron atención a ellos antes que a la sana administración rentable que atendiera la solvencia de la institución en el largo plazo. Eso llevó a que tomaran riesgos desmesurados, de diversos tipos, entre otros los de alto endeudamiento de las instituciones financieras.

Asimismo, el Informe resalta el negativo incentivo y repercusión de las calificadoras de riesgo y las auditorías. Con respecto a estas últimas, señala que ellas son remuneradas por las firmas que auditan. Con respecto a las calificadoras de riesgo, contribuyeron a sesgar negativamente las señales que enviaron al mercado, dando calificaciones altas a aquellos que podían pagar sus servicios, por ejemplo, empresas emisoras de bonos corporativos que necesitaban de una buena calificación. Los consumidores de esos servicios no pagan por la información, por lo que las calificadoras se posesionan en las empresas que emiten. La complejidad de los productos y en particular su opacidad hacían mérito a una mayor prudencia y conocimientos que no tienen.

La segunda causa microeconómica que señala el BIS, es que la crisis puso de manifiesto las carencias de los modelos estadísticos utilizados para diseñar productos y estrategias financieras. Éstos suponen distribuciones normales de los rendimientos, o sea colas delgadas (*thin tails*) en la distribución, cuando no se tienen series de tiempo largas de observaciones que las avalen. En realidad, no se tomaron en cuenta las colas gordas (*fat tails*), donde los sucesos infrecuentes cuentan mucho, y por más que infrecuentes, existen, y su riesgo no es incorporado. Asimismo, el informe señala que los modelos no tienen en cuenta las correlaciones entre las distintas variables. Los modelos están hechos para tiempos normales, en donde los beneficios de una diversificación eficiente de inversiones es tanto mayor es la correlación negativa de los rendimientos de los activos. En tiempos de crisis, esto no es así, y las correlaciones se vuelven positivas al tiempo que se incrementan, tornando inadecuadas las predicciones de los modelos.

Pone, por otra parte, énfasis en la pobreza del sistema de gobernanza corporativa de las instituciones financieras con respecto al riesgo. A este respecto dice textualmente “Por razones de tipo estructurales y de comportamiento (*behavioural*) los ejecutivos superiores y los miembros de los directorios no hacían las preguntas adecuadas y tampoco escuchaban a la gente adecuada”.

Como tercera causa microeconómica el informe señala las debilidades de la supervisión y la regulación. Como los bancos tienen topes a su endeudamiento, buscaron vehículos *off-balance sheet* para endeudarse y así lo hicieron, con la inadvertencia de auditores y calificadoras de riesgo.

Los autores de este trabajo, coinciden, en general, con las causas señaladas por el BIS, aunque el desarrollo del trabajo se incorporaran elementos interdisciplinarios que puedan ser de utilidad al mejor entendimiento de como los agentes económicos toman sus decisiones, en tiempos de deterioro de la confianza pública.

1.2 El desarrollo de la crisis. Aspectos a resaltar

Como hemos señalado, la crisis que su fase eruptiva deriva de la explosión de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, y los subsiguientes incumplimientos *in crescendo* no solo en el sector inmobiliario, ha llevado a que numerosas e importantes instituciones financieras tuvieran fuertes pérdidas, terminando con minar la confianza de los inversores en los mercados.

Muchos hechos pautan esta profunda crisis. Repasamos aquí algunos de los más significativos:

El 14 de marzo, luego de experimentar significativas pérdidas y crisis de liquidez, la FED conjuntamente con JP Morgan Chase salieron al rescate de la firma Bear Stearn, uno de los grandes bancos de inversión basados en Nueva York.

Desde mediados del mes de setiembre de 2008, la crisis de los mercados financieros internacionales ha ido ganando en intensidad, alcanzando un máximo en la semana del 10 de octubre de 2008, donde las principales bolsas de valores del mundo experimentaron las mayores caídas de su historia, y donde los spread de riesgo en el mercado interbancario terminaron en niveles record.

Los principales acontecimientos ocurridos a nivel de los mercados financieros en las semanas en torno esas fechas han sido los siguientes:

- i) El lunes 8 de setiembre de 2008, el Tesoro de Estados Unidos decide intervenir finalmente las agencias federales Fannie Mae y Freddie Mac, que venían con muchos problemas y con sospecha de ser insolventes desde mediados del mes de julio. Se anunció la inyección de US\$ 200 BB de fondos en ambas compañías a través de la compra de acciones preferidas, el reemplazo de la plana gerencial de las empresas y su inclusión en un esquema de *conservadorship*. Al colapsar los precios de las acciones preferidas de ambas compañías, se exacerbó los temores respecto a la solvencia general del sistema financiero, ya que estos títulos formaban parte del capital de muchas instituciones.
- ii) El lunes 15 de setiembre de 2008, se anuncia formalmente la quiebra de Lehman Brothers, un acontecimiento que como veremos aceleró el colapso del sistema financiero, paralizando el mercado de crédito y provocando pánico entre los inversores en todo el mundo.
- iii) El miércoles 17 de setiembre de 2008, la Reserva Federal decide otorgarle un préstamo de US\$ 85 BB a la aseguradora AIG para evitar la quiebra de la compañía, a cambio del 80% de las acciones de la empresa.
- iv) El viernes 19 de setiembre de 2008, el presidente Bush junto al Secretario del Tesoro Henry Paulson al presidente de la FED Ben Bernanke, anunció que se iba a enviar al Congreso un plan global de US\$ 700 BB para apoyar al sistema financiero. Dicho dinero en principio sería utilizado para comprar los llamados “activos tóxicos” en poder

de los bancos. La presentación de las ideas carecía, sorprendentemente, de la necesaria profesionalidad.

- v) El lunes 29 de setiembre de 2008, Wall Street sufre su mayor caída diaria en puntos de la historia, al rechazar la Cámara de Representantes el plan Paulson. Además, la crisis cruza el océano, al afectar a los bancos Fortis, Hypo y Bradford & Bingley. En Estados Unidos, se supo que Citigroup iba a comprar los activos bancarios de Wachovia, luego de que el 29 de Setiembre JPMorgan se quedó con el quebrado Washington Mutual.
- vi) Finalmente, luego de varias idas y venidas, el viernes 3 de octubre de 2008, el Congreso aprueba el plan Paulson, completamente modificado, que ahora pasó a incluir US\$ 150 BB adicionales de recortes impositivos para familias y empresas, al tiempo que incrementó el límite del seguro de depósitos de US\$ 100.000 a US\$ 250.000.
- vii) Durante la semana del 6 de octubre de 2008 al 10 de octubre de 2008, los bancos centrales continuaron inyectando liquidez al mercado, al tiempo de que redujeron de manera coordinada las tasas de interés el martes 7 de octubre, sin que ello lograra calmar el pánico de los inversores, cosa que tampoco logró las medidas individuales tomadas por varios gobiernos europeos de subir el monto de la garantía estatal sobre los depósitos.
- viii) El lunes 13 de octubre de 2008 los gobiernos de los principales países europeos comprometieron 1,3 trillones de Euros para garantizar los préstamos interbancarios e inyectar capital en los bancos; el Reino Unido aportó capital en los bancos RBS, Lloyds y HBOS; al tiempo que la FED prometió que daría dólares de forma “ilimitada” al mercado.
- ix) El martes 14 de octubre de 2008, el Tesoro de Estados Unidos anunció que va a inyectar US\$ 125 BB de capital en nueve de las principales instituciones financieras del país, y otros US\$ 125 BB en el resto del sistema. A su vez, se anunció que la FDic pasaría a garantizar el 100% de los depósitos en cuenta corriente.

Parece claro que permitir la quiebra de Lehman Brothers fue un error fatal, ya que ello alentó una fenomenal corrida de ahorristas en todo el mundo, que comenzó con masivos retiros de los fondos *money market*.

Lehman quebró con pasivos de US\$ 613 BB (el doble que en el caso de Bear Stearns), de los cuales US\$ 160 BB son bonos sin garantía en poder de inversores de todo el mundo.

Entre ellos, había fondos *money market*, y en particular uno de ellos, el *Reserve Primary Fund*, que se vio obligado a quebrar ante la desvalorización de los bonos de Lehman. En pocos días, ello generó el retiro de US\$ 400 BB de los US\$ 1,3 trillones de capital invertido en los fondos *money market*, lo que a su vez hizo desaparecer la demanda por *commercial papers* (CP), títulos de deuda de corto plazo emitidos por las empresas para financiar su capital de trabajo.

En definitiva la quiebra de Lehman Brothers, se continúa con la quiebra de *Reserve Primary Fund*, que lleva a un retiro masivo de capital de los fondos *money market*, lo que es seguido por una desaparición mercado de corto plazo, presión sobre los bancos, terminando en un colapso del mercado de crédito.

La parálisis del mercado de crédito; el renovado temor respecto a la solvencia del sistema financiero, y el nuevo incremento generalizado de la “aversión al riesgo”, afectaron profundamente el comportamiento de todos los mercados financieros en las últimas semanas de abril y mayo de 2008.

Las bolsas presentaron entonces un dramático deterioro en sus performaneces. La figura 5 muestra la caída del S&P 500, con la cual pretendemos hacer una síntesis de la situación en las bolsas de Estados Unidos.

La figura 6 muestra la evolución del “MSCI World” (*Morgan Stanley Capital International*) que refleja las cotizaciones no solo de USA sino de las principales bolsas del mundo. Es un índice

ponderado por capitalización compuesto por conjunto de compañías representativas de las estructuras de mercado de más de veinte países desarrollados.

Por su parte, la figura 7 muestra el “*MSCI Emerging*” que compila las bolsas de varios países emergentes, entre ellos Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Jordania, Corea, Marruecos, México, Pakistán, Perú, Polonia, Rusia, Sud África, Turquía y Venezuela. Como se aprecia, ambas siguen una clara tendencia declinante reflejando la gravedad de la crisis. Con ellas se complementa la información de que se presentó para USA.

Figura 5
Standard & Poor's
500

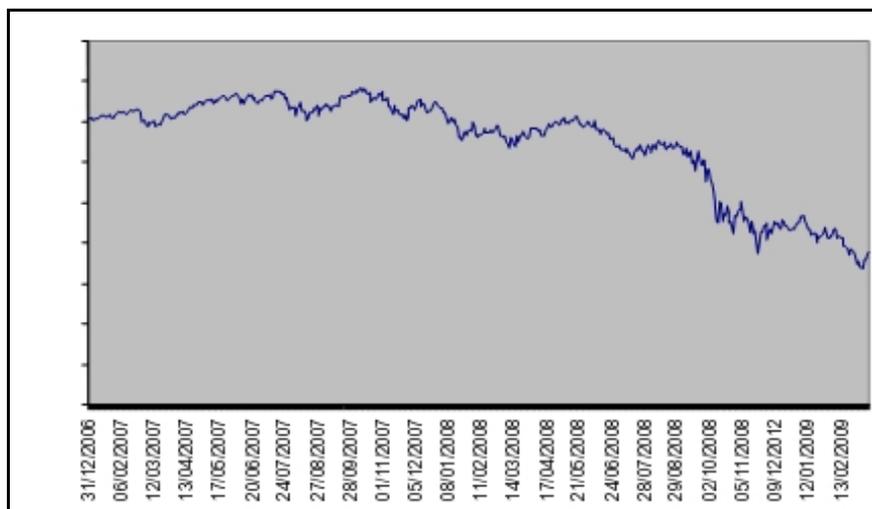


Figura 6
MSCI World

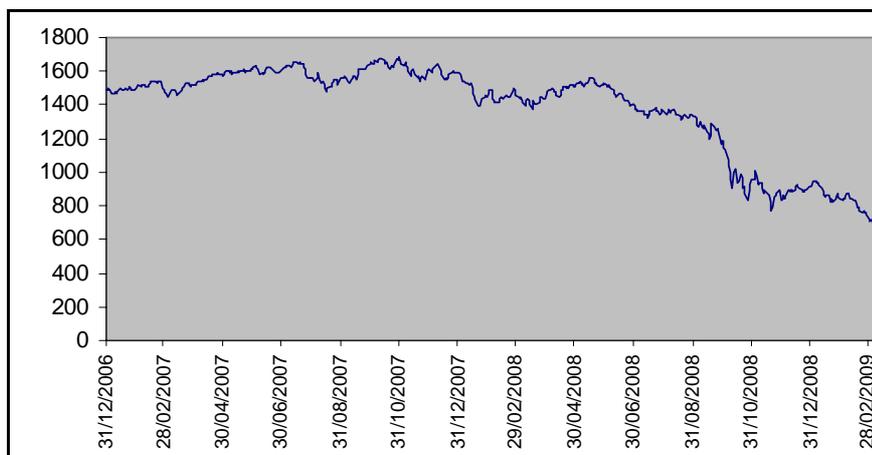
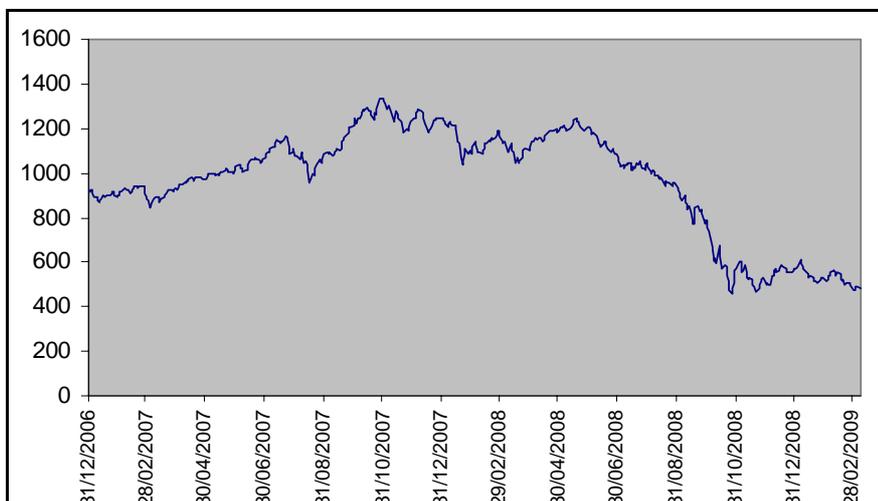


Figura 7
MSCI Emerging



La información sobre las tasas de interés refleja el aumento de los riesgos imperantes en el mundo.

El *TED spread* que refleja la diferencia de tasas entre préstamos interbancarios y la de las *Treasury bills*, es un indicador que muestra el riesgo de crédito percibido por la economía en general. Cuando el *TED spread* crece es una señal de que los riesgos van creciendo en los préstamos efectuados. El *TED spread* expuesto más adelante en su evolución muestra en el periodo de la crisis un crecimiento notorio (Figura 8), reflejando un indicador de riesgo que los mercados están percibiendo.

Figura 8
TED Spread

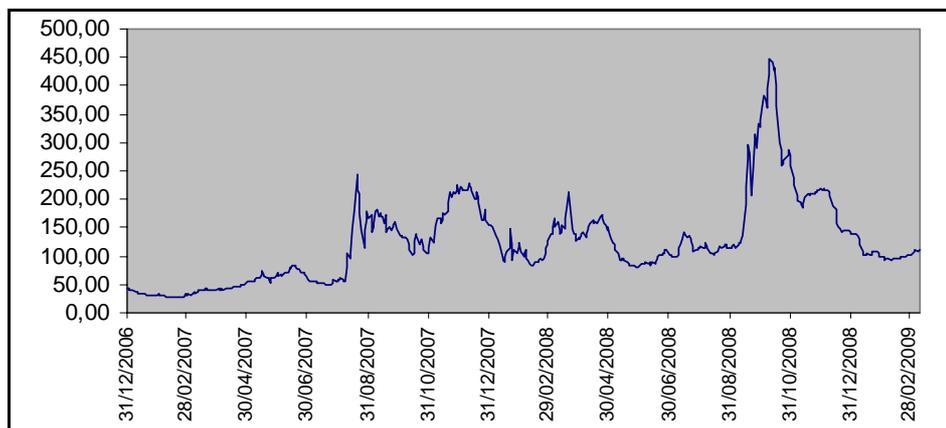


Figura 9
LIBOR 3 meses en US\$

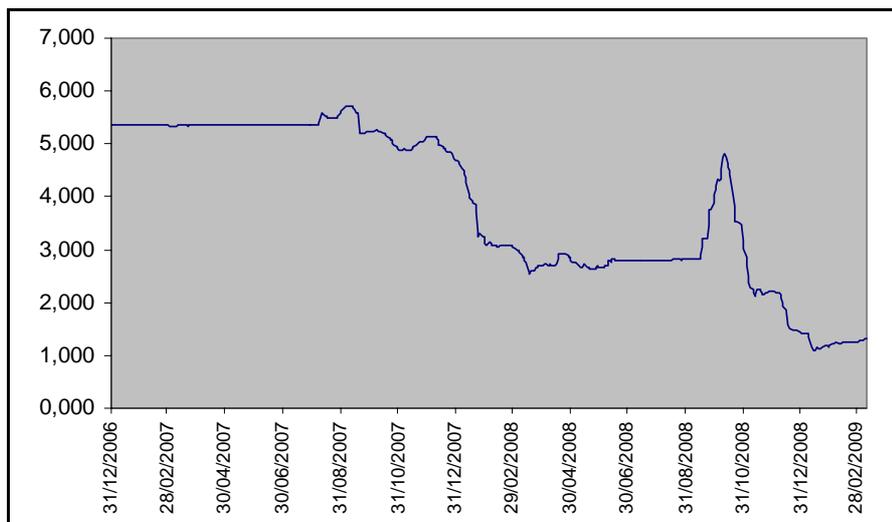
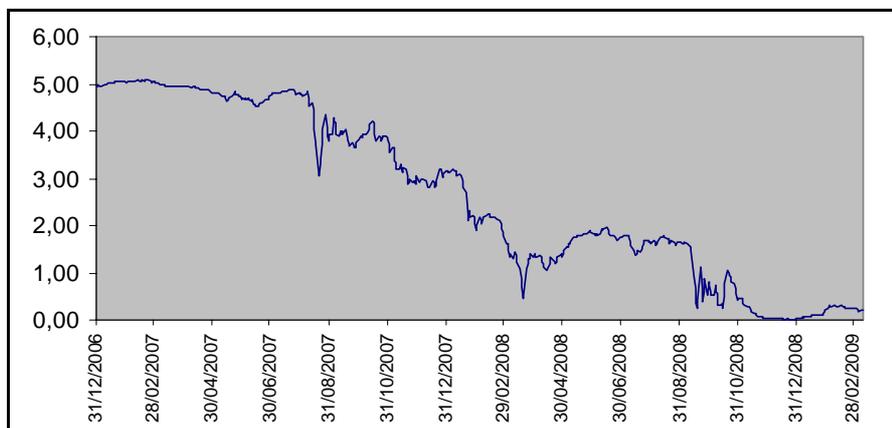


Figura 10
Letras Tesorería EEUU 90 días



Algunas tasas de interés importantes del mercado, tanto sea Libor (Figura 9) como las Letras de Tesorería de USA a días (Figura 10) así como los bonos soberanos USA a 10 años (Figura 11), experimentan, por supuesto, en el periodo un decrecimiento esperable.

Por su parte el spread de Bonos Corporativos con relación a los bonos gubernamentales experimenta un incremento en el periodo (Figura 12), como es natural en la situación de crisis e incertidumbre que se desarrolla.

Figura 11
Bonos Tesorería
EEUU 10 años

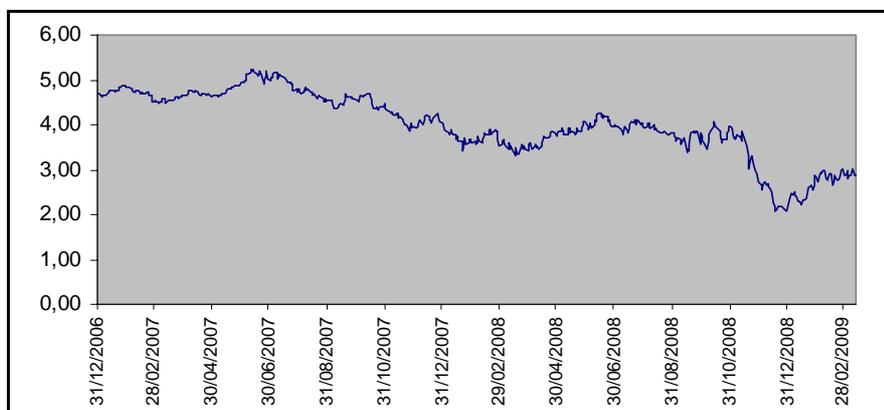
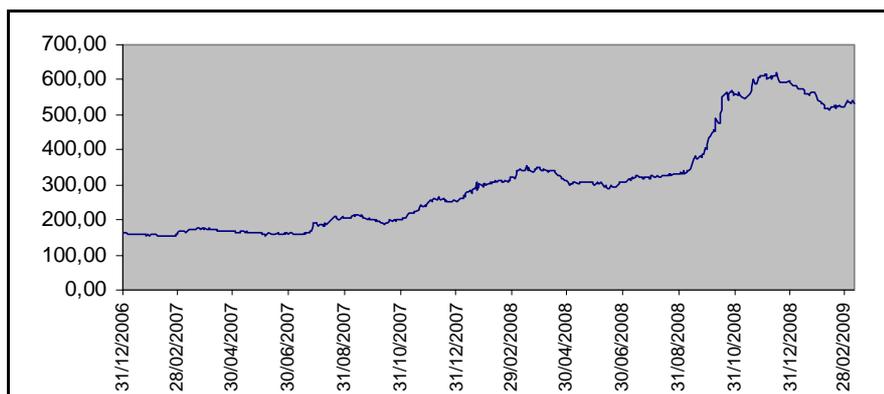


Figura 12
Spread Bonos
Corporativos
Spread Moody's
Baa/US Govt 10
años



Sin perjuicio que las secciones siguientes se dedican a examinar con mayor extensión las políticas gubernamentales aplicadas y los resultados en la economía real, en la presente forzosa-mente, se comentan someramente algunas de ellas para dar una mayor continuidad al texto.

Desde principios de noviembre, el ritmo de contracción económica en el Grupo de los Siete - G7- se había intensificado notoriamente, como consecuencia de la crisis crediticia y las fuertes pérdidas de riqueza.

Las economías del G7 parecen estar cayéndose de un precipicio y el comercio mundial ha colapsado.

Una de las consecuencias más duraderas de la crisis, será que el consumidor norteamericano dejará de ser un motor de crecimiento para la economía mundial durante muchos años, fundamentalmente por las fuertes pérdidas de riqueza y la debilidad del mercado laboral.

El consumidor estadounidense tendrá un comportamiento más débil durante muchos años, a los efectos de recuperarse de las pérdidas de riqueza, y para disminuir el alto nivel de endeudamiento acumulado en años anteriores.

En particular, en el corto plazo se verá negativamente afectado por la debilidad del mercado laboral el incremento del desempleo y la ausencia de crédito.

En la sección que sigue se analizan las principales políticas aplicadas por el gobierno a través de sus distintas Oficinas especializadas. De esta forma se repasaran las políticas establecidas por la Fed así como por el Departamento del Tesoro y otras reparticiones públicas involucradas con la crisis.

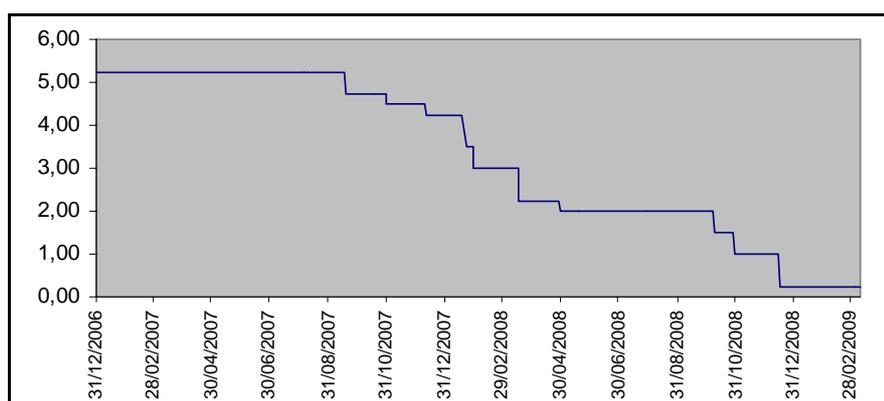
1.3 Las políticas implementadas

A partir de agosto de 2007 se comenzaron a implementar un conjunto de medidas con miras a disminuir los efectos de la crisis. Estas medidas fueron de distinta índole, entre ellas de política monetaria, de índole fiscal, de capitalización de bancos y otras instituciones, apoyos crediticios a instituciones financieras en serias dificultades, y apoyo a deudores hipotecarios. La cantidad de medidas es importante y de diverso tipo. Hemos pensado útil enumerarlas y tratarlas en base a la organización gubernamental que esté más involucrada en el origen e implementación de la medida.

a) Federal Reserve Board

En este caso una de las primeras medidas adoptadas ha sido la baja de tasa de fondos federales. Una de las medidas más utilizada fue entonces la baja de la tasa de los fondos federales, que desde mediados de setiembre de 2008 estaban en 5.25%, lo que se hizo sucesivamente hasta llegar día a cero como lo muestra la Figura 13.

Figura 13
FED Funds Target



La medida, en un intento por reactivar el paralizado crédito ha sido de las más severas utilizadas. Por su parte, el banco central europeo ha hecho lo propio, pero con retraso y sin llegar al cero %.

El proceso de rebaja de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal comenzó con un sorpresivo recorte de la "tasa de descuento" de 50 puntos básicos -bps- el 17 de agosto; continuó con recortes en la tasa de fondos federales a partir de setiembre del año pasado, y se acentuó de manera significativa a partir de enero de este año.

De hecho, desde que a comienzos de los años '90 la FED comenzó a utilizar a la tasa de fondos federales como su principal herramienta de política monetaria, nunca se había producido una baja tan significativa de dicha tasa en tan corto período de tiempo como la que se produjo a partir de setiembre de 2007.

La baja tan rápida y significativa de las tasas de interés por parte de la FED tuvo dos objetivos básicos, a saber:

- i) Ayudar a recomponer la rentabilidad de los bancos, al reducir el costo de los depósitos y,
- ii) Evitar una suba mayor del costo del crédito, ante la fuerte suba de los spread de riesgo generada por la restricción crediticia.

Además de bajar fuertemente las tasas de interés, en agosto de 2007, en diciembre de 2007, y nuevamente en enero, febrero, marzo y mayo de este año, la FED realizó operaciones conjuntas a través de swaps con otros bancos centrales (fundamentalmente el BCE; el BoE; y los bancos centrales de Suiza (SNB) y de Canadá (BfC)), para inyectar liquidez a los mercados interbancarios de dinero, y mantener el normal funcionamiento del sistema de pagos, ante la anormal demanda de liquidez que el público estaba exigiendo a las instituciones financieras.

Por su parte la FED instauró un conjunto de medidas innovadoras en un afán por reactivar los mercados crediticios. Tres políticas fundamentales implementó hasta el momento y que son: préstamos a las instituciones financieras, la provisión de liquidez a mercados crediticios claves y la compra de deuda de largo plazo.

En cuanto a la primera podemos decir que también la FED fue muy creativa en diseñar nuevos mecanismos para mejorar la liquidez tanto de los bancos como de otras instituciones financieras, antes las anormales condiciones en las que comenzó a funcionar el mercado de crédito a partir de agosto del año pasado. Así:

- i) En diciembre de 2007, se creó la *Term Auction Facility* (TAF), un mecanismo complementario de la *discount window* a través del cual la FED licitaría liquidez para los bancos en forma quincenal, por plazos de hasta 28 días. Inicialmente el programa se creó con un monto de US\$ 40 BB por mes, y fue ampliado sucesivamente a US\$ 60 BB por mes, a US\$ 100 BB por mes y finalmente, a comienzos de mayo, a US\$ 150 BB por mes.
- ii) El 11 de marzo de 2008 se creó la *Term Securities Lending Facility* (TSLF); mecanismo por el cual le va a prestar a los bancos comerciales hasta US\$ 200 BB de bonos del Tesoro americano - "treasuries"- en cartera de la FED (US\$ 713 BB al momento de iniciarse el programa), recibiendo a cambio títulos privados *investment grade*, incluyendo MBS. Paulatinamente, la FED fue ampliando el menú de títulos que estaba dispuesta a recibir como garantía en las operaciones de la TSLF.
- iii) El 16 de marzo de 2008, y ante el virtual colapso de Bear Stearns, la FED anunció la creación de la *Primary Dealers Credit Facility* (PDCF), mecanismo similar a la TSLF pero a ser utilizado con los bancos de inversión en lugar de con los bancos comerciales. Es la primera vez desde la Gran Depresión, que la FED le presta a los bancos de inversión a una tasa equivalente a la tasa de descuento. También paulatinamente la Reserva Federal fue ampliando el menú de títulos que estaba dispuesta a recibir como garantía en las operaciones de PDCF.

A pesar de todo este conjunto de medidas adoptadas por la Reserva Federal, la crisis en el mercado de crédito no daba muestras de ceder ni mostraba signos de mejoría, y ello llevó a la virtual quiebra de la empresa Bear Stearns en la semana del 10 al 14 de marzo de 2008.

En lo que fue la primera reunión de emergencia de la FED en un fin de semana en casi tres décadas, el domingo 16 de marzo de 2008 la Reserva Federal anunció que absorbería US\$ 29 BB de la cartera "pesada" de Bear Stearns, entregando a cambio *treasuries*, para facilitar la venta de dicha firma al banco JPMorgan.

Esta operación, que como veremos más adelante en nuestra opinión fue un evento que parecía haber marcado un "antes" y un "después" en la dinámica de la crisis del mercado de crédito, implicó que por primera vez desde que se iniciara la crisis, la FED comprometió fondos públicos para rescatar a una institución con problemas.

En los hechos, la FED dejó de ser el "prestamista de última instancia" de las instituciones con problemas de liquidez, y pasó a ser el "comprador de última instancia" de las carteras "pesadas" de instituciones con problemas de solvencia.

A partir del lunes 17 de marzo de 2008, cuando se conoció la noticia del rescate de la firma Bear Stearns orquestado por la FED, la situación de los mercados financieros internacionales comenzó gradualmente a mejorar. Así, se observó que:

- i) Los mercados accionarios tuvieron una firme recuperación, confirmando básicamente la hipótesis de la formación de un “doble piso” en los niveles del 22 de Enero y del 17 de marzo de 2008.
- ii) La reducción de la aversión al riesgo llevó al comienzo de la normalización de las tasas de interés en el mercado de bonos, y a una fuerte caída del precio del oro.
- iii) El dólar mostró una recuperación en los mercados cambiarios internacionales.
- iv) Luego de una importante caída inicial, los precios de las materias primas volvieron a recuperarse.

En los países europeos y Japón también se dispusieron medidas por los bancos centrales para inyectar liquidez a los mercados.

En cuanto a la segunda línea de inyección de liquidez, la FED pone en marcha el 7 de octubre de 2008, conocido como *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) con el fin de lograr un mayor movimiento al mercado de crédito a través de estas facilidades de liquidez.

Asimismo en octubre de 2008 la FED autorizó la *Money Markets Investor Funding Facilities* (MMIFF), con el fin de proveer de liquidez a los inversores en el segmento de *Money Markets*.

Con respecto a la tercera línea de acción con miras a ampliar la liquidez del mercado, el 20 de marzo de 2009 la FED anunció su compromiso de comprar 300 millones de dólares en bonos del tesoro americano y amplió la posibilidad de comprar 750 millones de dólares adicionales de *mortgage backed securities*.

b) Departamento del Tesoro

El primer instrumento utilizado por el Departamento del Tesoro, fue el llamado TARP (*Troubled Asset Relief Program*). El mismo impulsado a partir del 19 de setiembre por el Presidente Bush y el secretario del Tesoro Henry Paulson con dirección al Congreso era un Plan Global por U\$S 700 billones, en principio destinado a la compra de “activos tóxicos” que integraban los activos de los bancos. Luego de numerosos cabildeos, marchas y contramarchas se aprobó el 3 de octubre el plan, pero también destinándose fondos también para capitalizar bancos para capitalizar bancos. La inyección de capital en los bancos autorizada por el TARP, fue en una primera instancia de 250 billones de dólares de los cuales aproximadamente la mitad se destino a los siete bancos más importantes de USA, que fueron el Citigroup, Bank of America, JPMorgan Chase, Bank of New York Mellon, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Wells Fargo.

En ese paquete legislativo asimismo se incluyeron recortes impositivos a las familias por un monto cercano a los U\$S 170 billones.

Por otra parte se incrementó el límite de seguro de depósitos de 100.000 a 250.000 dólares. Posteriormente el Tesoro anunciaría la garantía estatal total para los depósitos en cuenta corriente.

El Tesoro asimismo, el 8 de setiembre de 2008 interviene las importantes agencias federales Fannie Mae y Freddie Mac autorizando aportes hasta 400 billones de dólares. *Sorpresivamente y en lo que sería uno de los errores mayores de la conducción de esta crisis por parte de las autoridades estadounidenses, el 15 de setiembre se deja caer el banco de inversión Lehman Brothers, de mucho mayor porte que el salvado Bearn Stern*. Este error junto a otros produciría un quiebre aún no recuperado en la confianza de los inversores y el público en general estadounidense.

Concomitantemente, el 17 de setiembre de 2008 la FED, mediante préstamos, rescataría a la más importante aseguradora, la AIG (*American International Group*) a efectos de evitar su quiebra que era inminente.

Ya bajo la presidencia del Sr. Obama el Congreso en febrero de 2009 aprueba un paquete de estímulo fiscal primordialmente 787 billones de dólares, que se destinaría en gran medida al estímulo al crecimiento, cuyo nombre oficial es *American Recovery and Reinvestment Act*.

En marzo de 2009 el nuevo secretario del Tesoro Timothy Geithner anuncia su plan para la recuperación de la solvencia de los bancos y así asegurar el regreso de los mismos a los mercados crediticios y proveer liquidez para el funcionamiento de la economía. El plan llamado *Public-Private Investment Program* se destinará a la comparación de activos de los bancos, activos vinculados a bienes raíces.

En palabras del Secretario Geithner “los bancos tendrán la habilidad de hacer paquetes de préstamos en base a su destino y los inversores competirán en sus habilidades para comprar esos fondos y teniendo la posibilidad de tomar ventaja del financiamiento provisto por el gobierno”.

El programa gubernamental de apoyo de financiamiento que en una primera etapa llega a 500 billones de dólares, tiene un límite de 1 trillón de dólares.

El plan busca resolver uno de los problemas más críticos de los activos tóxicos, que es cuál es su verdadero valor de esos activos tóxicos. En este caso los riesgos de los contribuyentes van acompañados de los del sector privado, y asimismo el sector privado fijará el valor de los activos a adquirir en este programa protegiendo así al gobierno de hacer pagos excesivos o sobrepagar la compra de un activo.

c) *Federal Deposit Insurance Corporation*

Uno de los papeles más importantes es el de financiar el *Public-Private Investment Program*, hasta 500 billones de dólares, unido al clásico de este instituto como son las garantías de liquidez de los depósitos.

d) *Department of Housing and Urban Development*

A través del programa aprobado por el Congreso conocido como *Hope for Homeowners*, operado por la *Federal Housing Administration* (FHA) que está efectivo desde el 11 de octubre de 2008 hasta el 30 de setiembre de 2011, dispuso de 300 billones de dólares para auxiliar a aquellos propietarios que están en riesgo de entrar en incumplimientos y tener la posibilidad de obtener refinanciamientos que sean sostenibles.

Hemos expuesto las principales políticas instauradas al tiempo de que se escribe este trabajo. A fines de marzo un relevamiento de las cifras que el gobierno de los Estados Unidos y la Reserva Federal habían gastado, prestado o comprometido en las políticas reseñadas, llegaba a 12.8 trillones como límite de los mismos y a 4.2 trillones ya utilizados. Cabe recordar que el PIB de los Estados Unidos durante 2008 fue de 14.2 trillones de dólares.

El cuadro en la figura 14 aporta un detalle de las cifras expuestas distinguiendo entre los distintos organismos que hemos presentado y que han actuado en las políticas implementadas.

Existieron otras medidas, éstas ya de carácter contable, de dudosa competencia de las mismas, que flexibilizaron las políticas contables.

En los Estados Unidos, hay quienes argumentan que las disposiciones del SFAS 157-Valor razonable fueron un ingrediente que potenció la crisis financiera comenzada en el año 2008. Esta idea, que llegó incluso al Congreso de los Estados Unidos, se basa en que el mandato de valorar los activos a través de su cotización de mercado (*input* nivel 1 según la norma) provoca, en tiempos de crisis, un espiral de pérdidas, principalmente en las instituciones financieras. En una época de desconfianza en los valores de inversión, la oferta supera la demanda por lo que la cotización baja. Esto provoca pérdidas en los inversores, las cuales incrementan la desconfianza en los valores emitidos por ellos. El Congreso de los Estados Unidos solicitó un estudio a la SEC (*Securities and Exchange Commission*) sobre las normas contables, especialmente el SFAS 157, y su impacto en

la crisis. Este movimiento alarmó al FASB (*Financial Accounting Standards Board*) ante una posible pérdida de autonomía.

Figura 14

	Montos (Billones de dólares estadounidenses)	
	Límites	Utilizados
Total	\$12,798.14	\$4,169.71
Federal Reserve Total	\$7,765.64	\$1,678.71
Primary Credit Discount	\$110.74	\$61.31
Secondary Credit	\$0.19	\$1.00
Primary dealer and others	\$147.00	\$20.18
ABCP Liquidity	\$152.11	\$6.85
AIG Credit	\$60.00	\$43.19
Net Portfolio CP Funding	\$1,800.00	\$241.31
Maiden Lane (Bear Sterns)	\$29.50	\$28.82
Maiden Lane II (AIG)	\$22.50	\$18.54
Maiden Lane III (AIG)	\$30.00	\$24.04
Term Securities Lending	\$250.00	\$88.55
Term Auction Facility	\$900.00	\$468.59
Securities lending overnight	\$10.00	\$4.41
Term Asset-Backed Loan Facility	\$900.00	\$4.71
Currency Swaps/Other Assets	\$606.00	\$377.87
MMIFF	\$540.00	\$0.00
GSE Debt Purchases	\$600.00	\$50.39
GSE Mortgage-Backed Securities	\$1,000.00	\$236.16
Citigroup Bailout Fed Portion	\$220.40	\$0.00
Bank of America Bailout	\$87.20	\$0.00
Commitment to But Treasuries	\$300.00	\$7.50
FDIC Total	\$2,038.50	\$357.50
Public-Private Investmet*	\$500.00	\$0.00
FDIC Liquidity Guarantees	\$1,400.00	\$316.50
GE	\$126.00	\$41.00
Citigroup Bailout FDIC	\$10.00	\$0.00
Bank of America Bailout FDIC	\$2.50	\$0.00
Treasury Total	\$2,694.00	\$1,833.50
TARP	\$700.00	\$599.50
Tax Break for Banks	\$29.00	\$29.00
Stimulus Package (Bush)	\$168.00	\$168.00
Stimulus II (Obama)	\$787.00	\$787.00
Treasury Exchange Stabilization	\$50.00	\$50.00
Student Loan Purchases	\$60.00	\$0.00
Support for Fannie/Freddie	\$400.00	\$200.00
Line of Credit for FDIC*	\$500.00	\$0.00
HUB Total	\$300.00	\$300.00
Hope for Homeowners FHA	\$300.00	\$300.00

Luego de varias discusiones, el FASB zanjó las diferencias, y clarificó las dudas de los contadores, mediante la emisión de el FSP FAS 157-4 (*FASB Staff Position*) en Abril de 2009 en la que se reafirma el concepto del valor razonable definido por el SFAS 157, pero se explicita que, en tiempos de anomalías en el mercado, la cotización pública no necesariamente es la mejor manera de determinar el valor razonable, definido por la norma como “el precio recibido por vender un activo, o pagado para transferir una deuda, en una transacción ordinaria entre participantes del mercado”.

1.4 La crítica de Taylor

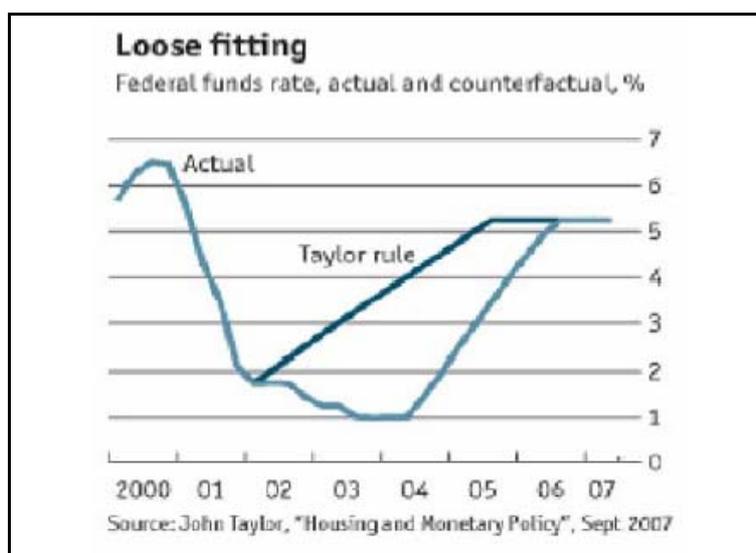
John B. Taylor ha efectuado una fuerte crítica a la estrategia de las políticas implementadas para paliar la crisis en particular las se refieren a la política monetaria. En un reciente artículo Taylor (2009c) sostiene que la política implementada en materia monetaria es la “causa de la crisis financiera”.

La fuerte suba de las tasas en los mercados monetarios en agosto de 2007, ya referenciadas, no se deben a un problema de falta de liquidez sino a un problema de riesgos de las contrapartes. El gobierno -según Taylor- se equivoca en el diagnóstico, las tasas suben no por un problema de escasez de liquidez sino por el otro riesgo mencionado. Al equivocarse en el diagnóstico, se equivoca también en la terapia, operando sobre una laxitud en la política monetaria, en particular reduciendo de interés objetivo de los fondos federales lo que ha hecho la FED ha sido, según sus propias palabras “causar, prolongar y dramáticamente empeorar la crisis”.

Su opinión, expuesta más formalmente en Taylor (2009a y 2009b), hace referencia a la violación de la regla que lleva su nombre. Este mismo enfoque fue analizado por *The Economist* (2007) en donde se sostiene que las autoridades estadounidenses se separaron fuertemente de la regla de Taylor, expandiendo la liquidez y al no tener los bancos operaciones rentables, fomento que estos se encaminaran hacia nuevos productos financieros, innovadores y opacos que tuvieron a la securitización y a la burbuja inmobiliaria como ejes del tramo final de la crisis.

La figura 15 muestra la evolución de la tasa de descuento impulsada y la que hubiera sido la que conforme a la regla de Taylor debería haber sido la prevaleciente.

Figura 15



La regla de Taylor como se le conoce en economía fue expuesta por Taylor (1993) y siguiendo la nomenclatura del autor tiene la siguiente expresión:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2$$

donde:

r es la tasa de los fondos federales

p es la tasa de inflación en los últimos cuatro trimestres
y es el porcentaje de desviación del PIB real sobre el PIB objetivo

Seguendo al autor, y es $100(Y - Y^*)/Y^*$ siendo Y el PIB real e Y^* el PIB real tendencial, que en el caso de las investigaciones del autor es el 2.2% anual.

Conforme a la regla de Taylor si la tasa de inflación supera el 2% así como si el PIB real crece por encima del 2.2%, la tasa de los fondos federales debería subir. Lo que es decir que si la tasa de fondos federales es del 4% ella tiene implícita un 2% de tasa real y si el PIB real está alineado con su tendencial.

Según las investigaciones de Taylor, la tasa real de “equilibrio” del 2% y la tasa *steadystate* de crecimiento del 2.2% anual están asociadas positivamente en alto grado.

En términos quizás más sencillos si la tasa de inflación sube por encima del 2% o si el nivel de actividad tiene una tasa de crecimiento por encima de su nivel tendencial, que suele asociarse al nivel potencial, la tasa de interés de los fondos federales debería aumentarse.

Conforme a la opinión de Taylor, la tasa de interés no siguió esta regla y estuvo por debajo como lo muestra la figura 15, lo que causó una expansión monetaria que está en la raíz de la causalidad de la crisis actual.

Nosotros nos afiliamos a la idea que la política monetaria expansiva seguida en Estados Unidos por lo menos en los años 2000 a 2004 están en la base de la explicación de la crisis, pero como se vio en secciones previas, han existido además otros elementos que influyeron en tan penoso desenlace.

1.5 De Wall Street a Main Street

La crisis financiera que, como se vio comenzó a gestarse a comienzos de la década y que detonó en agosto de 2007 con un estrangulamiento del *modelo “originate to distribute”*, desembocó en un severo deterioro de la situación tanto sea de liquidez como de solvencia en numerosas instituciones financieras, afectándolas, como es natural, con distinto grado.

Esta afectación de las instituciones financieras provocó el conocido como “*credit crunch*” materializado por una caída abrupta del crédito al sector real de la economía.

Estas manifestaciones financieras de la crisis, quedan mejor explicadas cuando se observa la evolución del precio de las viviendas en los Estados Unidos (esta situación se dio similarmente en la zona Euro y otros países industrializados). La figura 17 que continúa ilustra la caída en USA del precio de las viviendas conforme al índice *de Case Shiller*. De un nivel de 206 a junio de 2006, desciende a 143 a febrero de 2009.

Por su parte, la ya referenciada evolución de las bolsas y de las viviendas, ocasionó una severa caída de la riqueza neta de las familias en los Estados Unidos, tal como lo muestra la figura 16.

Esta caída del crédito llevó a una severa contracción por su parte del nivel del gasto personal, esto es el consumo se retrajo con su correspondiente y natural correlato en el aumento del ahorro, lo que se aprecia en las figuras 18 y 19.

De esta forma se empieza a trasladar a la actividad real las repercusiones de la crisis que se originó inicialmente en el sector financiero.

Los gráficos que continúan ilustran sobre la pronunciada caída del nivel de actividad, representado por el PIB. A los efectos de mayor comprensión de la amplitud del fenómeno, se exponen la evolución reciente del PIB de USA (Figura 20), la zona Euro (Figura 21), Japón (Figura 22), el Reino Unido (Figura 23). Éstas están expresadas en variación trimestral anualizada. Se advierte un comportamiento similar en cuanto a la evolución. Así el PIB de USA cayó en forma anualizada un 6.1% en el primer trimestre del 2009. El área Euro tuvo una disminución de su PIB anualizado similar durante el último trimestre del 2008, y así sucesivamente en los demás casos.

Figura 16

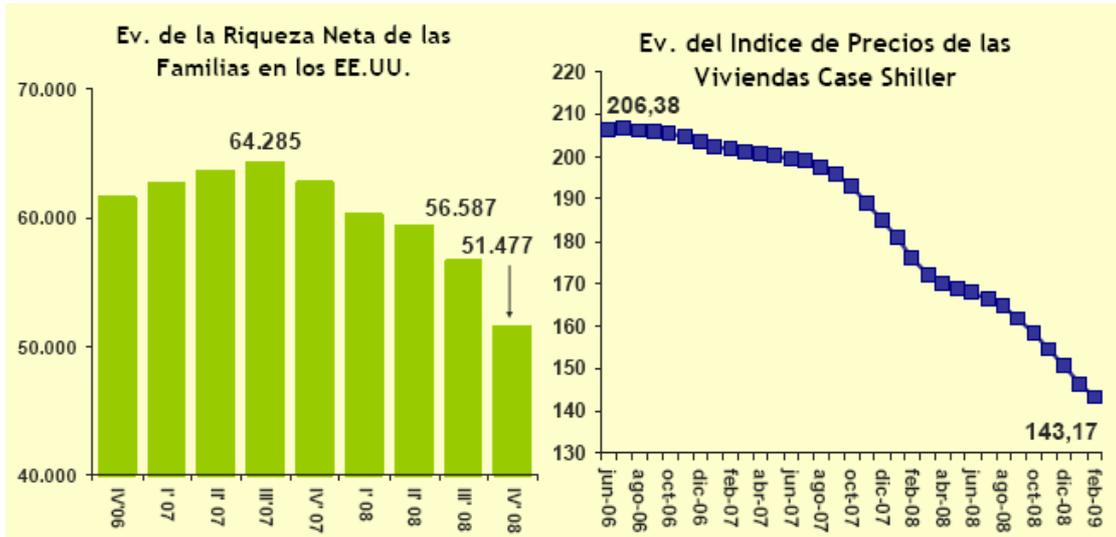


Figura 17

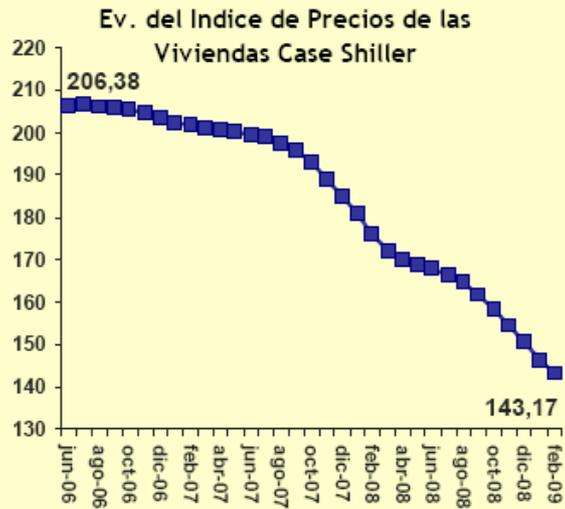


Figura 18

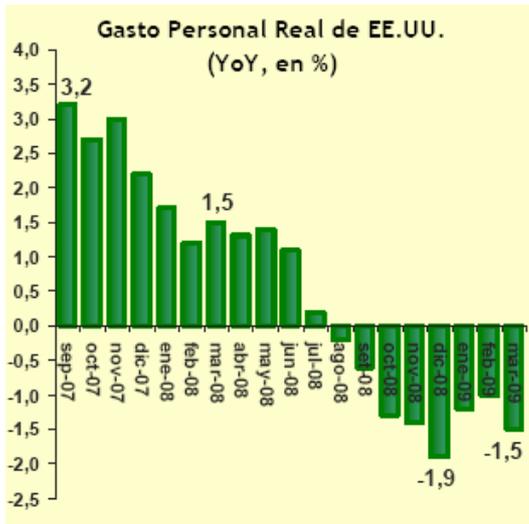


Figura 19

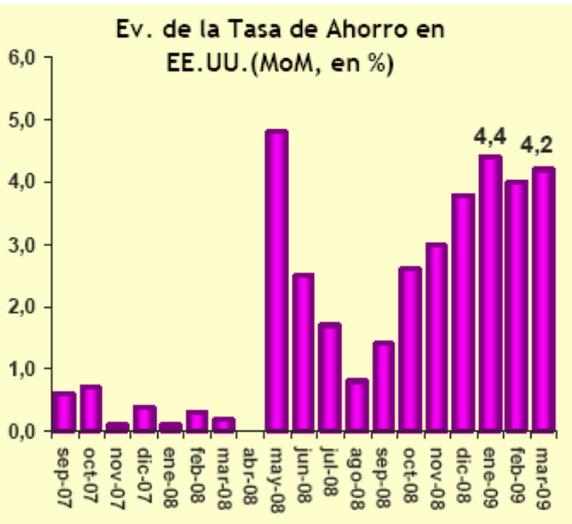


Figura 20

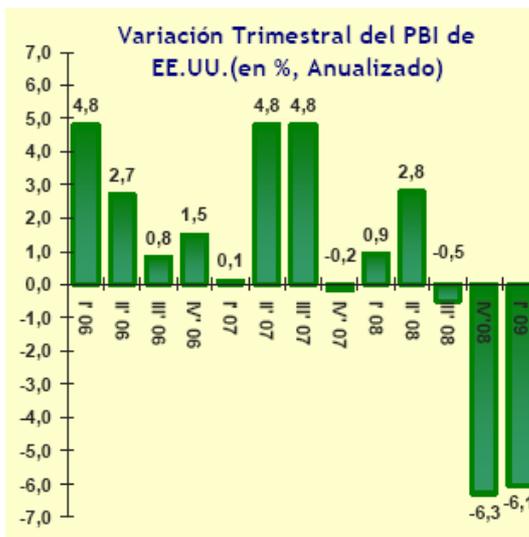


Figura 21

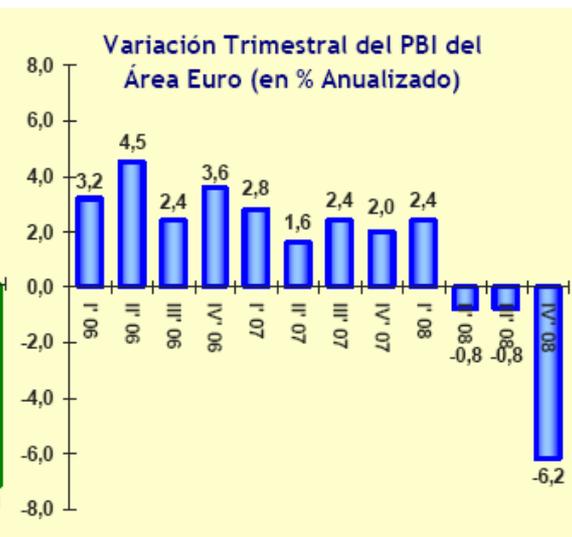


Figura 22

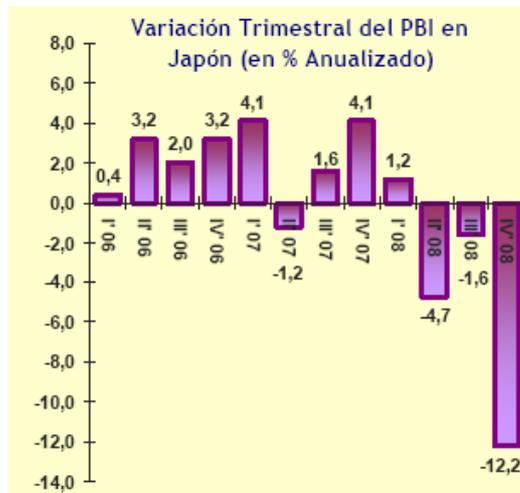
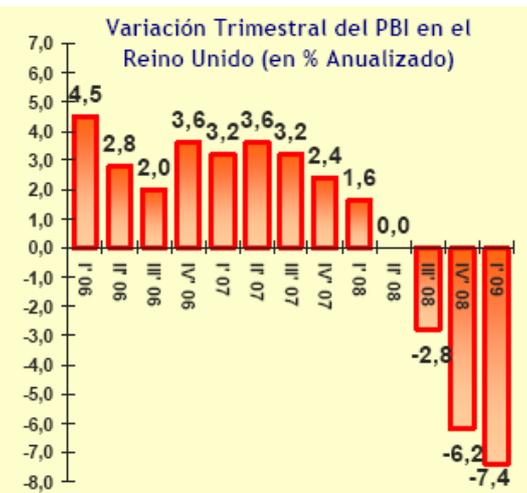


Figura 23



El caso de China e India, si bien disminuyeron su ritmo de crecimiento no han llegado a niveles negativos, sino que han sido ampliamente positivos aunque menores que el año anterior. Las figuras 24 y 25 muestran ambos casos en su variación interanual esto es trimestre de un año contra trimestre del año anterior.

Figura 24

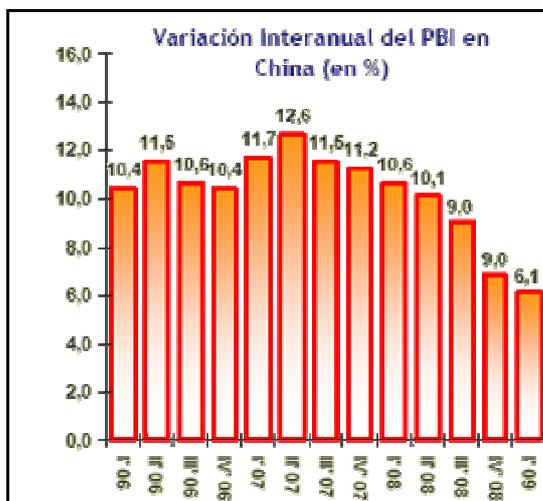
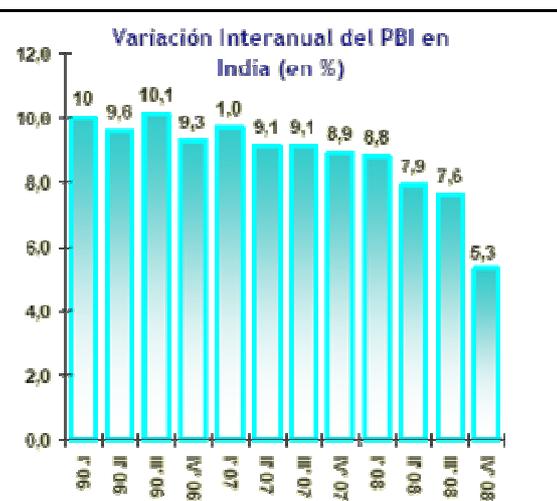


Figura 25



Las ventas minoristas siguen un ligero deterioro en tanto que la inversión en ventas creció lentamente (Figuras 26 y 27).

Asimismo los préstamos bancarios en China vienen creciendo considerablemente como queda expuesto en la gráfica de la Figura 28, concomitantemente con una caída en la evolución de las tasas de interés (Figura 29).

Nos ha parecido del mayor interés señalar este diverso comportamiento de la economía China y también India, con respecto a las economías desarrolladas por la importancia que tendrán en el desempeño de la economía mundial en 2009 y en las proyecciones para 2010.

El cuadro en la figura 30, que representa la proyección de “consenso oficial” del FMI, BM y OECD, muestra que la economía mundial en 2009 decrecerá en gran medida por la caída de 3.8% de las economías avanzadas, que no pudo ser superado por el 1,6 % que han crecido las economías emergentes y subdesarrolladas.

Figura 26



Figura 27

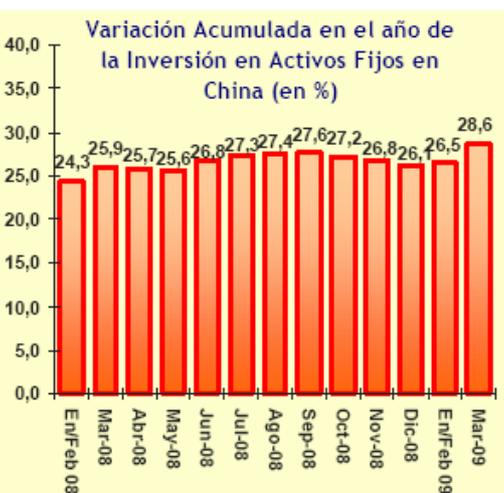


Figura 28



Figura 29



Figura 30

	Enero 2009		Abril 2009	
	2009	2010	2009	2010
Mundo	0.5	3.0	-1.3	1.9
Economías Avanzadas	-2.0	1.1	-3.8	0.0
USA	-1.6	1.6	-2.8	0.0
Alemania	2.5	0.1	-5.6	-1.0
Francia	-1.9	0.7	-3.0	0.4
Italia	-2.1	-0.1	-4.4	-0.4
España	-1.7	-0.1	-3.0	-0.7
Países Emergentes y subdesarrollados	3.3	5.0	1.6	4.0
China	6.7	8.0	6.5	7.5
India	5.1	6.5	4.5	5.6
Brasil	1.8	3.5	-1.3	2.2
México	-0.3	2.1	-3.7	1.0

Fuente: IMF, World Economic Outlook, April 2009

Para 2010 se espera un crecimiento de la economía mundial del 1.9 %, dado que China se espera crecerá en torno al 7.5%, en tanto que las economías avanzadas permanecerán estancadas. Esta caída del nivel de actividad ha producido un aumento del desempleo, que en USA llegaba a marzo de 2009 al 8.5%. Las gráficas que continúan muestran la evolución del desempleo en número de personas mes a mes (Figura 31) y en porcentajes (Figura 32).

Figura 31

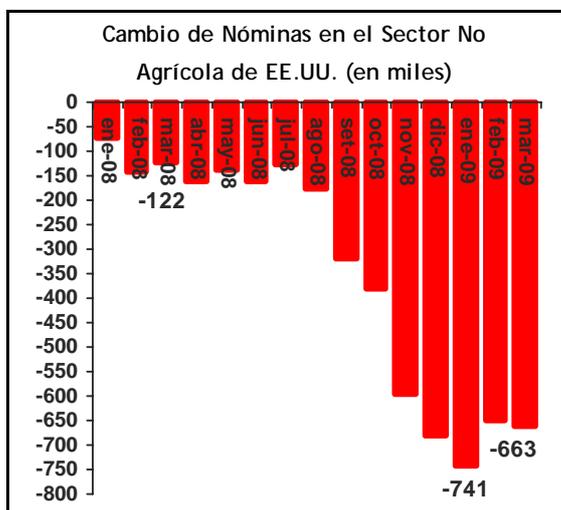
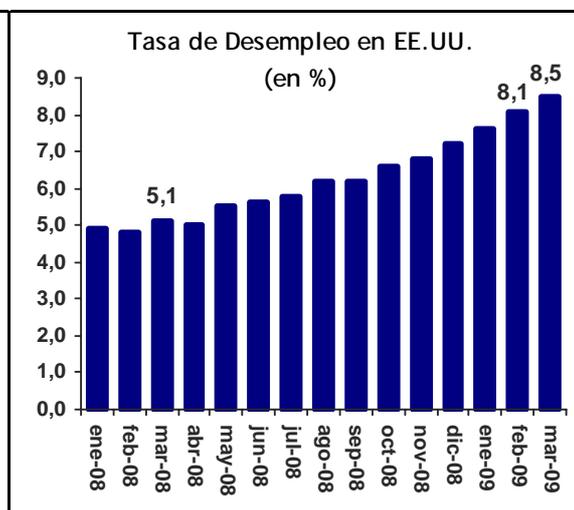


Figura 32



La acentuación del deterioro del nivel de la economía real se viene produciendo por varias causas, entre ellas:

- *Deleveraging* de los consumidores (pagando deudas) liderando una disminución del consumo.
- *Deleveraging* de empresas, liderando decrecimientos de inversiones.
- Reducción de la oferta y demanda de crédito aún para aquellos que quieran hacerlo.
- Continuación de la caída de precios de los bienes raíces.

Esta declinación real se da en una crisis peculiar en donde domina una especial preocupación por la solvencia bancaria que lleva a una caída del crédito y una probable ola de incumplimientos y reestructuraciones de deudas en USA y el mundo por un par de años. Difícil de evitar y constituye la mayor razón por la cual esta recuperación será más lenta que en otras recesiones.

En suma, la crisis que comienza en el sistema financiero en 2007 termina afectando severamente a la economía real ya sea en su nivel de actividad como de empleo, conformando lo que el ex Chairman de la Reserva Federal y actual asesor del presidente Obama, Paul Volcker denominó como la “Gran Recesión del 2008”

2. El centro del huracán: Ruptura de la confianza

2.1 La crisis, la administración Bush y la pérdida de la confianza

a) Crisis: catástrofe anunciada

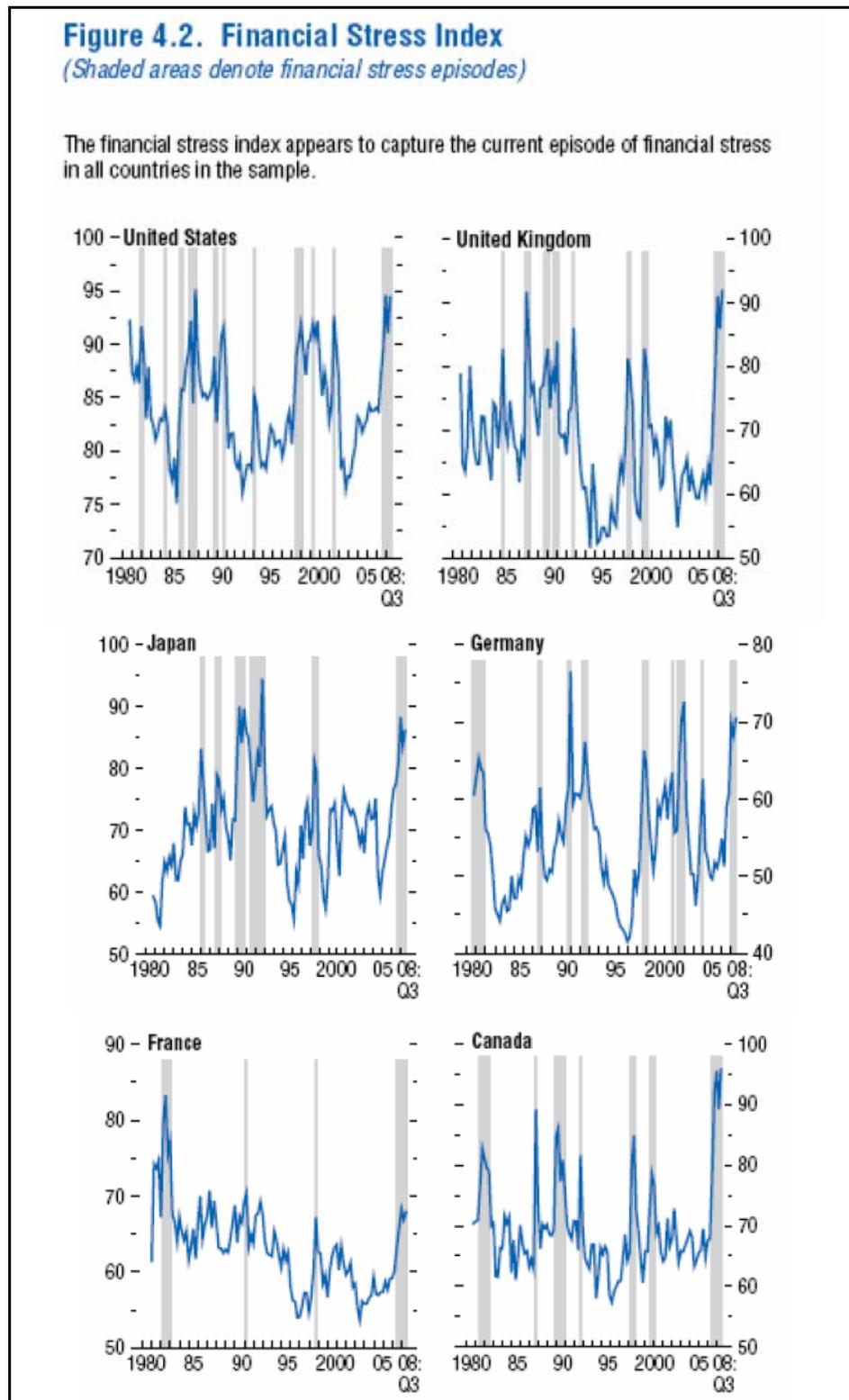
El Fondo Monetario Internacional, elabora el *Financial Stress Index* (FSI). El FSI es un índice promedio ponderado en igual varianza de siete variables fundamentales. Estas son: el β del sector bancario, el *TED spread*, el spread de plazos invertido (tasas de corto plazo del gobierno menos tasas de largo plazo del gobierno), el spread de bonos corporativos, la declinación de las acciones, la volatilidad GARCH (1,1) del índice global del mercado de acciones y la volatilidad

GARCH (1,1) de la tasa de cambio mal efectiva. El FSI es un índice que ha mostrado su capacidad de representar la situación de los mercados financieros.

En la figura 33 mostramos la evolución del FSI para Estados Unidos donde se aprecia su crecimiento durante la crisis financiera actual. Y para el Reino Unido, Japón, Alemania, Francia y Canadá.

La actual crisis era una catástrofe anunciada por indicadores serios como el FSI. A ello se unirán las opiniones de *policymakers* así como de la academia economía.

Figura 33



b) Crisis: la opinión de los policymakers

Distintos *policymakers* habían puesto ya el acento en la aproximación a la crisis. En 2005 Ben S. Bernanke, siendo presidente del Consejo de Asesores Económicos señalaba: “Los precios de las viviendas han crecido cerca del 25% en los últimos dos años. Más allá de la actividad especulativa que ello implica, refleja los fundamentos sólidos económicos...”

Alan Greenspan (2007), señalaba que “debería decirle a la audiencia que lo que estamos enfrentando no es una burbuja sino focos de espuma en pequeñas burbujas locales que nunca crecerán a una escala que afectara la salud de la economía en su conjunto”. Ya, en medio de la realidad, en marzo de 2008, reconocía al *Financial Times* que realmente había existido una “euforia” y una “fiebre especulativa”.

En general, una lectura atenta de su autobiografía, pone de relieve que Greenspan, no prestó demasiada atención a la existencia de burbujas. Sorprende, en todo caso su actitud. Se trata de un experimentado gobernante, que fuera presidente de la FED desde 1987 a 2006, que ya había señalado en 1996 su famosa frase de la **exuberancia irracional** en plena burbuja de los *dot com* estableciendo en su intervención del 5 de diciembre de 1996: “...una **exuberancia irracional** en forma no prevista está produciendo una escalada de valores de activos la cual resultará sujeta a prolongadas contracciones” (05/12/96).

Así como en 2002, acuña su expresión, la **codicia contagiosa**, cuando estableció que “una **codicia contagiosa** parece haber apresado a nuestra comunidad de negocios”.

En este caso Greenspan efectuó una advertencia acerca del Gobierno Corporativo de las empresas así como a los CEO y altos directivos de las mismas.

No deja de sorprender entonces que tan experimentado servidor público, hubiera tenido una actitud aparentemente prescindente a esta última burbuja y, asimismo que dejara su cargo poco tiempo antes de que la crisis explotara.

c) La crisis: La opinión de la academia económica

No sería posible abarcar siquiera buena parte de la opinión de la academia económica acerca de la crisis. En tal caso, hemos pensado importante repasar algunas calificadas opiniones.

En la base de las teorías imperantes para el que el funcionamiento de los mercados financieros está un hombre, el *homo economicus*, de perfecta racionalidad, omnisciente, maximizador, optimizador. La teoría neoclásica ha hecho avances importantes bajo ese supuesto. Empero, la aparición de numerosas anomalías en la predicción de los modelos basados en ese supuesto, dentro de los cuales la presente crisis es un ejemplo tan dramático como elocuente, ha llevado a ir incorporando el aporte de la psicología a la trama de divisores económicos, de forma que ésta explique en forma más adecuada la realidad. El grado de anomalías encontradas en los modelos que utilizan el *homo economicus* es de tal entidad que ha llevado a Daniel McFadden a señalar “el hombre de Chicago es una especie en extinción”. Cada vez gana más terreno una rama de la economía, la *behavioural economics keynes* y los “*animal spirits*”.

John M. Keynes, en su *Magnum Opus* de 1936, pone en el centro de la explicación del ciclo económico a los *animal spirits*. Keynes fue un hombre culto y la idea de *animal spirits* tiene que ver con el estado del alma. *Animal*, Keynes lo trae del latín “ánima” o sea, alma. Desafortunadamente, versiones más superficiales de sus palabras lo suelen, erróneamente, referir como los instintos animales de los individuos.

Vale la pena mostrar las palabras del propio Keynes acuñando su famosa expresión. Keynes señala:

“Más aún, probablemente de nuestras decisiones positivas, aquellas que permanecerán por muchos días por venir, pueden solo ser tomadas como el resultado de los ***animal spirits*** -un espontáneo ánimo de acción mucho más que de inacción-, y no el resultado del promedio ponderado de beneficios cuantitativos multiplicado por probabilidades cuantitativas” (énfasis nuestro)

d) Akerlof y Shiller recrean los “*animal spirits*” de Keynes

Ya hemos hecho referencia a las ideas de J. M. Keynes acerca de los “*animal spirits*” y el re-creo de sus ideas que hacen, más recientemente, G. Akerlof y R. Shiller (2009) que aparecen de la mayor importancia. Para ellos, “la economía debe tomar en cuenta como realmente la gente funciona cuando se advierte que son **seres humanos**” (énfasis nuestro).

Y continúan: “la ignorancia de cómo la economía realmente funciona ha llevado a este estado de caos, quiebre de los mercados de crédito y colapso de la economía real”. En esta sección, se profundizan las ideas acerca de la importancia que ellas tienen a la hora de explicar las causas de una crisis como la que estamos viviendo.

Akerlof y Shiller abordan, en severa crítica, a las predominantes teorías neoclásicas con algunas de sus proposiciones como las expectativas racionales y sus corolarios tal como el caso de la teoría de los mercados eficientes y cierran su pensamiento en “cómo la teoría macroeconómica debe responder”. A estos efectos, señalan en su crítica que el esfuerzo de la economía en ganar en cientificismo, ha puesto el énfasis en centrar en un hombre perfectamente racional. Ello ha llevado -conforme a los autores- a permanentemente equivocarse en prever las crisis económicas.

El caso que nos ocupa en este trabajo no escapa a la teoría de Akerlof y Shiller. En sus propias palabras, los autores señalan que “Nosotros creemos que nuestra descripción de cómo la economía realmente funciona encaja bien en los distintos ciclos económicos no solo en la actual”. En realidad, siguiendo a los autores “estamos frente a un sesgo colectivo de sobreconfianza que llevó a hacer un crecimiento de burbujas, los que luego serían seguidos por un agudo sesgo de subconfianza. Todo esto está muy lejos de las expectativas racionales y del hombre perfectamente racional, más allá de los aportes que estas aproximaciones puedan haber hecho a la ciencia económica. Sin embargo, no parecen suficientes. Estos sesgos de sobreconfianza se asentaron en los precios de las viviendas suponiendo que ellas nunca bajarían, que solo les quedaba un camino, crecer de valor.”

La tesis central de Akerlof y Shiller a partir de las ideas de Keynes es que “la solución de nuestros problemas económicos solo pueden ser alcanzada, si prestamos seria atención tanto sea en nuestro pensamiento como en nuestras políticas a los “*animal spirits*””. Y, esos *animal spirits* -según los autores- se ven en este caso impregnados de falta de “confianza, corrupción, mala fe y ausencia de equidad en los negocios”.

Probablemente esas enormes cifras comprometidas e invertidas en solucionar esta crisis, no estén teniendo el efecto esperado debido a que existe una fuerte caída de los “*animal spirits*”. Los “*animal spirits*” no solo deben constreñirse en su contenido al componente confianza de hacer negocios o de los consumidores.

Es mucho más. Es sentido de confiar (*trust*) que tenemos en el otro, sentido de imparcialidad y justicia en los acuerdos económicos, sentido de la extensión de la corrupción y la mala fe.

Cuando los “*animal spirits*” están en retroceso, los consumidores no tienen deseo de gastar, las empresas no tienen deseos de invertir ni crear empleo.

Los “*animal spirits*” pueden explicar buena parte de las fluctuaciones económicas, y por tanto, de las crisis. Se fue muy lejos con las “expectativas racionales” y la eficiencia de los mercados.

Hubo fallas al ignorar el advenimiento de una crisis, y se han excluido del análisis la confianza, la parcialidad, la corrupción.

El cuadro que continúa muestra por una parte los motivos de los agentes económicos que podrían ser económicos y no económicos, cruzándolos con respuestas que fueran ya sea de racionalidad perfecta o de racionalidad acotada.

Akerlof y Shiller estiman que la corriente neoclásica se ha concentrado en sus modelos en uno solo de los cuadrados presentados, esto es, en aquel que solo maneja motivos económicos y respuestas racionales a los mismos.

Respuestas Motivos	Racional	Racional acotada
Económico	Modelos corrientes	?
No económico	?	?

La moderna economía, por el contrario, viene trabajando en forma intensa en los tres cuadrados vacíos. Dentro de ellos está la *behavioural economics*, corriente a la que los autores están afiliados.

2.2 La crisis: ruptura de la confianza

El manejo de la crisis por parte de las autoridades competentes en sus primeras etapas y en su apogeo de 2008, estuvo signada por un conjunto de hechos que quebraron severamente la confianza pública, lo que se extendió rápidamente hacia los mercados y los consumidores. Entre los hechos más destacables a nuestro juicio están:

a) *El mayor error: llegar tarde*

Las finanzas tienen tiempos propios, que son bien diferentes de otras disciplinas como la biología o la astronomía. Los tiempos en finanzas son veloces, y su no comprensión acarrea habitualmente efectos fulminantes. El caso de la crisis que nos ocupa es uno de los más claros que conocimos por falta de previsión.

El llegar tarde fue el primer y terminante error. La capacidad de anticiparse a problemas tan graves es una de las características que distinguen a los gobiernos competentes de los no competentes. Siendo el fenómeno del *subprime* ya referenciado conocido por todos, señalado por indicadores, es sorprendente que no se hayan anticipado a las medidas. La autorregulación de los mercados, está conducida por hombres que como el propio Greenspan señaló con frecuencia una “exhuberancia irracional” así como están embaídos de una “codicia contagiosa”. En esta crisis, claramente predecible se dejó venir encima, en una completa falta de profesionalidad y visión política que sorprende más en una nación que es una potencia mundial.

b) *Otro error: titubeos y contradicciones*

Sorprende también que una crisis de este porte no tuviera las menores previsiones, que no estaban articuladas medidas básicas a adoptar y menos aún las políticas a seguir. Nuestra experiencia pone a la luz, conducciones mucho más ordenadas en países latinoamericanos, con menos recursos de toda índole. Un sesgo cognitivo a escala nacional de sobreconfianza se instaló en Estados Unidos de América.

Al estallar la crisis, nuestra sensación como analistas es que la improvisación, la falta de liderazgo para conducir esta tormenta financiera, problemas éticos en la conducción de las organizaciones que fueron apareciendo y sorprendiendo aún a los más vinculados a estos temas y la falta de una teoría clara de cómo manejarse en una crisis sistémica, la economía más grande del planeta, terminó por minar dramáticamente la confianza pública.

Los titubeos y zigzagueantes políticas acrecentaron el miedo, llegando al estadio de pánico. Se evita la caída de Bearn Stern, se salva a los gigantes Fannie Mae y Freddie Mac y a AIG y se deja, sin embargo, quebrar a Lehman Brothers -posiblemente el mayor error puntual de todo este proceso-, se envían al Congreso americano ideas preliminares para comprar activos “tóxicos” de los bancos y, termina en una ley capitalizándolos.

Este conjunto de acciones, llevado adelante por un gobierno débil en términos de popularidad y en medio de un proceso electoral, fueron evolucionando entre la improvisación y los errores.

c) La caída de la confianza

En este contexto de conducción como el descrito, con consumidores que perdían sus casas, sus empleos, veían disminuir su salario real, jubilados que veían menguar sus recursos al perder buena parte de las inversiones en la bolsa, desembocaron en una **drástica caída de la confianza**. Más adelante se analizará el tema de la confianza con mayor profundidad.

Los indicadores de confianza de los consumidores llevados a cabo por la Universidad de Michigan, el *Conference Board Consumer Confidence* para el caso de Estados Unidos, expuestos en las figuras 34 y 35 y la presentada en la figura 36 que muestra el indicador de confianza de consumidores y empresarios elaborado por el instituto IFO de Alemania, muestran una clara indicación del fenómeno de caída de la confianza.

Figura 34

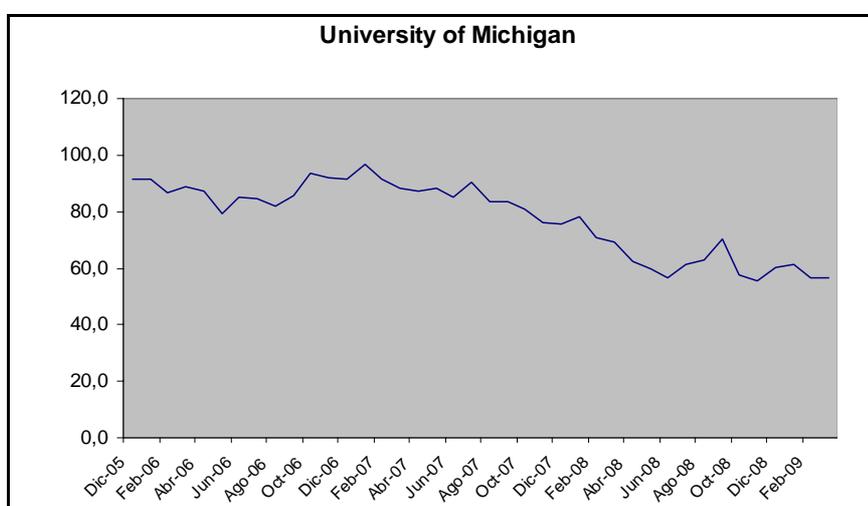
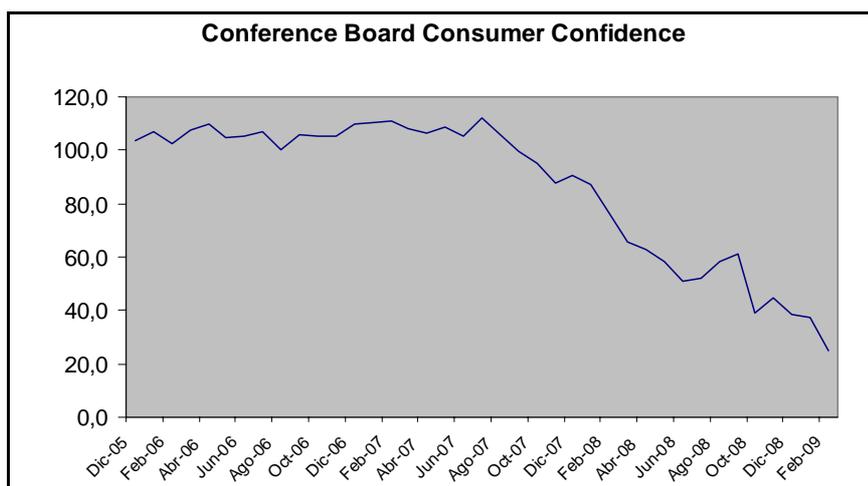


Figura 35

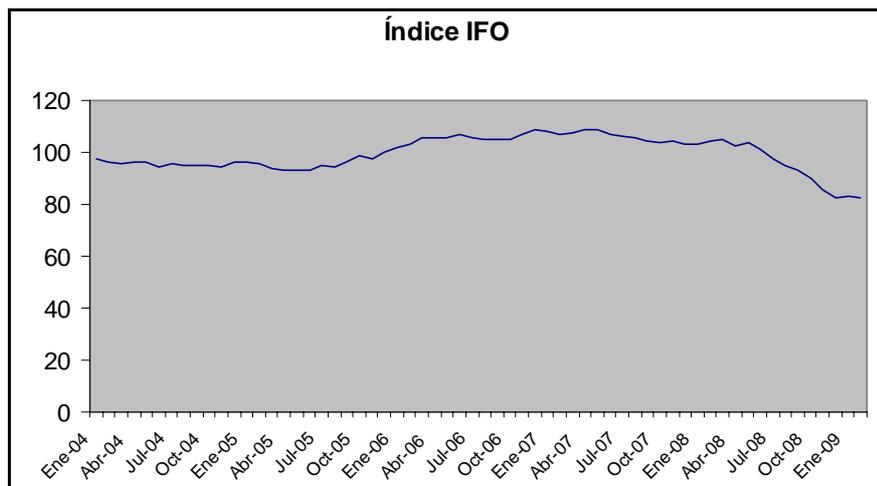


Este fenómeno de caída de la confianza ha sido resaltado por destacados economistas.

Así, A. Michael Spence (2008) en sus *“Lessons from this crisis”* destaca que las instituciones financieras requieren recuperar confianza.

Enrique V. Iglesias (2009), por su parte enfatiza: “El problema central del mundo de hoy es la gran erosión de la confianza a todos los niveles de sociedad y de los actores económicos.”

Figura 36



Joseph Stiglitz (2008) en *The Guardian* señaló en su artículo “A crisis of confidence” que “todos coinciden en la falta de confianza en el sistema financiero es un problema. Pero, ¿cómo puede recuperarse la confianza?”

Las finanzas tienen un alto componente de confianza, ésta última se ha quebrado. No es fácil reconstruirla.

Al empezar a hablar de confianza, ingresamos en un área multidimensional. La confianza es un signo de una emoción compleja. Vemos pues que la economía puede enriquecerse de la psicología y de otras ciencias sociales para un mejor entendimiento del fenómeno que permita a su vez restaurarla. Es un caso de interdisciplinariedad del mayor interés.

2.3 La confianza en el análisis económico

La confianza ha sido y es motivo de preocupación por quienes tienen responsabilidades gubernamentales, así como los diferentes agentes de análisis de crisis financieras. Sin embargo, en el análisis económico no ha sido un tema al que se haya ingresado con profundidad en forma habitual. Algunos autores, distinguidos por cierto, han hecho contribuciones seminales donde la confianza juega un rol decisivo, tal el caso de Keynes (1936) que atribuye a los “*animal spirits*” un rol fundamental en el ciclo de los negocios.

Más recientemente Shiller (2009), ha señalado la importancia de la confianza para el crecimiento económico. Shiller, en este caso define la confianza como “un estado emocional que descarta dudas sobre las otras personas”.

Akerlof y Shiller (2009), se detienen en analizar la confianza con un natural sesgo económico. Entienden los autores, que los economistas no han prestado una atención a este concepto que este en concordancia con la importancia de la misma. Los economistas tienen, según Akerlof y Shiller, una visión restringida del concepto de confianza y su importancia en economía, considerando a la misma como racional, esto es los agentes económicos toman la información disponible y con ella hacen predicciones racionales. Más allá que muchos agentes económicos tomen decisiones con estos elementos, la idea de confianza es mucho más amplia.

Como señalan los autores: “El verdadero significado de confianza es que nosotros vamos más allá de lo racional, En verdad, una persona que realmente confía a menudo descarta o descuenta cierta información. Ella no iguala el proceso de información con el aquel que está disponible para su racionalidad, más aun la persona puede procesar la información disponible en forma racional, pero ella no necesariamente actúa en esa racionalidad.

Ella actúa conforme a lo que entiende que es confiable de ser verdad.”. Se comprende entonces más claramente el importante rol que le cabe a la confianza, en los ciclos económicos, al

variar ésta en el tiempo. La *behavioural economics* está emparentada con la psicología, así como con otras ciencias sociales, como es el caso de la sociología o la ciencia política.

En este panorama, se hace imprescindible adentrarnos en aproximaciones interdisciplinarias dada la complejidad de las distintas aristas del fenómeno.

Y, comenzamos en la sección que sigue, refrescando la evolución en el tiempo de las relaciones de la economía con una de esas ciencias, la psicología, que juega un papel importante para profundizar en la conceptualización de la confianza y su importancia en las crisis.

3. La confianza: Su psicología social e impacto en la economía

3.1 Economía y Psicología. Un repaso de su evolución conjunta en el tiempo²

La historia más reciente de las relaciones entre la psicología y la economía, permite distinguir tres grandes períodos. (Pascale, 2007). Nos ha parecido importante expresar la importancia del nuevo acercamiento entre ambas disciplinas para la explicación de muchos fenómenos sociales.

a) Tiempos de confluencia

Se ubica en el pensamiento de Adam Smith el nacimiento de lo que se conoce como la “moderna economía”. Smith, cuya obra más conocida por los economistas es “La Riqueza de las Naciones” (1776), había escrito diecisiete años antes, “La Teoría de los sentimientos morales” (1759). En este último expone sus ideas sobre el comportamiento de los individuos, y describe todos los caminos en los que la gente cuida los intereses de todos. No deben sorprender las ideas de Smith, quien fue por sobre todo un distinguido filósofo.

Vernon L. Smith, en su *Nobel Lecture* de 2002, señala: “Contrariamente a las impresiones vulgares, en la visión de Smith (Adam), cada individuo defendía y perseguía su propio interés a su propia manera, y los individuos fueron mal caracterizados con la metáfora del “hombre económico”. Esa poco cuidadosa visión académica no entendió la proposición clave del filósofo escocés: para hacer el bien a otros, no se requiere la acción deliberada de promover el interés percibido de los demás”.

Marshall, por su parte, en su famoso texto “Principios de Economía”, señala que: “La economía es una ciencia psicológica”. Así, otros economistas y pensadores de singular talla como Keynes, Hayek, Fisher impregnan sus trabajos de insumos, percepciones, aspiraciones y presentaciones psicológicas.

No debería extrañar este apoyo psicológico a la economía. Toda vez que esta última se preocupa de cómo asignar los recursos entre individuos y las instituciones, -en definitiva éstas dirigidas por individuos-, la psicología del comportamiento individual debería sustentar e informar a la economía.

b) Tiempos de distanciamiento

A los tiempos de confluencia siguieron tiempos de distanciamiento entre ambas disciplinas, que se ubican aproximadamente al promediar la primera mitad del siglo XX.

El distanciamiento entre psicología y economía se explica por dos razones fundamentales.

Una primera, es el fuerte énfasis matemático que empieza a utilizarse en economía, altamente influenciada por la física. Los conceptos de estática, dinámica, multiplicador, aceleración, tasa, son tomados de ella.

² El resto de esta sección se basa en la *Lectio Inauguralis* dictada por uno de los autores en la Universidad Católica del Uruguay.

Ello no es de extrañar. Quienes comenzaron a dar esta impronta a la economía, fueron físicos o matemáticos o economistas con sólida formación matemática.

Ellos crearon y desarrollaron la econometría y la economía matemática. Basta mencionar nombres de distinguidos científicos como Tinbergen, Frisch, Koopmans, Samuelson, Arrow, Debreu. Ellos y muchos otros han contribuido de manera notoria a la formalización matemática de la economía.

Una segunda causa de este distanciamiento, tiene su origen en el hecho de que buena parte de los economistas toman una variación de la lógica positivista, posición impulsada enfáticamente por Milton Friedman (1953), que señala: “‘Completo’ realismo es claramente no obtenible y, la pregunta de si una teoría es suficientemente realista, debe ser vista en términos de si sus predicciones son suficientemente buenas para el propósito que se tiene en mano”.

Como expone Daniel Mc Fadden (1995) el “hombre de Chicago” acompaña a la economía neoclásica, basándose en que lo importante está en el “*with the purpose on hand*”, y en donde “quien toma las decisiones se comporta como si la información hubiera estado elaborada para formar percepciones y creencias utilizando rigurosos principios estadísticos.”

Este “hombre de Chicago” será maximizador, optimizador, con perfecta racionalidad y omnisciente.

En este camino la economía haría, es justo decirlo, enormes avances en el campo científico.

Sin embargo, las diferencias en métodos y en caminos para expresar el conocimiento distanciaron a la economía de la psicología.

La psicología, como lo señala Stenberg (2005) seguiría por su parte, un camino de enormes avances científicos. “Pondría el énfasis en la comprensión de la naturaleza de los elementos intervinientes en la toma de decisiones, del modo en que ellas se establecen y son modificadas en la experiencia, del modo en las cuales se determinan los valores. Asimismo, la visión psicológica del proceso decisional está influenciada por la idea de contexto, cambiante e influenciado de interacciones, de percepciones, motivos y emociones”.

c) Nuevos tiempos de confluencia

La economía, sentando una posición epistemológica bien definida, avanza el conocimiento, centrándose en el *ceteris paribus*.

En términos de la toma de decisiones económicas, la mayor precisión formal llega, en esta aproximación neoclásica, con John von Neumann y Oskar Morgenstern en 1944 en su importante texto “*The Theory of Games and Economic Behaviour*”, quienes extienden los hallazgos de Daniel Bernoulli efectuados en 1738.

Hasta Bernoulli, el valor monetario esperado (VME) era el paradigma para la toma de decisiones. Este autor le introduce las preferencias subjetivas ante el riesgo, que no siempre tendrán como respuesta el VME. Bernoulli, expone ejemplos sencillos. Una persona tiene en su poder un número de lotería que tiene un 50% de chance de que si sale premiado gana \$ 10.000, y un 50% de chance que no salga premiado, en cuyo caso gana cero. Si a esas chances las llamamos probabilidades, el autor se pregunta ¿Por qué monto de dinero el individuo vendería esa lotería? O sea, qué monto prefiere en certidumbre. El VME en este caso es \$ 5.000 ($\$ 10.000 \times 0,5 + 0 \times 0,5 = \$ 5.000$). Bernoulli sostuvo que esta persona prefiere venderlo, de pronto, en \$ 3.000 que son seguros, en lugar de correr el albur de no ganar nada aunque matemáticamente el VME sea \$5.000. Así se introducen, hace más de 250 años las preferencias subjetivas frente al riesgo. Este individuo del ejemplo, que cede VME, vende la opción que tiene en sus manos, no en \$ 5.000 sino en \$ 3.000. O sea, hay una utilidad subjetiva del dinero para el individuo diferente de las cifras que surgen mecánicamente del VME.

Se comienza entonces a desarrollar una nueva aproximación, la utilidad esperada (UE), que luego von Neuman y Morgenstern formalizan en el ya citado libro. El nuevo paradigma deja de ser el VME, para pasar a ser la UE.

Pero siempre en este planteo la utilidad para llegar a su valor esperado es multiplicada por su probabilidad objetiva de ocurrencia.

La teoría económica fue avanzando y estaba en plena vigencia el *Homo Economicus*. Sin embargo, empiezan a encontrarse anomalías. Éstas, “son hechos u observaciones que son inconsistentes con las teorías.” Encontrar una anomalía en una teoría es común, y puede hasta ser curioso. Cuando las anomalías son numerosas, se debe pensar que se están abriendo las puertas para nuevos caminos.

Thomas Kuhn (1962), el autor del conocido texto “La Teoría de las Revoluciones Científicas” expone: “el descubrimiento comienza al advertir anomalías, por ej. con el reconocimiento de que la naturaleza ha violentado el paradigma que prevalece en la ciencia normal”.

Dos críticas relevantes aparecen cuestionando al “hombre de Chicago”. La primera provendría de Herbert Simon y la segunda de Maurice Allais. Simon fue un científico brillante y polifacético; economista, cientista de la computación, psicólogo, matemático. Recibió en su carrera los más altos y variados reconocimientos científicos. La *American Psychological Association* le otorgó el máximo galardón, recibió el Premio Nobel en Economía (1978), la Medalla de Honor al Mérito Científico, que es la máxima distinción que otorga en este campo el gobierno de los Estados Unidos, miembro extraordinario de la Academia dei Lincei, que fundara Galileo Galilei, y uno de los doce científicos extranjeros que la Academia China de Ciencias acogió en su seno.

Simon estudia las organizaciones, y en inúmeros trabajos (casi mil publicados en revistas referadas), que comienzan a publicarse a fines de los 40 del siglo pasado, entiende que quienes toman las decisiones en las organizaciones no son individuos maximizadores ni omniscientes. Son individuos que deciden sobre lo que conocen. El autor establece teorías de decisiones económicas de los individuos que se basan en algoritmos que están imbuidos de mecanismos cognitivos. Acuña así, el término “racionalidad acotada.” Para Simon, el decididor es un hombre racional, pero con una racionalidad acotada, por tanto, no maximiza ni optimiza, sólo “satisface.”

A estas críticas del prominente Simon, se agregarían las de Allais (1952). El prestigioso profesor francés, haciendo experimentos comprobó que el comportamiento de los individuos frente a situaciones riesgosas se comportaba en forma tal, que violentaba los postulados de la UE. Allais, aportaría aquí, que la mera probabilidad no podía usarse para calcular la UE en la toma de decisiones económicas. Por sus contribuciones recibiría el Premio Nobel en Economía en 1988, y sus aportes serían al igual de los de Simon importantes la “Prospect Theory”, que años después desarrollarían dos eminentes psicólogos cognitivos.

Todas estas críticas y anomalías desafían la búsqueda de correcciones a las teorías imperantes. El aporte de mayor formalización lo realizan los dos psicólogos cognitivos anunciados, Amos Tversky y Daniel Kahneman (T - K) en numerosos trabajos, dos de ellos, que son los centrales en este tema, fueron publicados en 1979 y 1992.

Estos autores además de psicólogos tienen una fuerte formación matemática. Desarrollan su teoría, la *Prospect Theory*, en la que para determinar la función de valor de una decisión económica, no debe calcularse por la ponderación de las probabilidades, sino por una función de ponderación “que mide el impacto de los eventos sobre la deseabilidad de la prospectiva y no simplemente la probabilidad percibida de los eventos”.

Esta función de ponderación la construyeron a partir del método experimental. En su extraordinario aporte T - K lejos de “demostrar la irracionalidad humana” como han señalado lectores superficiales de sus teorías, lo que han hecho es tomar distancia de la noción irrealística de racionalidad perfecta indicando las vías para construir modelos en base a la racionalidad acotada. No pretenden buscar establecer una teoría normativa de las decisiones económicas, sino una teoría descriptiva de cómo se efectúan las decisiones.

La psicología cognitiva, con los aportes de Simon, Allais, Tversky y Kahneman y tantos discípulos, hizo una contribución fundamental para el mejor entendimiento de las decisiones económicas.

Kahneman, PhD en Psicología recibió el premio Nobel en Economía en 2002 y para quienes tengan interés especial en estos temas, es recomendable la lectura de su *Nobel Lecture*, “*Maps of Bounded Rationality*”. Tversky fallecería antes del premio.

Este proceso comenzó con el VME, pasó luego a la UE, para ahora situarse en la *Prospect Theory*. Al decir de Richard Thaler, se estaría pasando del *Homo Economicus* al *Homo Sapiens*.

Más adelante se volverá sobre algunos aportes cognitivos a las actitudes frente al riesgo efectuadas por Kahneman y Tversky al tratar más profundamente el problema de la confianza.

3.2 Niveles de la confianza

La confianza es uno de los elementos esenciales en la construcción de las relaciones humanas. Es asimismo, un fenómeno complejo y abstracto. Cualquier intento de simplificar su desarrollo así como encasillarlo en una sola disciplina de conocimiento, debe ser desechado.

Atkinson y Butcher (2003), en una definición amplia de confianza establecen que ella puede ser “descrita como un *social glue* que permite mantener juntas diferentes formas de estructuras organizacionales”.

La confianza, puede ser examinada a diferentes niveles. Buena parte del pensamiento en la materia señala que la confianza es tanto un fenómeno interpersonal como colectivo (Mishra y Morrissey, 1990; Shamir y Lapidot, 2003).

A lo largo de la literatura científica nos encontramos con diferentes clasificaciones de los distintos niveles de confianza. En el presente estudio hemos seleccionado dos de esas clasificaciones que rescatan en forma semejante los estratos individuales, grupales y sistémicos, por lo que recurriremos a ellas indistintamente.

Por un lado Shamir y Lapidot (2003) distinguen:

- a. Nivel Individual, que está basada en las interacciones interpersonales.
- b. Nivel Grupal, que es un fenómeno colectivo y que se asienta normalmente en los valores.
- c. Nivel Sistémico, en donde la confianza se asienta en las instituciones (tal el caso de la justicia, el gobierno, el parlamento o el funcionamiento de los mercados).

Por su parte, y desde una perspectiva más psicosocial se distinguen los niveles de:

1. La confianza específica
2. La confianza generalizada
3. La confianza en los sistemas

Como se aprecia ambas clasificaciones concuerdan, aunque con ciertos matices de diferencias. Un elemento que comparten en común es los niveles de confianza operan en los hechos muy interconectados y frecuentemente no podría explicarse en forma definitiva uno de ellos sin que se cuente con los insumos del otro.

En el caso de la última clasificación, desarrollaremos con más profundidad en el siguiente apartado en el que ingresamos a la psicología social de la confianza.

3.3 Psicología social de la confianza

a) Introducción

La evidencia demuestra que la confianza contribuye al crecimiento económico (Knack y Keefer, 1997; Zak y Knack, 2001), y a impulsar algunos factores que lo acompañan, tales como la eficiencia judicial y la reducción de la corrupción (La Porta et al., 1997).

La confianza es un término al que se refiere continuamente para aludir a los efectos de la crisis, pero sobre la que se asumen procesos en los que no se ha profundizado. Por lo tanto, basados en la evidencia de que no existen estudios que exploren la crisis económica ahondando en el constructo psicosocial de la confianza, es que a continuación desarrollaremos brevemente sobre el estado actual de las investigaciones y modelos de confianza, su funcionamiento, cómo se pierde y cómo se gana.

La confianza, como se ha ya esbozado, es un constructo multidimensional que abarca componentes de la ética, la moral, las emociones, los valores, y las actitudes, todas las cuales son abordadas desde una variedad de disciplinas como la filosofía, la psicología, la psicología social, la sociología, la ciencia política, la economía y el comportamiento organizacional (Tyler y Kramer, 1996). Por lo tanto, al momento de definirla no encontraremos una versión unívoca, dado que es un constructo multifacético. La confianza a la que referiremos no es una confianza en sí mismo, sino una confianza que se genera y desarrolla en la interacción entre individuos, o entre individuos y sistemas, e inclusive entre sistemas.

Un fenómeno que puede ser analizado en individuos actuando como miembros de un grupo es, en última instancia, el objeto de la psicología social. En forma muy sintética, podemos decir que la psicología social es una disciplina que estudia la interacción entre el individuo y los grupos sociales (Tajfel y Fraser, 1978). Tal como especificara Munné (1986) el objeto de la psicología social consiste en el estudio, a nivel de las relaciones interpersonales, de la interacción a través de sus efectos.

Por lo tanto, la confianza se da en la interacción entre individuos como pertenecientes a grupos, y en el campo de esta interacción la psicología social realiza sus aportes. De allí que, establecer que la confianza es un fenómeno intergrupar es el primer gran aporte de la psicología social a este campo.

Las investigaciones más significativas surgen a partir de la década de 1990, principalmente en confianza social (Earle y Cvetcovitch, 1995; Cvetcovitch y Löfstedt, 1999), y en confianza en organizaciones (Kramer y Tyler, 1996; Kramer 1999; Tyler y Huo, 2002).

b) ¿Qué es la confianza?

La confianza³ a nivel de las relaciones interpersonales ha sido definida por algunos autores como la disposición que uno adopta para ser vulnerable a las acciones de otro, basado en la expectativa que el otro actuará en la forma esperada por el que confía, sin necesidad de controlarlo o monitorearlo (Atkinson y Butcher, 2003).

Para otros autores, frecuentemente basándose en la confianza que hemos llamado de nivel grupal, la confianza se basa en los valores compartidos, en el juicio de similitud entre una persona y otra, o entre una persona y una entidad. (Siegrist et al., 2003). Aun a riesgo de ser reiterativo, se advertirá la complementación de los distintos niveles que hemos presentado al comienzo del tema. A nivel interpersonal, la confianza requiere la disposición de un actor -quien confía⁴- a ingresar en una posición de complejidad e incertidumbre, y por lo tanto, a tornarse vulnerable al comportamiento de otro actor -en quien se confía⁵- (Luhmann, 1979).

De esta forma, se considera que existen dos condiciones necesarias para el desarrollo de confianza: el riesgo (Misztal, 1996) y la interdependencia (Costa, 2003). Tal como lo describe Luhmann (1979): "...la confianza es un mecanismo por el cual los actores [implicados] reducen la complejidad de su sistema de interacción mediante la adopción de expectativas específicas sobre

³ La confianza a la que orienta el presente trabajo no es la que en inglés se denomina *confidence*, sino *trust*, que es la que psicosocialmente se ajustaría a la confianza o desconfianza en un sistema económico y financiero, mientras que *confidence* es definida como la creencia, basada en la experiencia o la evidencia, de que ciertos eventos futuros ocurrirán tal como se espera. Por este motivo, aquí referiremos a *confidece* como esperanza. Tal como ha hallado Siegrist et al. (2003) es esperable que el contexto de una crisis la confianza social (*trust*) sea más importante que la esperanza (*confidence*)

⁴ En inglés: *trustor*.

⁵ En inglés: *trustee*

el comportamiento futuro del otro, seleccionado sobre la base de un rango de posibilidades” (Luhmann, 1979:24).

¿Por qué se asocia la confianza a la economía en general? Tal como menciona Putnam (1993), la confianza es una parte de la infraestructura invisible, o capital social de una economía.

En este sentido, se puede estimar que si no hubiera escasez no sería necesaria la confianza. La distribución de recursos escasos es habitualmente el punto de mayor consenso sobre el que se define la economía. Si no hubiera escasez, no sería necesaria la confianza. Tal como mencionan Casson y Della Giusta (2006) la escasez es la temática en economía que refiere a la confianza, desde el momento que nos obliga a entrar en interdependencia con otros para el intercambio de recursos. Cuando los recursos son escasos, la confianza es indispensable para su distribución, dado que las personas tienen un alto interés en promocionar su propio interés a expensas de otras personas.

Actualmente, se pueden delinear tres niveles en la concepción psicosocial de la confianza:

1. La confianza específica
2. La confianza generalizada
3. La confianza en los sistemas

La *confianza específica* es la expectativa de que el otro cooperará, y la percepción de que las actitudes y rasgos de la otra persona facilitarán la cooperación en un ámbito o tema específico. Esto es, la confianza específica es tal cuando supera el riesgo o la incertidumbre en las relaciones interpersonales (Jones et al, 1997). Cuando la confianza es objeto de un uso indebido por parte del otro, la consecuencia es la desconfianza.

La *confianza generalizada* ha sido definida como la expectativa de una persona o grupo de que la palabra, promesa, enunciado escrito o hablado de otro individuo o grupo es pasible de ser cumplida (Rotter, 1967).

Se distinguen cuatro dimensiones de confianza generalizada:

- confianza en las instituciones oficiales,
- confianza en otras personas en general,
- confianza en expertos,
- confianza en la correspondencia entre el enunciado verbal y la acción real.

La evidencia empírica muestra que estas dimensiones de confianza generalizada están positivamente correlacionadas entre sí. Por ejemplo, si una persona expresa una fuerte desconfianza en expertos, también lo será en la correspondencia entre enunciados y acciones (Amelang et al, 1984).

Una distinción importante entre la confianza específica y la generalizada, es que ambas son formas independientes de confianza. La correlación entre confianza específica y generalizada es prácticamente cero (Bierhoff y Vornefeld, 2004). La importancia de esto es que la confianza específica no es un derivado de la confianza generalizada, lo que aplicado a una institución, esto significa que el nivel de confianza en la misma será independiente de la confianza específica hacia un trabajador de la institución en cuestión. Por ejemplo, si midiéramos el índice de confianza de una institución bancaria, éste no sería una base fiable para predecir la confianza específica que se tendría respecto a un trabajador de la misma y viceversa.

El tercer tipo es definido como la *confianza en sistemas abstractos*, y que se puede resumir como *confianza socio-técnica de sistemas* (Giddens, 2001), dado que refiere a las estructuras técnicas y sociales de una organización (Bierhoff y Vornefeld, 2004). El caso de Internet es un ejemplo claro de sistema abstracto. Se verá más adelante este aspecto como casos de confianza sistémica.

Las organizaciones actuales son objeto de confianza generalizada y confianza en sistemas, dado que parte de sus procesos técnicos son ya virtuales y no transparentes para los individuos. Esto es particularmente importante en el caso de las crisis.

c) Confianza y riesgo

Los seres humanos enfrentamos riesgos en nuestra vida cotidiana, principalmente como producto de nuestras decisiones. Tal como lo han adelantado diferentes disciplinas, el deseo de confiar está fuertemente asociado al deseo de asumir un riesgo (en economía, Ver Ner y Putterman, 2001; en filosofía, Luhmann, 1979; en sociología Cook y Cooper, 2003). En suma, confianza y riesgo son dos términos complementarios en el contexto de las relaciones sociales.

La confianza se relaciona con la fiabilidad de información, lo cual reduce la inseguridad y riesgo. Esto se expresa en la siguiente definición “[la confianza es] la fiabilidad sobre la información recibida por otra persona sobre estados inciertos, y sus resultados en una situación riesgosa” (Schlenker et al, 1973, 419).

Por lo tanto, la confianza sólo tiene sentido en entornos inciertos y, por tanto, riesgosos.

Los individuos realizan concesiones a la seguridad dado que la realidad social es altamente compleja, por lo que una acción efectiva es solo posible si la persona es exitosa al momento de reducir la complejidad social. Tal como lo expresara Luhmann (1979) la función de la confianza es transformar la incertidumbre objetiva en certidumbre subjetiva.

La evidencia empírica demuestra que para que se construya una relación de confianza son indispensables una serie de comportamientos tomadores de riesgo (Blau, 1964, Cook et al., 2005; Holmes y Rempel, 1989). Esto significa que aquellos que sean aversos al riesgo, o tengan baja tolerancia a altos niveles de incertidumbre, serán menos propensos a desarrollar relaciones de confianza (Cook et al., 2005).

Las decisiones se toman, entre otras, por la influencia que generan los juicios sociales que realizamos. En el contexto de las relaciones entre individuos, o entre individuos y grupos, estos juicios son psicosociales en su naturaleza, de allí que la psicología social nos pueda ayudar a comprender la relación que existe entre estas decisiones y el riesgo asumido, en este caso en el contexto de la confianza.

Sobre la toma de decisiones en situaciones de incertidumbre, Kahneman y Tversky (1982) han hallado que la mayoría de las personas son aversas al riesgo cuando escogen entre ganancias potenciales, pero proclives al riesgo cuando escogen entre pérdidas potenciales. Por ejemplo, si alguien tiene la probabilidad del 100% de ganar 80 dólares (o sea la certidumbre) frente a la probabilidad del 85% de ganar 100 dólares, pero que implica la probabilidad de un 15% de no ganar nada en absoluto, probablemente escogerá la primera opción, la aversa al riesgo. En tanto, si una persona tiene la probabilidad del 100% de perder 80 frente a la probabilidad del 85% de perder 100 dólares y el 15% de no perder nada, probablemente escogerá la segunda opción, la proclive al riesgo. Es decir que, la mayoría de las personas tienden a mostrarse aversas al riesgo, y el que se escoja la apuesta más arriesgada depende de las ganancias o pérdidas que están en juego. Y más aún, dependerá de cómo sean definidas las ganancias o pérdidas, pues lo que ante unos ojos pueda parecer una pérdida, para otros puede vislumbrarse la ganancia.

En suma, esto significa que dado que la confianza implica una pérdida potencial (y que la definición expresa con la idea de vulnerabilidad), las personas que deciden confiar se comportan como tomadoras de riesgo. De esta forma, la confianza se transforma en un *commodity* altamente valorable en aquellas situaciones que comportan riesgo.

Al momento de analizar el desarrollo de confianza en una relación, y teniendo en cuenta el factor riesgo, se ha hallado que el mayor obstáculo en la construcción de la confianza es la ausencia de confianza que se da en el estadio inicial de toda relación (Eiser y White, 2005), ya que cada una de las partes debe inducir a la otra a ser confiable previo a poder establecer ningún juicio sobre comportamientos evidenciables. Por lo tanto, el primer movimiento unilateral de una de las partes, con su consiguiente riesgo, es necesario para quebrar la ausencia de confianza.

Si bien existen diferentes metodologías para el desarrollo de confianza, no todas han demostrado en la vida real ser exitosas. Entre las exitosas, la mayormente citada es el método GRIT. Osgood (1962) propuso una metodología denominada GRIT (*Graduated Reciprocation in Tension Reduction*), Reciprocidad Graduada en la Reducción de Tensión, y que ha sido exitosa en el proceso de desarme durante la guerra fría, y para la reducción de tensión en el “Experimento Kennedy” durante la crisis de los misiles de Cuba (Etzioni, 1969). Esta metodología consiste en realizar un primer movimiento unilateral con bajo riesgo, y permanecer a la espera de que la otra parte realice otro movimiento de igual magnitud. Posteriormente, la primera parte, vuelve a realizar otro movimiento aumentando el riesgo y permanece a la espera. Este ciclo se da hasta alcanzar el objetivo de solucionar el conflicto.

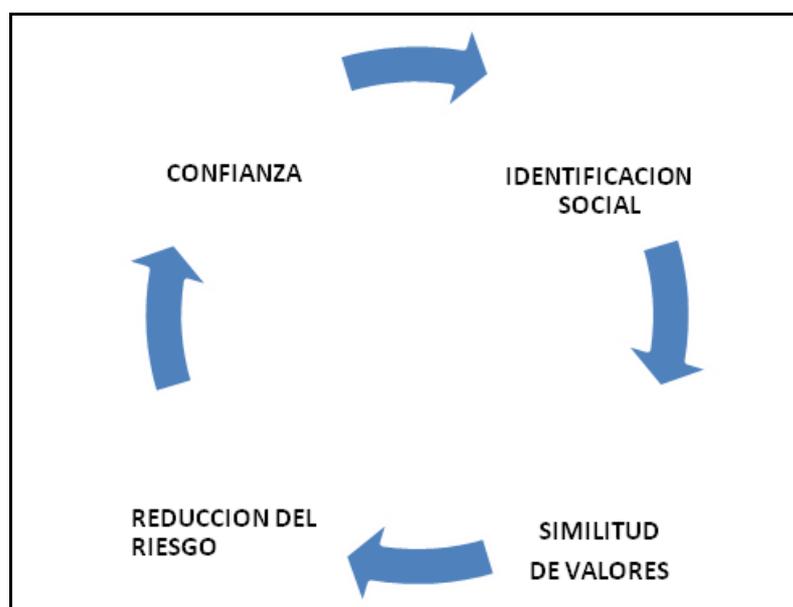
d) Identidad social y similitud de valores

El principal campo de investigación en la psicología social de la confianza es el estudio de la cooperación y competición entre individuos cuyos objetivos están en conflicto (Hogg, 2007), lo que supone referir a la pertenencia a grupos y a la identidad social como mecanismo psicosocial fundante.

Cuando una persona se identifica fuertemente con un grupo, desarrolla fuertes lazos de confianza mutua con los otros integrantes del grupo, dado que el autointerés cede al interés de grupo (Brewer y Schneider, 1990). Este hallazgo de la transformación de las relaciones interpersonales como resultado de la pertenencia a un grupo, es la columna vertebral del enfoque de identidad social como proceso psicosocial configurante de la confianza.

El concepto de identidad social tiene sus raíces en los estudios de Tajfel en categorización social, relaciones intergrupales, discriminación y aspectos cognitivos del prejuicio (Tajfel, 1969, Tajfel y Turner, 1979). La idea principal del concepto de identidad social es que los fenómenos grupales se asocian a la identificación y evaluación que las personas realizan de sí mismas en términos de los atributos definitorios del grupo, compartidos por sus miembros. Esto es, los fenómenos grupales se asocian a autoconcepciones realizadas en términos de la pertenencia a un grupo específico (nosotros y ellos).

Figura 37
Ciclo de Identificación social y confianza



La relación entre identidad social y confianza está en que la identidad social reduce el riesgo y se construye en base a la confianza dentro de un grupo. Se ha hallado que la identidad social provee de una base de confianza a extraños (personas que no se conocen) simplemente por el hecho de pertenecer a un mismo grupo (Tajfel y Turner, 1979).

De esta forma, la identificación social, muy posiblemente funcione como un heurístico efectivo para la generación de confianza, reduciendo el riesgo en situaciones de incertidumbre.

Pero el riesgo es solamente uno de los elementos que intervienen en la pérdida o ganancia de confianza. Otro que ha sido hallado como significativo es la similitud de valores. En este sentido, la identificación social puede ser un proceso efectivo que medie en la relación entre la similitud de valores y la confianza. La investigación ha demostrado que en ausencia de información diagnóstica fiable sobre una persona, la gente tiende a basar su confianza y cooperación en la percepción de la similitud de valores (Earle y Cvetkovich, 1995; Siegrist et al. 2000; Siegrist et al., 2003). Podemos expresar que esto se aplica no solo a las personas entre sí, sino también a las instituciones, empresas y sistemas.

La reciente crisis ha demostrado que los diagnósticos sobre una empresa basados casi exclusivamente en los beneficios producidos no son un elemento suficiente para depositar confianza. Quizás un estudio de los valores que se profesan de la empresa y su cultura organizacional pueda completar un diagnóstico más fiable y, por lo tanto, generar más confianza.

Los valores, actitudes y prácticas compartidas definen un contorno de identidad social, por lo que, la percepción de similitud de valores y actitudes entre uno y otro grupo o instituciones es una potente herramienta para desarrollar identificación social, y el proceso de identificación social conlleva la generación de confianza.

En suma, la identificación social implica compartir valores con los miembros del grupo con el que nos identificamos, lo cual reduce el riesgo interpersonal y, por ende, genera confianza en los otros individuos, lo que a su vez, refuerza la identificación social.

e) Confianza y liderazgo

Hemos introducido el concepto de confianza y sus distintos niveles, su relación con la identificación social y la toma de riesgo que conlleva su desarrollo. A continuación, exploraremos el rol que desempeña el liderazgo en la generación de confianza.

Al momento de desarrollar confianza dentro de un grupo o sociedad, se hace preciso referir a la relación que existe entre confianza y liderazgo. La psicología social ha identificado que, principalmente, existen dos tipos de liderazgo:

1. Liderazgo transaccional: a este líder se le otorga el poder para realizar ciertas tareas y recompensas o castigos según el rendimiento de un equipo. El poder se le otorga para evaluar, corregir y entrenar cuando la productividad (por ej) no es la deseada.
2. Liderazgo transformacional: el líder motiva a su equipo para ser efectivo y eficiente. La comunicación es la base para lograr que se cumplan los objetivos. Estos líderes se concentran en la *big picture* y dejan los detalles a sus ayudantes. Cambian la base motivacional de sus seguidores del autointerés (recompensa) al compromiso general.

En el primer caso, la confianza en el líder se desarrolla cuando:

- a. Cumple sus promesas (por ej. recompensa según lo acordado con sus seguidores) (Nanus, 1989; Shamir, 1995).
- b. Trata con equidad a sus seguidores (Konovsky y Pugh, 1994).

En el segundo caso, el de mayor interés dado que es un tipo de liderazgo superior, la confianza en el líder se desarrolla cuando:

- a. *Walk the talk*, o sea, para ganarse la confianza de los seguidores deben ser percibidos como creíbles (Kouzes y Posner, 1993; Shamir, 1995). La inconsistencia entre las palabras y los hechos genera pérdida de confianza (McGregor, 1967). Mientras que, si se mantiene una consistencia entre los valores hablados y las acciones se genera credibilidad (Gabarro, 1987; Ouchi, 1981).
- b. La percepción de que el líder tiene las habilidades y competencias genera confianza en sus seguidores (Whitener et al., 1998). La confianza de los seguidores en

el líder puede estar determinada por la creencia de que puede tomar decisiones competentes (Kirkpatrick & Locke, 1991).

- c. La percepción de que el líder se preocupa sinceramente por el bienestar de sus seguidores (Barber, 1983; Bromiley y Cummings, 1993; McGregor, 1967). A su vez, el líder genera confianza por empoderar y fomentar a sus seguidores a tomar decisiones propias (Avolio & Bass, 1995). Esta confianza anima a los seguidores a realizar un esfuerzo extra por su líder u organización.

En suma, se ha hallado que si se cumple la presencia de tres factores, el liderazgo se relaciona positivamente con la generación de confianza: si el líder demuestra con sus palabras con sus hechos, ser competente, y preocuparse sinceramente por el bienestar de sus seguidores.

f) La confianza: un proceso de ganar lento y perder rápido.

Habitualmente, las relaciones sociales evolucionan en un proceso lento, comenzando por transacciones menores en las que se requiere poca confianza dado que los riesgos son pequeños. A medida que se va ganando confianza entre las partes, se va expandiendo la relación y, por tanto, realizando transacciones mayores que conllevan mayor riesgo (Shapiro, 1987). Esto lo hemos visto para el caso del método GRIT (Osgood, 1962).

Es amplia la literatura que menciona que la confianza es difícil de establecer, es relativamente fácil de perder, y que lleva mucho tiempo restablecerse, de hacerlo (Barber, 1983; Burt y Knez, 1996; Dasgupta, 1988, /2000; Levi, 1998; Rempel et al., 1985; Rothbart y Park, 1986).

Si bien la construcción de la confianza suele ser lenta, su destrucción es un proceso veloz, tal como lo expresa la hipótesis de la Asimetría de la Confianza de Slovic (1993). En ella, el autor propone que los eventos destructivos de la confianza tienen un impacto mayor que los eventos positivos. Esta hipótesis surge de investigaciones que han demostrado que los eventos negativos tienen mayor impacto psicológico que los positivos en varios contextos (Showronski y Carlston, 1989, Taylor, 1991), lo que se conoce como efecto de negatividad. Este mecanismo cognitivo parece jugar un rol importante en la destrucción de la confianza (Eiser y White, 2005).

3.4 La confianza sistémica: la importancia de las instituciones

La confianza sistémica es concebida sociológicamente como una cualidad necesaria para mantener el orden social dentro del sistema. Algunos autores sostienen (Shamir y Lapidot, 2003) que la confianza sistémica es impersonal. Y ello en dos sentidos principales. El primero, es que la confianza sistémica trata de la confianza que se tenga en los sistemas o en las instituciones. Es segundo, apunta a que la confianza sistémica no está basada en experiencias previas.

Parece, por su parte, ganar claridad entre los investigadores (Shamir y Lapidot, 2003)) que la confianza sistémica e interpersonal, a menudo operan combinándose. De esta manera, ambas confianzas no serían adecuadamente entendidas si no se observa que una se apoya en la otra, y viceversa. En relación a esto hemos visto la importancia que cobra el liderazgo en relación con la confianza.

En el caso de las crisis financieras en general, luego nos detendremos en la actual, la confianza sistémica suele debilitarse en las instituciones gubernamentales, sean estas ejecutivas o parlamentarias, en la habilidad del mercado no solo para asignar recursos eficientemente sino para resolver los problemas, y en la revolución digital que vivimos la debilidad alcanza a las propias tecnologías de la información y de las comunicaciones.

Los individuos pertenecen o conforman grupos. De allí que con frecuencia entre la confianza interpersonal y la sistémica aparezca la confianza grupal, pudiendo esta última jugar un rol central en la conformación de la confianza en las sociedades. Algunos autores (Shamir y Lapidot,

2003) estiman que “mientras los individuos pueden portar valores y normas sistémicas, en el caso de los grupos esos valores y normas están incorporados a su propia dinámica y pueden aplicarlos en juicios acerca de la confianza más contundentemente que un individuo aisladamente. Los grupos pueden asimismo más probablemente oponer esos valores, normas y expectativas a los sistemas en los cuales ellos están incorporados que los individuos aisladamente”. Se advierte una vez más, la complementariedad que se presentan entre los niveles de confianza que hemos señalado.

3.5 Modelización de la confianza

En la literatura científica de la psicología se encuentran algunos intentos por modelizar la confianza, desde diferentes perspectivas. Como hemos visto la confianza es un constructo multidimensional, por lo que hemos seleccionado tres modelos que a nuestro entender han logrado con mayor éxito explicar la confianza mediante la confluencia de dimensiones.

a) Modelo dual de confianza de Siegrist et al. (2003)

Siegrist et al. (2003) desarrollan un modelo basado en la hipótesis de que la confianza (*trust*) y esperanza (*confidence*) son factores importantes que generan cooperación. De esta forma, proponen un modelo dual de cooperación basado en la confianza social y la esperanza. Es dual ya que propone que para llegar a la cooperación existen dos caminos, uno vía la confianza (*trust*) y otro vía la esperanza (*confidence*).

Los elementos conceptuales del modelo son:

- **Confianza generalizada** (*general trust*): la creencia de que la mayoría de las personas son confiables la mayor parte del tiempo. Esta forma de confianza puede ser experimentada como afecto.
- **Esperanza generalizada:** (*general confidence*): la creencia de que la mayoría de los eventos futuros sucederán tal como es esperado.
- **Similitud de valores** (*value similarity*): el juicio sobre la similitud de los valores actuales del observador y los valores atribuidos a otro.
- **Acción pasada** (*past performance*): la interpretación que realiza el observador de la acción del otro.
- **Confianza social** (*social trust*): la disposición que uno adopta para ser vulnerable a otro en un contexto social particular. La decisión de confiar en otro es primeramente guiada por emociones.
- **Esperanza** (*confidence*): la creencia de que ciertos los eventos futuros sucederán tal como es esperado
- **Cooperación** (*cooperation*): actuar, o intentar actuar, en acuerdo con otro hacia un fin común.

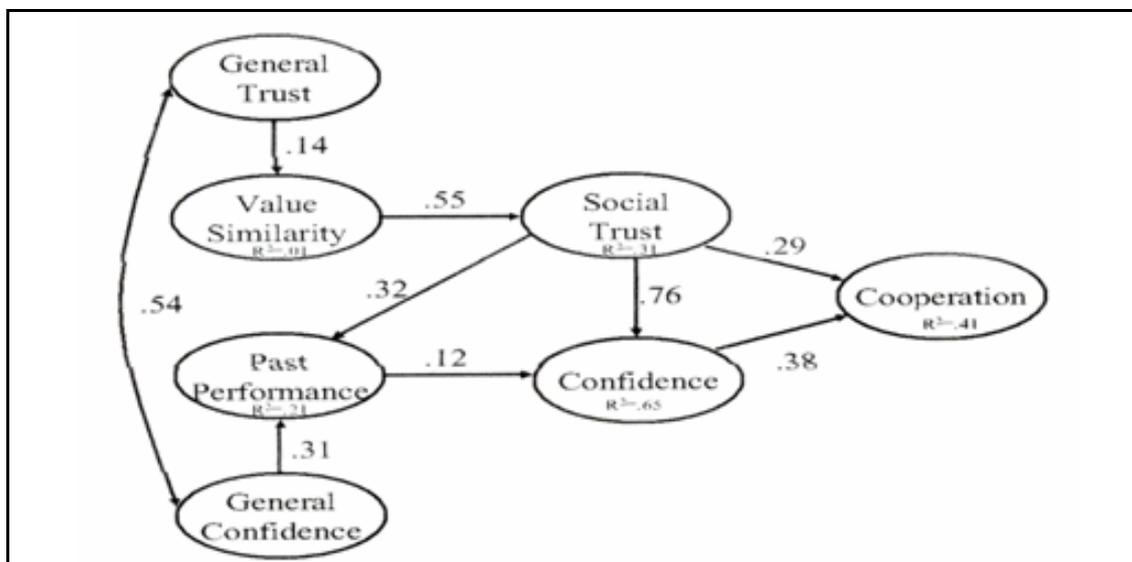
El modelo muestra que la confianza generalizada (*general trust*) tiene un impacto positivo sobre la similitud de valores. Se predice un efecto indirecto de la confianza generalizada sobre la cooperación, en el que el efecto no es directo sobre la confianza social, sino sobre la similitud de valores. Asimismo, y según lo demuestran experimentos, las personas con altos niveles de confianza generalizada tienden a cooperar más que aquellos con bajos niveles de la misma. (Yamagishi, 1988; Yamagishi y Cook, 1993)

Las personas con altos niveles de esperanza generalizada tienden a atribuir mejores juicios de acción pasada que los que poseen baja esperanza generalizada.

El modelo demuestra que la acción pasada determina la confianza, al igual que lo demuestran otros estudios (Metlay, 1999; Peters et al., 1997).

Figura 38**Versión final del Modelo Dual de confianza y esperanza.**

Los valores representan estimaciones estandarizadas ($N = 1,313$). Todos los coeficientes son significativos ($p < 0.01$). Fuente: Siegrist et al. (2003)



Estudios en psicología social han mostrado que las personas tendemos a organizar nuestra impresión de los otros según dos dimensiones: deseabilidad social (por ejemplo, la moralidad), y deseabilidad intelectual (por ejemplo, el desempeño). A su vez, se ha hallado que la información moral domina sobre la información intelectual (De Bruin y Van Lange, 1999a, 1999b, 2000), lo cual significa que para un observador la información de orden moral es más importante y, por ende, condiciona la interpretación sobre la información de acciones pasadas.

De allí que el modelo de Siegrist et al. (2003) establezca una línea de condicionamiento de confianza social a acciones pasadas. Asimismo, el modelo introdujo un camino causal entre la confianza social y esperanza.

En suma,

- la confianza social influye la percepción de acciones pasadas y fuertemente de la esperanza.
- la influencia de las acciones pasadas sobre la esperanza ha sido significativa, pero débil.

Este modelo ha sido desarrollado en un contexto de percepción del riesgo para una situación alejada de la crisis. Igualmente, sería útil para explicar la disposición a cooperar en otros contextos. Tal como expresan los autores, es esperable que en el contexto de una crisis la confianza social sea más importante que la esperanza.

La denominada controversia de Brent Spar ejemplifica este caso, cuando en 1994 las dos petroleras Shell y Exxon propusieron hundir la plataforma oceánica Brent Spar en el Atlántico Norte, Greenpeace montó una campaña masiva contra este plan y, tal como lo expresan Löfstedt y Renn (1997), las fuertes reacciones públicas en Alemania fueron alimentadas por campañas enfocadas en información moral, y las informaciones emitidas por las compañías petroleras respecto a sus acciones pasadas y competencia en el tema fueron irrelevantes para la opinión pública.

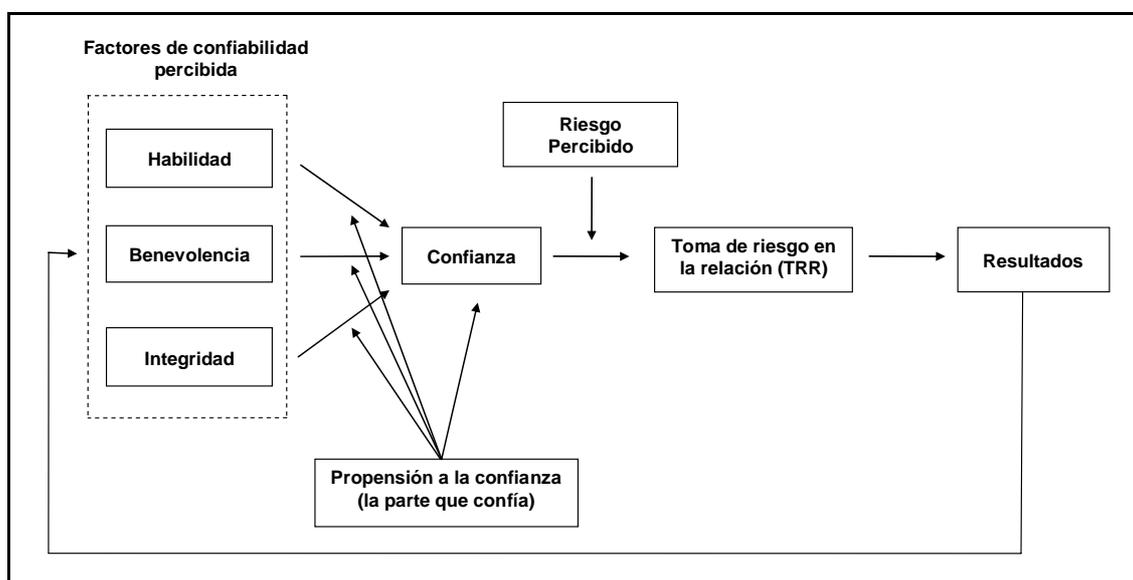
En este sentido, luego de determinado incidente crítico, las campañas informativas enfatizando las competencias y experiencia en acciones pasadas suelen ser menos útiles para generar confianza, frente a campañas que enfatizan aspectos de valores morales.

Durante una crisis lo primero que se pierde es la esperanza (*confidence*) ya que se pierde la seguridad sobre el desencadenamiento de eventos futuros, por lo que no puede ser utilizada para reducir el riesgo. Por ello, y tal como lo demuestra el modelo de Siegrist et al. (2003), es crucial que las empresas y organismos generen confianza social, demostrando que se preocupan por los consumidores, fundamentalmente demostrando que comparten sus valores.

b) *Modelo de confianza de Mayer, Davis y Schoorman (1995)*

El otro modelo que hemos seleccionado es el de Mayer et al. (1995), quienes desarrollan un modelo en el que hacen intervenir la percepción del riesgo, y la toma de riesgo en la generación de confianza.

Figura 39
Modelo de confianza de Mayer, Davis y Schoorman (1995)



A continuación describiremos los componentes que intervienen en su modelo, y las 6 proposiciones que extraen.

i) *Propensión a la confianza*. Puede ser pensada como una forma generalizada de disponibilidad a confiar en otros. La propensión va a influenciar en cuánta confianza se tiene por la otra parte previo a obtener información sobre la misma. La gente variará en su propensión a la confianza según: experiencias, tipo de personalidad, y contexto cultural (Hofstede, 1980). Para este modelo la propensión a la confianza es entendida como un rasgo que se mantiene estable en diferentes situaciones.

Proposición 1: A mayor propensión a la confianza, mayor confianza en el otro previo a obtener información sobre el mismo.

ii) *Factores de confiabilidad percibida*. Refieren a las características principales de la parte a confiar: habilidad, benevolencia, e integridad.

Habilidad. Refiere al grupo de destrezas, competencias y características que posibilitan a alguien influenciar sobre un dominio en particular. El dominio de la habilidad es específico a un área (por ejemplo, técnica). Por lo tanto, la confianza depende del dominio (Zand, 1972).

Benevolencia. Refiere hasta dónde se cree y percibe que la parte a confiar desea hacer el bien a la parte que confía, descartando un motivo egocéntrico de interés. La benevolencia en una relación sería inversamente proporcional a la motivación a mentir (Hovland et al., 1953)

Integridad. La percepción de que la parte a confiar se adhiere a una serie de principios que la parte que confía encuentra aceptables.

Proposición 2: La confianza en un agente será la función de la percepción de su habilidad, benevolencia e integridad, y de la propensión a la confianza de la parte que confía.

iii) *Interrelación de factores.* La habilidad, benevolencia e integridad son importantes para la confianza, y cada uno puede variar independientemente de los otros.

El modelo propuesto puede explicar la confianza entre dos partes previo al desarrollo de una relación, basándose en la propensión a la confianza.

Una vez que la relación comienza, la parte que confía puede buscar información sobre la integridad de la parte a confiar (por ejemplo de su integridad) recurriendo a terceras partes (fuentes de información). Habitualmente es difícil obtener tempranamente en la relación información sobre la benevolencia de la parte a confiar, por lo que la integridad será lo primero. A medida que la relación evoluciona, la interacción entre las partes va permitiendo obtener información sobre la benevolencia.

Proposición 3: El efecto de la integridad en la confianza será predominante en el comienzo de una relación, previo a la obtención de información sobre benevolencia.

Proposición 4: El efecto de la benevolencia percibida en la confianza incrementará con el tiempo a medida que la relación entre las partes se desarrolla.

iv) *Riesgo y toma de riesgo en la relación.* El riesgo es inherente a la manifestación comportamental de la disponibilidad a ser vulnerable. El nivel de confianza afectará el monto de riesgo que la parte que confía está disponible a tomar en la relación. El resultado de la confianza será **la toma de riesgo en la relación (TRR)**. De allí que ambos constructos aparezcan separados. El nivel de confianza es comparable al nivel de percepción de riesgo en una situación. Si el nivel de confianza supera el umbral de percepción de riesgo, entonces la parte que confía se introducirá en TRR. Pero si el nivel de percepción de riesgo es mayor que el nivel de confianza, la parte que confía no se embarcará en TRR.

Proposición 5: TRR es una función de confianza y de la percepción de riesgo en el comportamiento de confiar.

v) *Rol del contexto.* A pesar de que el nivel de confianza (determinado por la propensión a la confianza y los tres factores) sea constante, las consecuencias específicas de la confianza serán determinadas por factores contextuales, tales como las apuestas (*stakes*) involucradas, el equilibrio de poder en la relación entre las partes, la percepción del nivel de riesgo, y las alternativas disponibles para la parte que confía. Igualmente, los factores de confiabilidad percibida son influenciados por el contexto.

Efectos a largo plazo: el modelo propone que la confianza evoluciona en una relación, por lo que es de naturaleza dinámica. Esto se aprecia con la retroalimentación desde **resultados** hasta **factores de confiabilidad percibida**. Cuando los resultados son positivos, esto aumenta las percepciones sobre la parte a confiar, y al contrario cuando los resultados son negativos.

Proposición 6: Los resultados de comportamientos depositarios de confianza (por ej. TRR) conducirán a actualizar las percepciones de habilidad, benevolencia e integridad de la parte a confiar.

c) *Modelo de Peters, Covello y McCallum (1997)*

Los autores enfocan su estudio hacia los determinantes de la confianza sistémica. Utilizando una metodología en la vena cuantitativa, tomando como variable dependiente o a explicar la confianza sistémica, y varias variables potencialmente explicativas. El resultado del modelo estimado muestra que la confianza sistémica es la combinación lineal de tres grupos de variables, a) conocimiento y competencia, b) apertura y honestidad y c) preocupación y cuidado.

La intercorrelación de las variables independientes fue estudiada por los autores y fue juzgada insuficiente como para suponer la existencia de multicolinealidad entre ellas. Por su parte, el modelo en su conjunto y los hallazgos del mismo fueron estadísticamente significativos.

3.5 Resumen: cómo generar o perder confianza

- La confianza tiene sentido en situaciones inciertas y, por lo tanto, riesgosas.
- Para que se construya una relación de confianza son indispensables una serie de comportamientos tomadores de riesgo.
- Se ha hallado que el mayor obstáculo en la construcción de la confianza es la ausencia de confianza que se da en el estadio inicial de toda relación.
- Un primer movimiento unilateral de una de las partes, con su consiguiente riesgo, es necesario para quebrar la ausencia de confianza inicial. Una metodología ampliamente aplicada es el GRIT (Osgood, 1962).
- Si bien muchas veces se distinguen varios niveles de confianza como pueden ser confianza interpersonal, confianza grupal y confianza sistémica, todos ellos son muy complementarios, aunque pueden ser de alguna utilidad para una comprensión más acabada de un fenómeno tan complejo y multidimensional como el que nos ocupa.
- El mecanismo psicosocial de identidad social provee de una base de confianza a extraños, por lo que muy posiblemente funcione como un heurístico efectivo para la generación de confianza, reduciendo el riesgo en situaciones de incertidumbre.
- En ausencia de información diagnóstica fiable sobre una persona, la gente tiende a basar su confianza y cooperación en la percepción de la similitud de valores.
- Un estudio de los beneficios obtenidos, sumado a los valores de la empresa o institución y su cultura organizacional pueden completar un diagnóstico más fiable y, por lo tanto, generar más confianza.
- Se ha hallado que el liderazgo se relaciona positivamente con la generación de confianza si el líder demuestra: sus palabras con hechos, ser competente, y preocuparse sinceramente por el bienestar de sus seguidores.
- Tal como se ha visto para el caso de Brent Spar, las campañas informativas enfatizando las competencias y experiencia en acciones pasadas suelen ser menos útiles para generar confianza, frente a campañas que enfatizan aspectos de valores morales.
- Los resultados de las acciones del depositario de confianza retroalimentan constantemente y someten a evaluación su imagen inicial (factores de confiabilidad percibida según Mayer et al., 1995). Esto demuestra que la confianza en una relación es un proceso dinámico.

4. Las consecuencias y posibles direcciones futuras

4.1 La administración Obama y el comienzo de la restauración de la confianza

El presidente Barack Obama, al asumir en enero de este año la presidencia de los Estados Unidos de América, encontró al país sumido en la mayor crisis económica y financiera que cualquier otro presidente, con excepción de Franklin Delano Roosevelt.

En este contexto el presidente Obama debía restaurar la confianza a los efectos de recuperar la deteriorada economía americana.

¿Cuáles fueron entonces las principales aristas en que se basó el comienzo de la restauración de la confianza del nuevo gobierno?

Éstas fueron:

a) Ejercicio del liderazgo

El propio presidente Obama, para restaurar la confianza, en particular en los primeros meses de su gobierno asumió él mismo, en un caso poco frecuente un rol central en la explicación de la situación económica y de las políticas que iba a implementar. Obama esgrimió aquí sus reconocidas dotes de liderazgo y de orador excepcional. La situación de Estados Unidos con la anterior administración había llegado a muy bajos niveles de apoyo público, lo que dificultaba la credibilidad del gobierno. Esta estrategia de asumir sustantivamente el propio presidente Obama la defensa de sus medidas económicas dando muestras de liderazgo, fue un factor fundamental para restaurar la confianza. Ya hemos señalado oportunamente la asociación que existe entre liderazgo y confianza. Ella entonces fue utilizada con una gran amplitud por el propio presidente del país. El líder en el que se confiaba era él y, se utilizó ese capital en toda la extensión posible.

b) Recuperación de los valores

Una de las cosas que ha quedado clara en esta profunda crisis económica y financiera que comenzara en 2007, es una marcada caída de valores que se evidenció en las irresponsables políticas crediticias de muchas instituciones financieras, la existencia de una suerte de *shadow banking* fuera de auditorías y calificaciones de riesgo, severas fallas en las políticas de supervisión del sistema financiero, la venta de productos de alta opacidad a personas no conocedoras de los mismos y así podríamos seguir enumerando una tan dramática como asombrosa cantidad de sorprendentes desprolijidades que evidencian una caída de los valores, que se advertía clínicamente pero que no había aparecido al desnudo.

Es útil a estos efectos, presentar el *Corruption Perception Index* para 2008, que refleja en buena medida uno de los valores importantes de una sociedad, tal es el grado de corrupción.

El cuadro de la figura 40 muestra que Estados Unidos se encuentra en el lugar 18 del *Corruption Perception Index* en el año 2008, lo que muestra un deterioro con su posición en el lugar 15 que tenía en 1995.

Akerlof y Shiller (2009), señalan a la corrupción y la mala fe como uno de los principales problemas que han hecho disminuir los *animal spirits*. Señalan por su parte que este fenómeno de la corrupción y la mala fe viene de tiempo atrás y que ya se evidenció en varias instancias previas como fue la crisis de las *Saving and Loan Associations* de 1961. El famoso caso del *Hedge Funds* de *Long Term Capital Investment* del cual formaban parte de su cuerpo de decisiones dos premio Nobel de economía: Robert Merton y Myron Scholes ocurrido en el año 1998. Asimismo, los autores señalan el caso de la burbuja de las *dot com* extendida hasta comienzos de los 2000.

Obama (2006) siendo entonces senador por el estado de Illinois, en su libro “La Audacia de la Esperanza”, dedica un capítulo a la importancia de los valores y señalando el severo deterioro que los mismos habían tenido en Estados Unidos.

Figura 40

2008 CORRUPTION PERCEPTIONS INDEX				
country rank	country	2008 CPI score	surveys used	confidence range
1	Denmark	9,3	6	9.1 - 9.4
1	New Zealand	9,3	6	9.2 - 9.5
1	Sweden	9,3	6	9.2 - 9.4
4	Singapore	9,2	9	9.0 - 9.3
5	Finland	9,0	6	8.4 - 9.4
5	Switzerland	9,0	6	8.7 - 9.2
7	Iceland	8,9	5	8.1 - 9.4
7	Netherlands	8,9	6	8.5 - 9.1
9	Australia	8,7	8	8.2 - 9.1
9	Canada	8,7	6	8.4 - 9.1
11	Luxembourg	8,3	6	7.8 - 8.8
12	Austria	8,1	6	7.6 - 8.6
12	Hong Kong	8,1	8	7.5 - 8.6
14	Germany	7,9	6	7.5 - 8.2
14	Norway	7,9	6	7.5 - 8.3
16	Ireland	7,7	6	7.5 - 7.9
16	United Kingdom	7,7	6	7.2 - 8.1
18	Belgium	7,3	6	7.2 - 7.4
18	Japan	7,3	8	7.0 - 7.6
18	USA	7,3	8	6.7 - 7.7
21	Saint Lucia	7,1	3	6.6 - 7.3
22	Barbados	7,0	4	6.5 - 7.3
23	Chile	6,9	7	6.5 - 7.2
23	France	6,9	6	6.5 - 7.3
23	Uruguay	6,9	5	6.5 - 7.2
26	Slovenia	6,7	8	6.5 - 7.0
27	Estonia	6,6	8	6.2 - 6.9

El hoy presidente de Estados Unidos, en ese capítulo, hace referencia a estudios que señalan cuáles son los tres principales retos morales que tiene su nación, y estos tres retos son: *a)* la corrupción en el gobierno y en las empresas privadas, *b)* la exacerbación de la codicia y el materialismo y *c)* la necesidad de que los padres en el seno familiar inculquen valores a sus hijos.

En este contexto, en donde confluyen opiniones, hechos y estimaciones acerca de la caída de los valores, el nuevo presidente ha puesto un especial énfasis en la restauración de los mismos.

Por solo mencionar un ejemplo de codicia, en la década de los 80, en promedio el presidente de una compañía tenía una remuneración 40 veces mayor a la de un empleado típico. En tiempos de crisis, esta relación trepó a más de 300. Ello derivaría en llevar a un mayor control esas cifras antedichas.

Estimamos que luego del camino recorrido en el análisis del trabajo, esta impresionante crisis financiera es antes que nada, una crisis de valores. Vale la pena señalar que la pérdida de valores es un tipo de dolencia social de difícil curación, que implica perseverancia y tiempo para sanarse y que tiene un efecto directo sobre la economía de los países.

Como se recordará, la identidad de valores es un tema central en la recuperación de la confianza.

c) Percepción de apertura

Asimismo, otro de los factores determinantes de la confianza sistémica, es la transparencia y la apertura a la información. Cabe señalar que la nueva administración ha hecho un esfuerzo extraordinario por hacer límpido el conocimiento de las políticas y de los datos económicos y no económicos, pero que influyen en los económicos. En este sentido, la administración ha hecho un considerable alarde de dominio de las modernas tecnologías de la información y las comunicaciones. En este contexto, se inscribe también la preocupación del gobierno por la investigación y desarrollo (I&D) y la innovación que habían decaído en el país. En otros términos, luce como una reivindicación de la economía y la sociedad americanas adaptándose a la nueva sociedad del conocimiento que caracteriza al mundo desde las últimas décadas del siglo anterior y con más nitidez en el siglo XXI.

d) Conocimiento y competencia

La actual administración asimismo, conformó un equipo económico de primer nivel en cuanto a conocimiento y competencia. En la Reserva Federal ya estaba como Chairman el Dr. Ben S. Bernanke que goza en la academia económica de prestigio, quien más allá de críticas buscó demostrar su competencia a la hora de actuar como *policymaker*.

En el equipo económico del nuevo presidente, aparecen tres figuras que tienen conocimiento, experiencia y un historial de honestidad remarcado. Más aún, en su conformación se buscó hacer un balance entre distintas generaciones.

Para nombrar los principales actores se designó a Timothy Geithner como Secretario del Tesoro, un hombre de amplia exposición internacional, menor de 50 años, con una amplia experiencia en la solución de situaciones críticas en sistemas financieros que venía de presidir la Reserva Federal de New York.

El profesor Dr. Lawrence Summers, un reputado académico de una generación mayor a la de Geithner y que llegó a ser Secretario del Tesoro durante la administración Clinton, incorpora al equipo no solo un gran nivel de conocimiento sino también de experiencia en la conducción de la cosa pública. Summers fue designado por el presidente Obama como Director del Consejo Económico Nacional de la Casa Blanca y Asistente del Presidente para política económica.

La otra figura designada como Director del Comité Asesor del presidente para la Recuperación Económica, es Paul Volcker, quien fuera una distinguida figura como Chairman de la Reserva Federal. Volcker, es un hombre que supera los 80 años, manteniendo su lucidez y siendo reconocido como un hombre de clara visión económica y de decisiones.

Este equipo, aseguró entonces, el elemento de conocimiento y competencia necesario, entre otros, para restaurar la confianza.

e) La estrategia

La estrategia concebida, en términos generales, se orientó a la recuperación de la confianza pública tratando de interrumpir la situación creada por la crisis financiera y la contracción económica que conformaban un círculo vicioso. Por otra parte, la administración Obama apuntó a recuperar una economía no basada en burbujas sino un crecimiento sostenido a largo plazo.

Ya se han expuesto los distintos tipos de medidas adoptadas, por lo que ahora recordaremos en apretada síntesis las principales líneas de las políticas adoptadas.

El primer punto a remarcar es que la estrategia seguida por las medidas y su implementación tenían que ser suficientemente agresivas y no tomadas en forma débil ni titubeante, de allí que debían ser básicamente ni pequeñas ni demoradas.

La principal política impulsada e implementada fue el estímulo fiscal. Recientemente señaló Summers (2009) que “los economistas en años recientes se han tornado escépticos sobre el manejo discrecional de la política fiscal y han mirado la política monetaria como una mejor herramienta para la estabilización en el corto plazo. Nuestro juicio, sin embargo, fue que en un escenario de trampa de la liquidez de tasas de interés cero, un sistema financiero funcionando muy imperfectamente y expectativas de perseverar la contracción, los resultados de la política monetaria serían altamente inciertos, mientras que la política fiscal fue probablemente más potente. Nosotros hemos concluido asimismo que deberíamos utilizar todas las herramientas al alcance con miras a disminuir las fuerzas contractivas de la economía.”

Esta estrategia fiscal tan decidida fue no solo rápida en comenzar sino que a su vez diversificada en su espectro a los efectos de abarcar mayores sectores de la sociedad. Ya se han expresado anteriormente estas medidas.

En segundo lugar, se continuó profundizando la política monetaria expansionista que fue siguiendo la Fed.

En tercer lugar, la administración atacó el sistema financiero que estaba bajo severas dificultades económicas y financieras. En este contexto se implementaron también las medidas ya vistas.

En cuarto lugar, ante el fracaso de la autorregulación de las instituciones financieras, el gobierno diseñó un potente sistema de regulación que está en proceso de ser parcialmente aprobado y el resto en ejecución.

Estas fueron escuetamente expuestas algunas aristas principales de la estrategia de recuperación de la confianza.

4.2 ¿Qué pasó con la confianza sistémica?

Luego de implementada la estrategia esquematizada en la sección anterior, cabe preguntarse ¿qué ha pasado con la confianza sistémica? Debe recordarse lo señalado secciones anteriores en el sentido de que la confianza sistémica así como la grupal o interpersonal son muy complementarias.

Los cuadros que continúan (Figuras 41 a 50) muestran una mejoría en los índices de confianza del consumidor para Estados Unidos (Universidad de Michigan y *Conference Board*), así como los índices de confianza de Europa tanto de empresarios como de consumidores, el índice IFO para Alemania de expectativas en general y los índices para Japón. Se nota en los mismos un mejoramiento de la confianza en los distintos centros graficados con algunas caídas en los últimos meses en Estados Unidos debido a la debilidad que aún mantiene el mercado laboral.

Figura 41

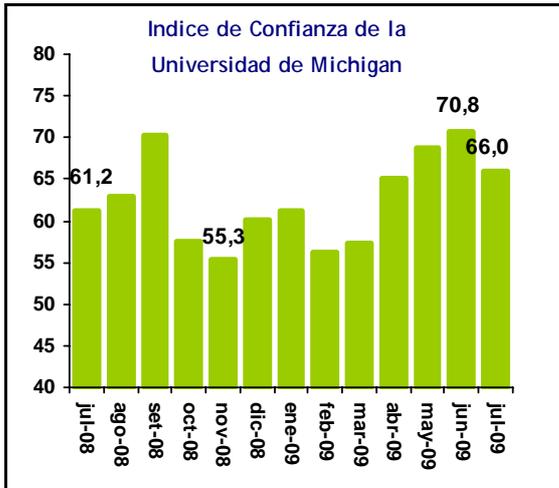


Figura 42

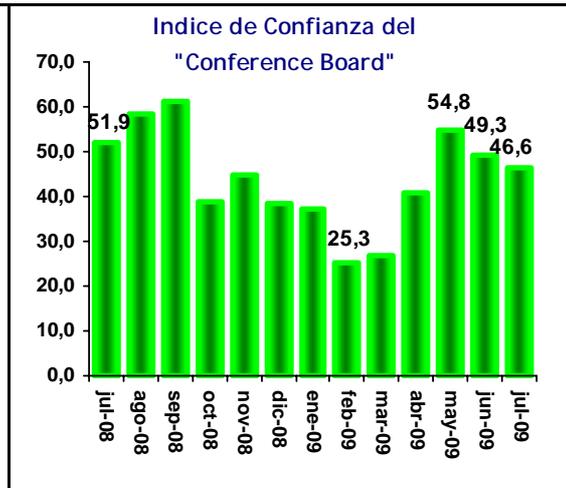


Figura 43

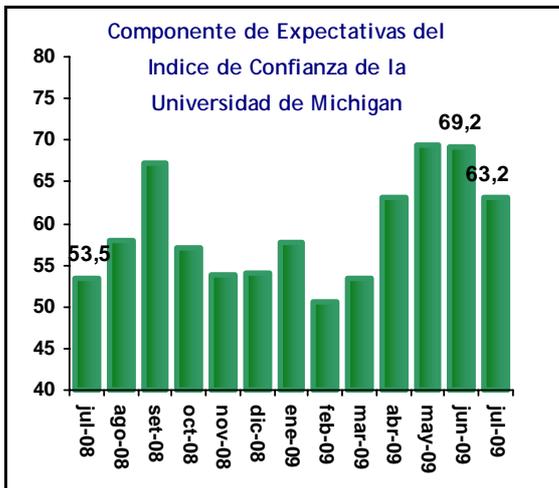


Figura 44



Figura 45

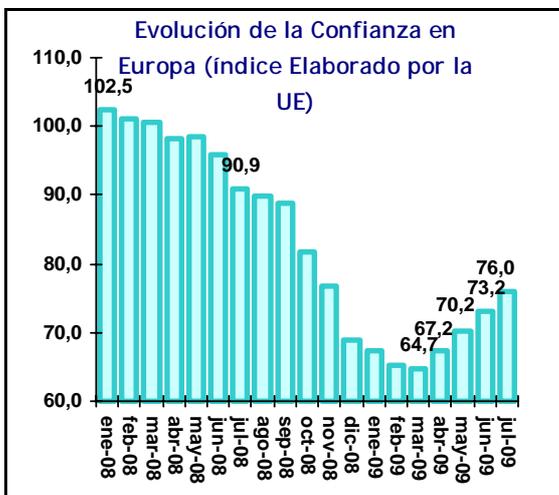


Figura 46

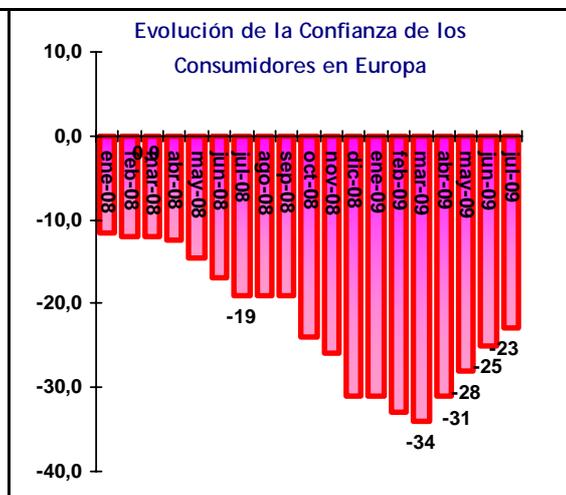


Figura 47

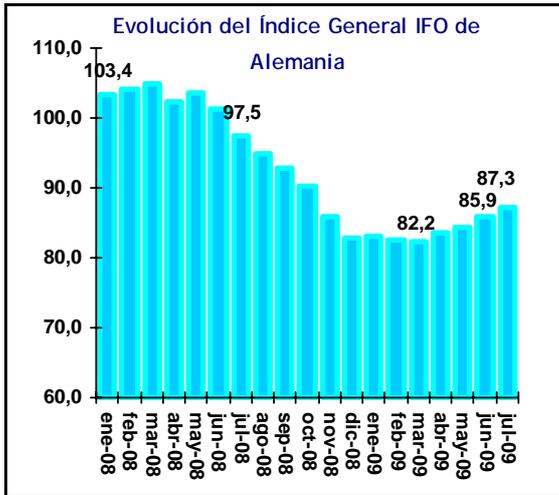


Figura 48



Figura 49

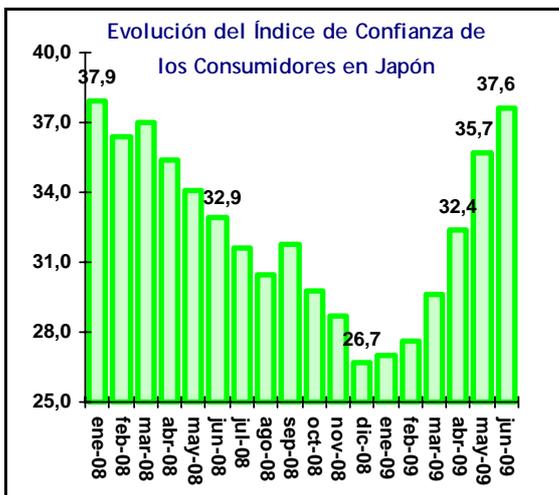
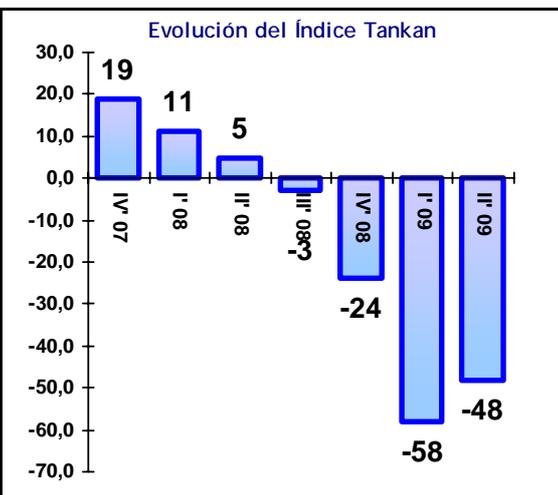


Figura 50



4.3 ¿Qué pasó con la economía real?

A comienzos del segundo semestre de 2009, los indicadores económicos muestran que:

- i) Se ha producido una desaceleración notoria en el ritmo de contracción económica en los países desarrollados en general y en los EE.UU. en particular.
- ii) La economía china está dando señales de reacceleración del crecimiento.
- iii) Ha mejorado de manera significativa la confianza de los consumidores, empresarios e inversores, que en muchos casos retornó a niveles similares a los de setiembre de 2008, antes de la quiebra de Lehman Brothers.

Así lo muestra el índice ISM tanto del sector manufacturero como de servicios de Estados Unidos, que sin llegar al valor 50, su valor satisfactorio, evidencia una mejoría (figuras 51 y 52).

El índice de Indicadores Líderes en Estados Unidos (figura 53), que refleja en forma amplia la confianza de los empresarios y consumidores, muestra también una mejoría.

Figura 51

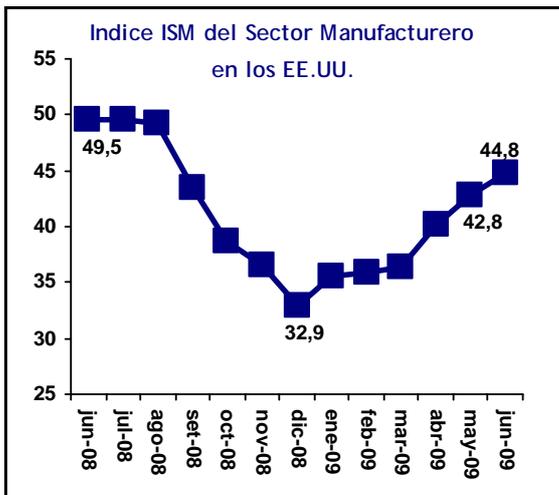


Figura 52

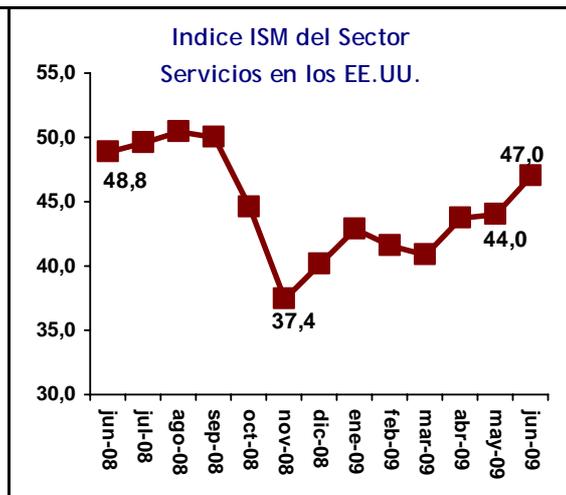
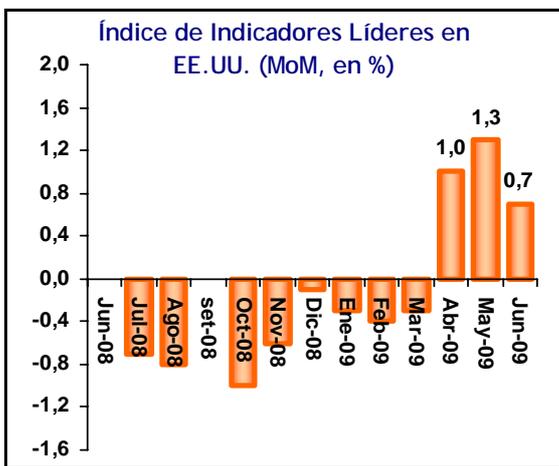


Figura 53



Similares apreciaciones favorables muestran los cuatro cuadros siguientes (54 a 57) vinculados a la construcción y venta de inmuebles.

Figura 54



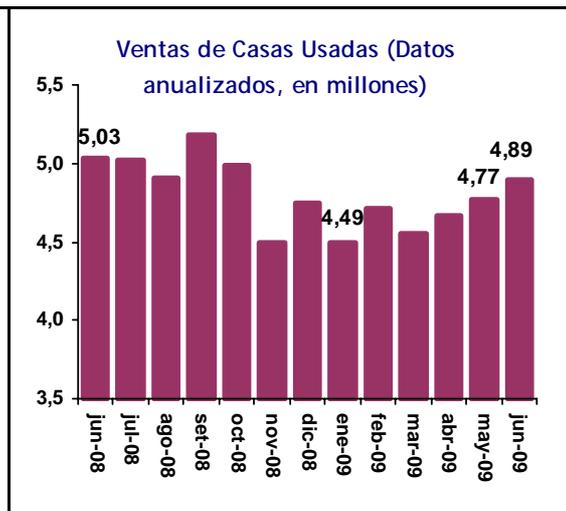
Figura 55



Figura 56



Figura 57



Los precios de la viviendas parecen estabilizarse y en algún caso crecer (Figuras 58 y 59). El desempleo aun marca signos negativos como lo muestran los cuadros 60 y 61. La variable empleo luego de una recesión pronunciada es de las últimas en mostrar síntoma de recuperación.

Figura 58

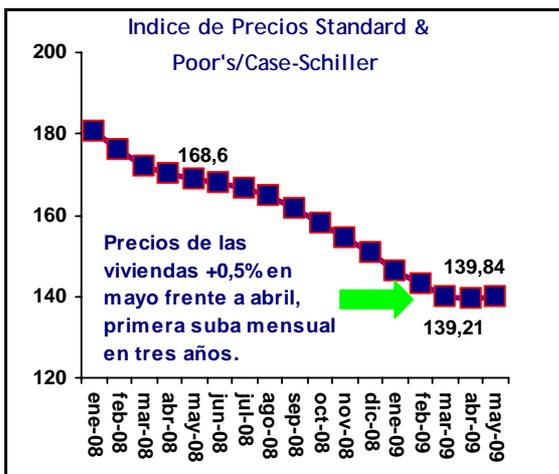


Figura 59

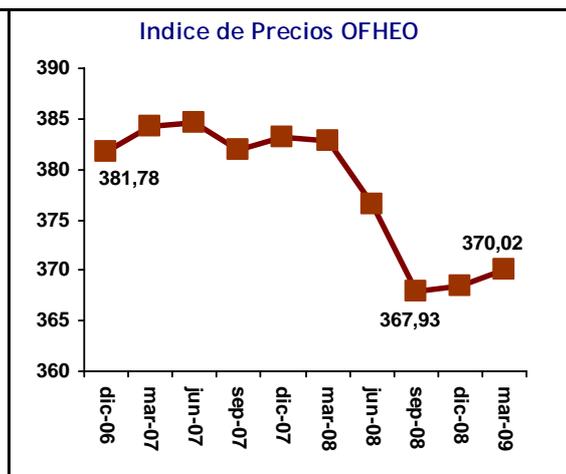


Figura 60

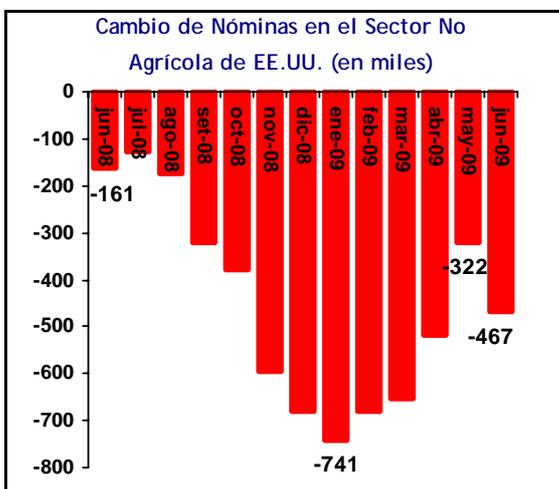
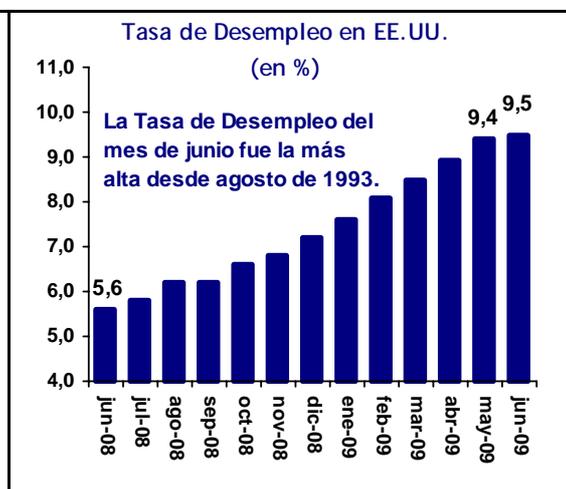


Figura 61



Las Figuras 62 y 63 muestran los indicadores con referencia a los beneficios por desempleo con indicios leves de mejoría

Europa, por su parte, muestra mejoría en los indicadores de actividad manufacturera y de servicios (Figuras 64 a 67).

Figura 62

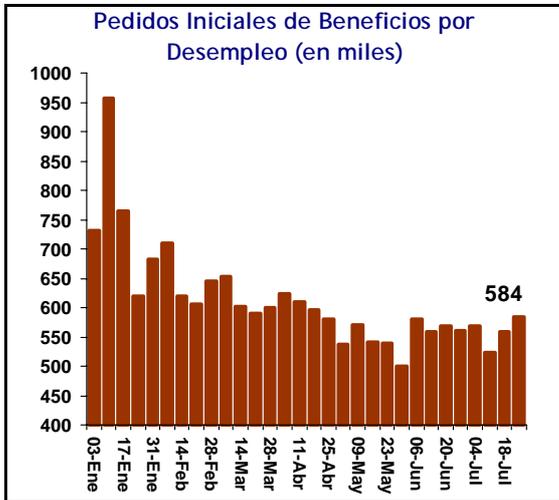


Figura 63

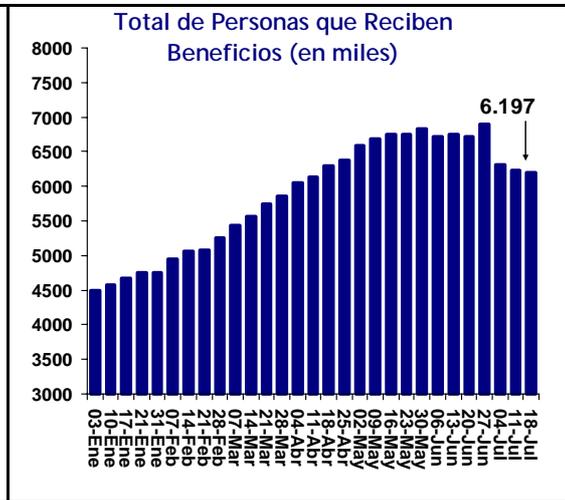


Figura 64

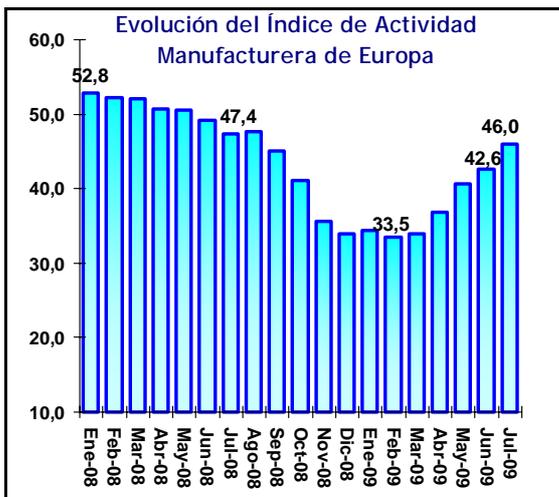


Figura 65

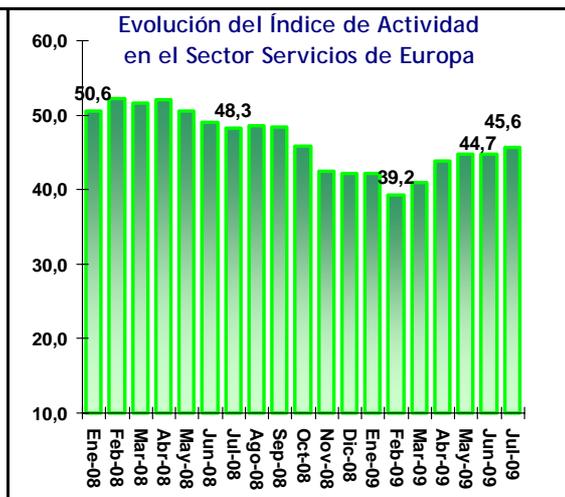


Figura 66

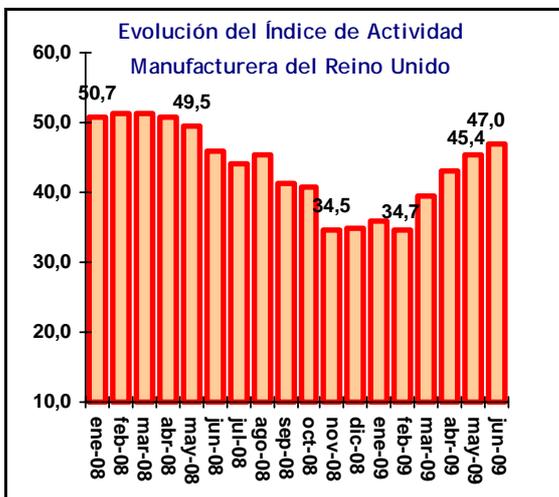


Figura 67

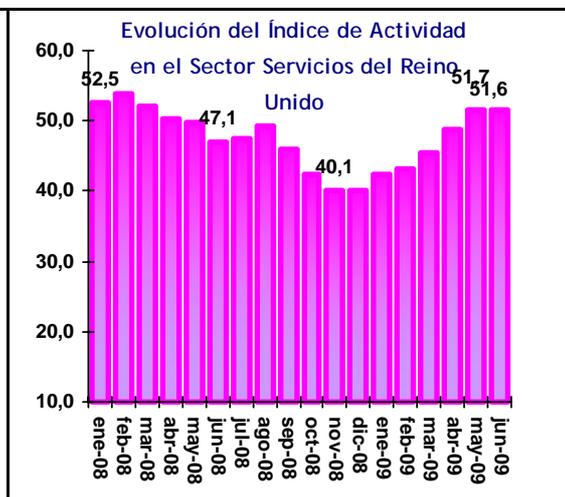
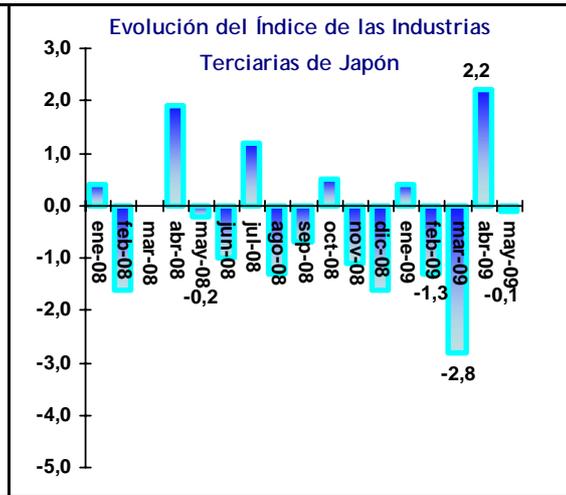


Figura 68



Figura 69



En definitiva, y más allá del dato de empleo de junio en Estados Unidos, prácticamente todos los indicadores conocidos están mostrando una estabilización de la actividad económica en todo el mundo desarrollado en general y en los Estados Unidos en particular.

En particular, el índice de indicadores líderes -IIL-, estaría mostrando que la recesión en la economía norteamericana habría terminado en junio.

La producción de China y las ventas minoristas siguen al ritmo de crecimiento esperado (Figuras 70 y 71).

Figura 70

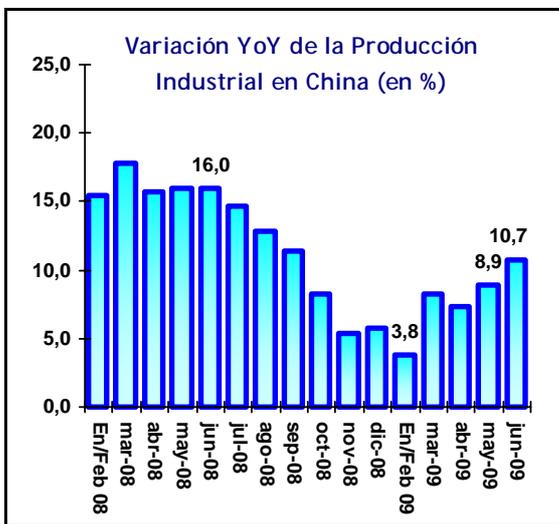


Figura 71



Mientras que la caída de las exportaciones (Figura 72) fue en buena medida compensada por el mercado interno.

En resumen, los indicadores económicos y financieros que se han conocido en los últimos meses para la economía china, muestran una clara reaceleración del crecimiento, como resultado de las medidas de estímulo adoptadas por las autoridades de dicho país en noviembre de 2008.

De hecho, algunos analistas han comenzado a señalar que en algunos sectores se observan comportamientos tipo “burbuja” en China, en particular a nivel del crédito bancario y en la bolsa.

Figura 72

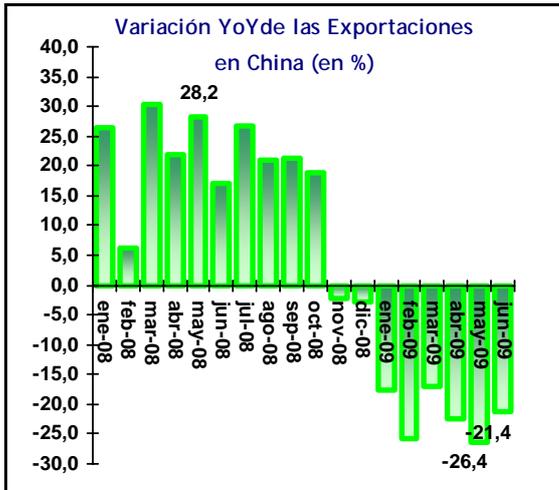


Figura 73

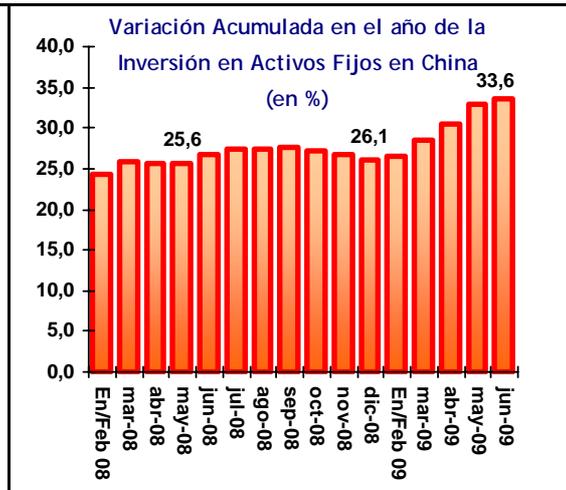


Figura 74

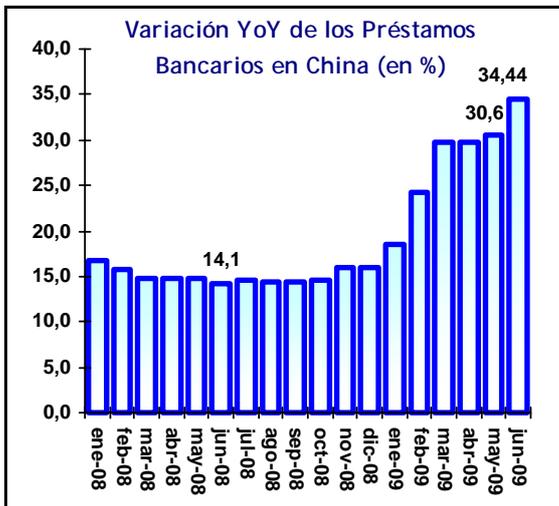


Figura 75

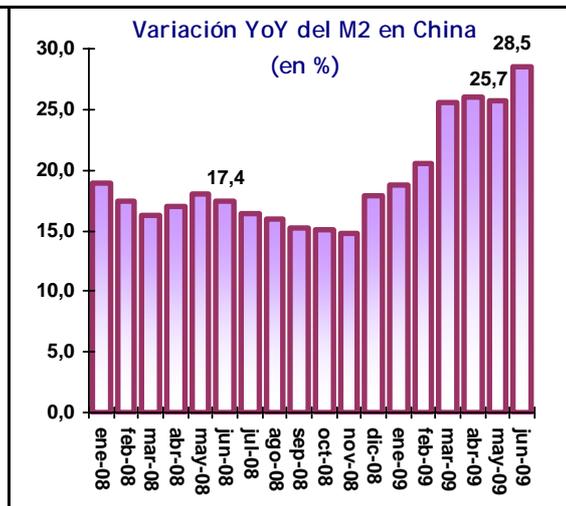


Figura 76

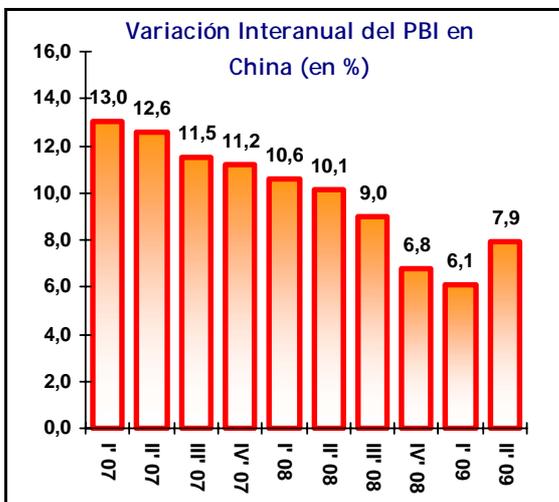
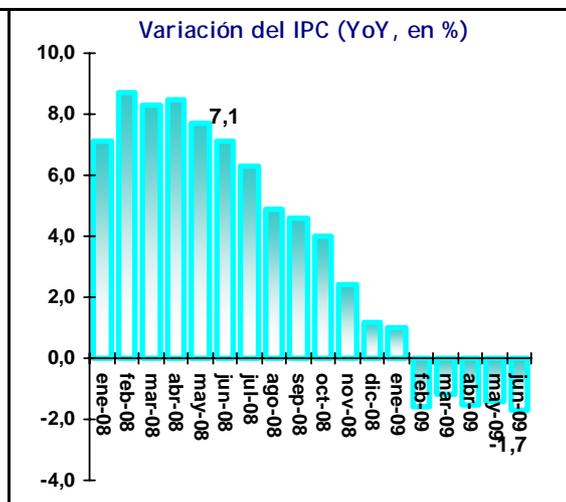


Figura 77



4.4 ¿Qué pasó en los mercados financieros internacionales?

En lo que va del año 2009, el comportamiento de los mercados financieros internacionales tuvo dos etapas claramente diferenciadas.

Hasta comienzos de marzo, el pánico fue la tónica, los inversores parecían estar anticipando como inevitable un escenario de depresión económica estilo lo ocurrido durante la década de los '30, y en consecuencia se desprendieron masivamente de todos los activos de riesgo (acciones, acciones preferidas, bonos corporativos, bonos soberanos de países emergentes, materias primas, etc.) buscando refugio en la deuda pública de Estados Unidos (y en general de los países de G7), lo que a su vez provocó un fortalecimiento del dólar.

Desde mediados de marzo hasta el presente, la realidad mostró que el pánico generado por la creencia de que nos encaminábamos a un escenario de “fin del mundo” resultó infundado; los inversores gradualmente comenzaron a aumentar su apetito por riesgo, y ello llevó a que los mercados financieros gradualmente comenzaran a normalizarse, eliminando la excesiva prima de riesgo que se había incorporado cuando se pensaba que era inevitable un escenario de “fin del mundo”.

Así, desde mediados de marzo se observaron subas muy significativas en los precios de todos los activos de riesgo, baja en los precios de los *treasuries* y títulos de deuda de los gobiernos del G7, y un debilitamiento del dólar en los mercados cambiarios internacionales.

Esta evolución aparece graficada en los índices S&P y MSCI (Figuras 78 a 83).

Las tasas de interés y los spreads parecen ir llegando a guarismos más “normales” (Figuras 84 a 99).

El excepcional estímulo fiscal y monetario que los gobiernos de prácticamente todo el mundo industrializado en particular han aplicado desde fines de 2008, parece estar comenzando a generar una incipiente mejora en el contexto económico y financiero global.

En este sentido, muy probablemente podría pensarse que lo que se ha dado en llamar la “Gran Recesión” de 2008 probablemente ya haya alcanzado su punto de máxima intensidad, y en el segundo semestre de este año 2009 se observe una estabilización de la situación económica.

Dado que esta incipiente mejora del contexto económico y financiero global tiene su origen en las políticas de estímulo aplicadas por las autoridades; un desafío muy importante hacia el futuro es si las autoridades son capaces de continuar implementando políticas que estimulen el crecimiento económico, normalicen la deflación de precios y eviten una renovada inestabilidad financiera.

Justamente, la dificultad para sostener indefinidamente en el tiempo el actual nivel de estímulo fiscal y monetario, junto al ajuste secular en el ritmo de crecimiento del consumo en Estados Unidos., impedirán una recuperación rápida en forma de “V” de la crisis.

En nuestra opinión, la recuperación es altamente probable que fuera del estilo de una “W” truncada, donde luego de una recuperación inicial (hasta el segundo semestre de 2010), seguirá un período de bajo crecimiento, especialmente a nivel del G7.

Si bien lo más probable es que ya hayamos pasado el punto de máxima contracción del nivel de actividad en el mundo desarrollado, y se evite un escenario de “depresión” económica estilo lo ocurrido en la década de 1930, de todas formas la actual crisis financiera y económica ha generado cambios más o menos permanentes, a los cuales todos debemos adaptarnos.

Entre los cambios más importantes, vale la pena mencionar los siguientes:

- a. Durante los próximos 5 a 10 años, en promedio el crecimiento de la economía mundial será más reducido, hasta tanto se complete el “*deleveraging*” (desapalancamiento) a nivel del sistema financiero mundial y del consumidor norteamericano.
- b. La crisis acelerará la caída relativa de la importancia del G7 y sus mercados financieros, a favor de los mercados emergentes en general y de los BRICs en particular.

- c. En el corto plazo (hasta el segundo semestre del 2010 al menos), la inflación no será un problema de especial preocupación, y más bien la preocupación estará centrada en evitar la deflación de precios. Salvo que el G7 se “latinoamericanice”, monetizando los crecientes déficit fiscales, tampoco la inflación será un problema a mediano plazo (5 a 10 años).
- d. Los rendimientos nominales y reales de las inversiones en activos tanto reales como financieros, serán menores que hasta antes de la crisis, y los inversores deberán ajustar a la baja sus expectativas de rentabilidad; o estar dispuestos a asumir mayores riesgos y estrategias más creativas y agresivas para obtener rendimientos elevados.
- e. Las estrategias de inversión “*buy and hold*” deberían ser abandonadas y sustituidas por un manejo activo de los portafolios a través de lo que se conoce como “*tactical asset allocation*” intentando aprovechar las oportunidades que producen distintos tipos de activos, regiones y sectores en diferentes momentos del tiempo.

Figura 78

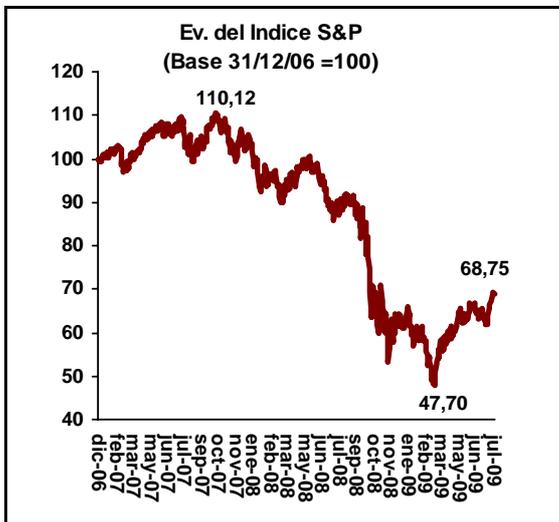


Figura 79



Figura 80

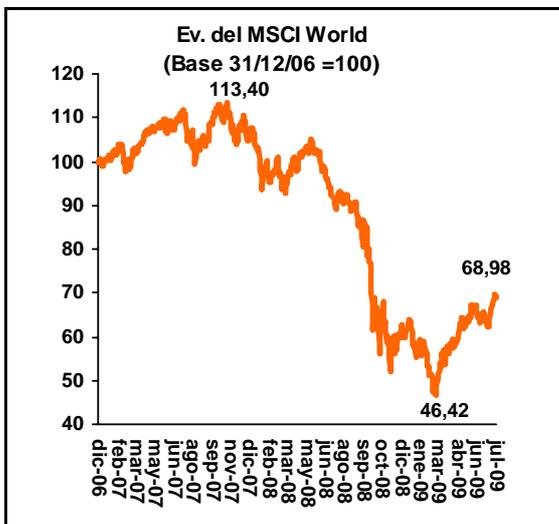


Figura 81

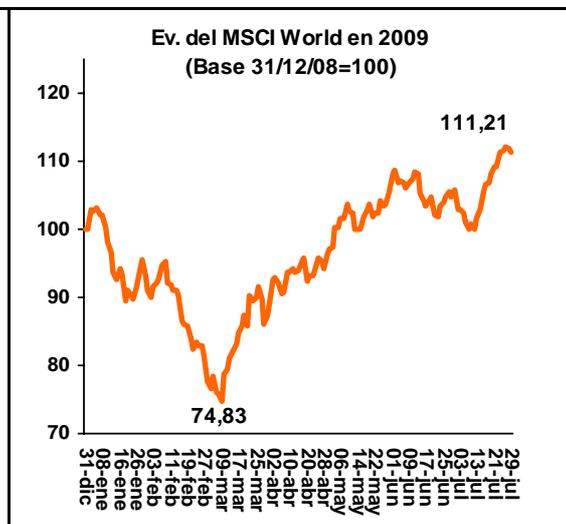


Figura 82

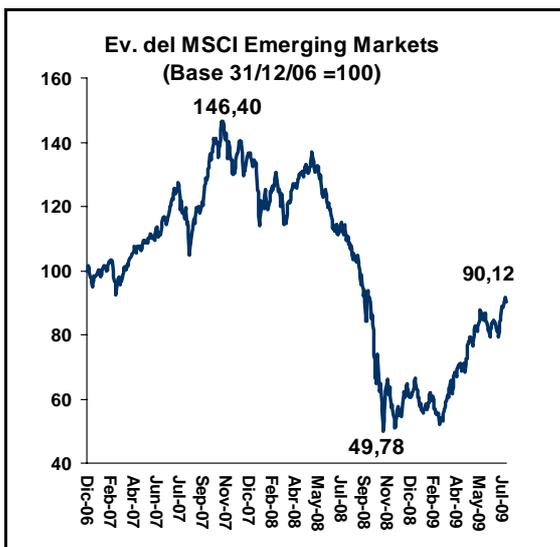


Figura 83

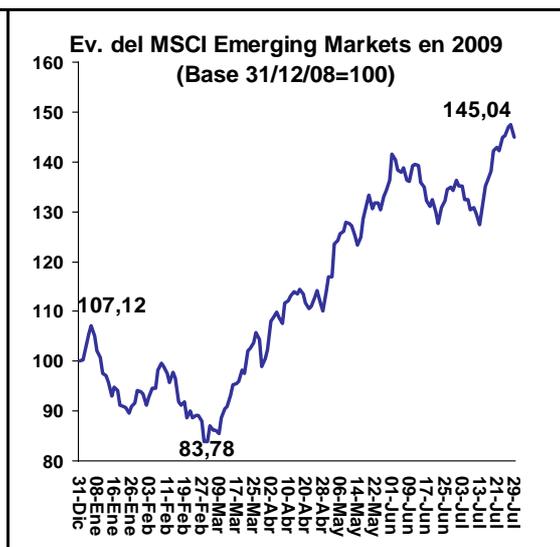


Figura 84

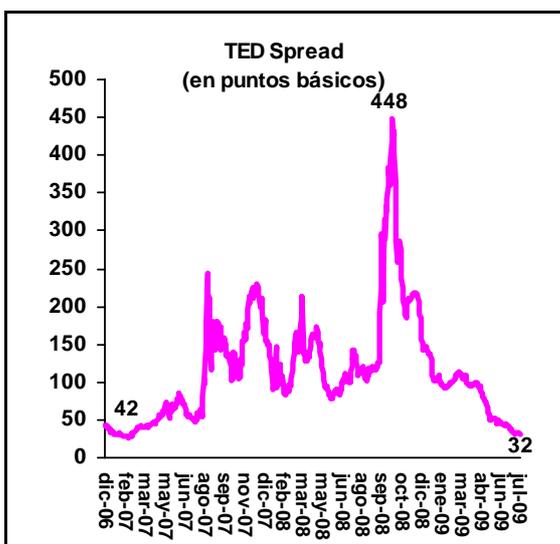


Figura 85

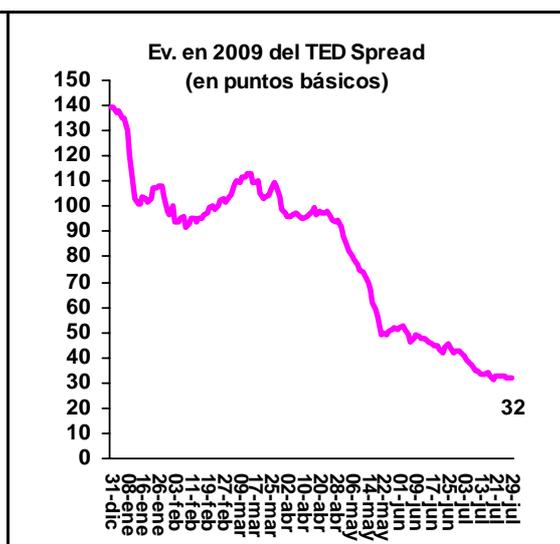


Figura 86

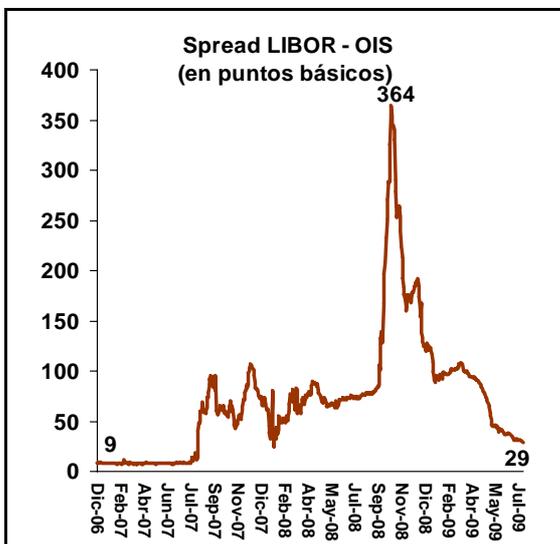


Figura 87

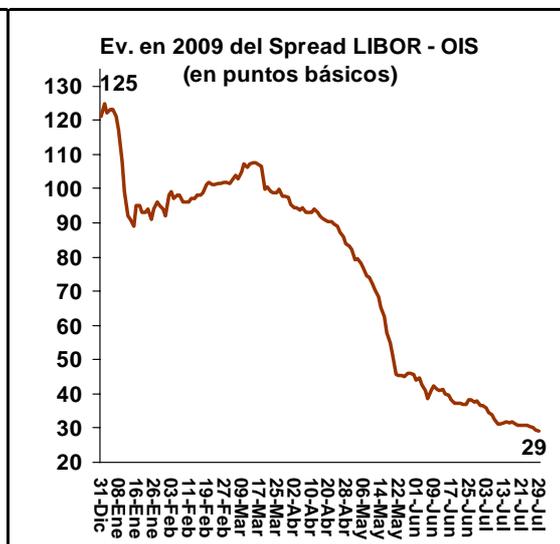


Figura 88

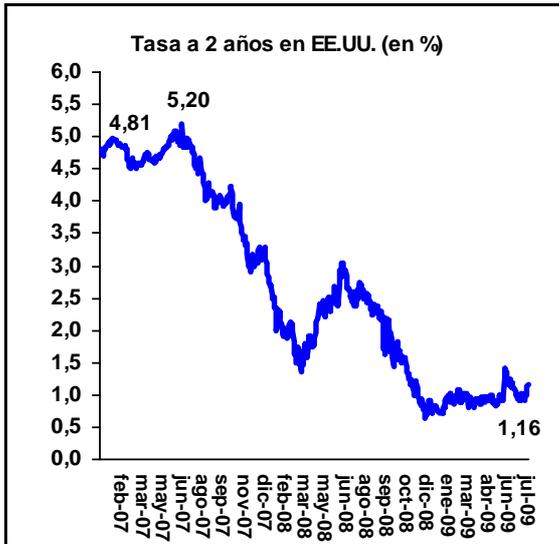


Figura 89

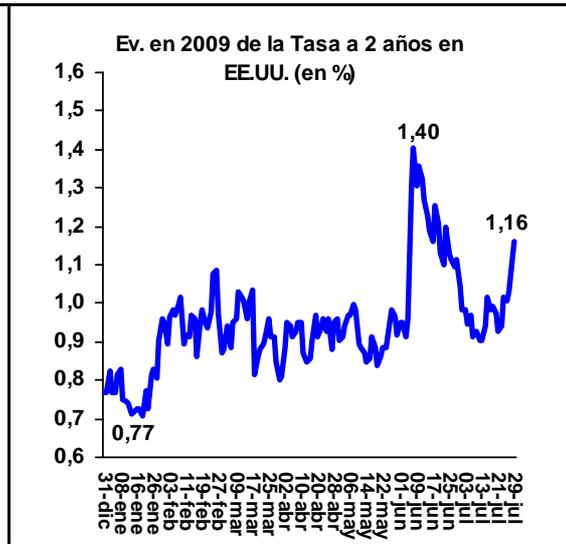


Figura 90

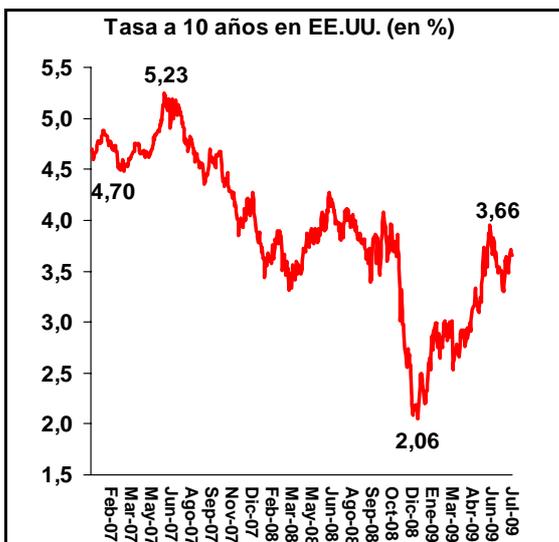


Figura 91

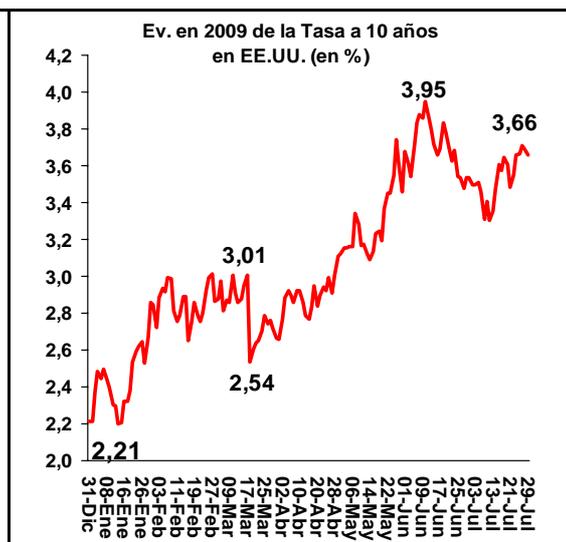


Figura 92

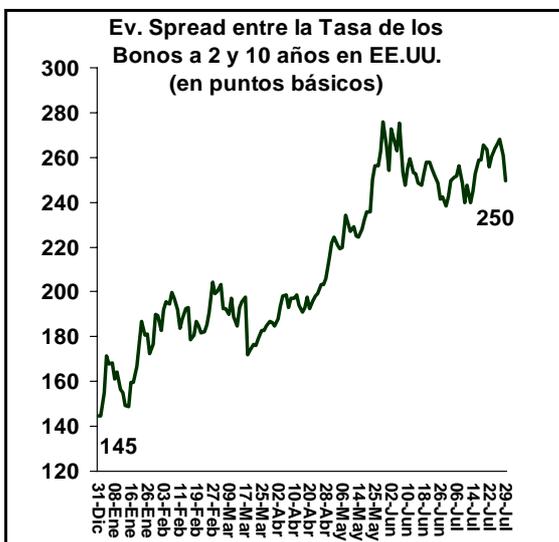


Figura 93

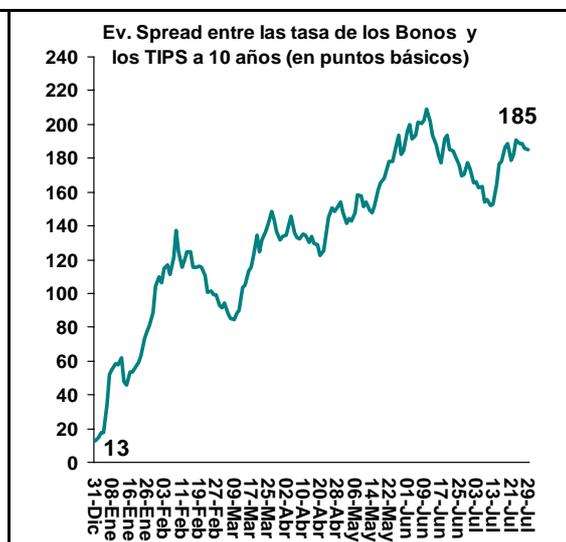


Figura 94

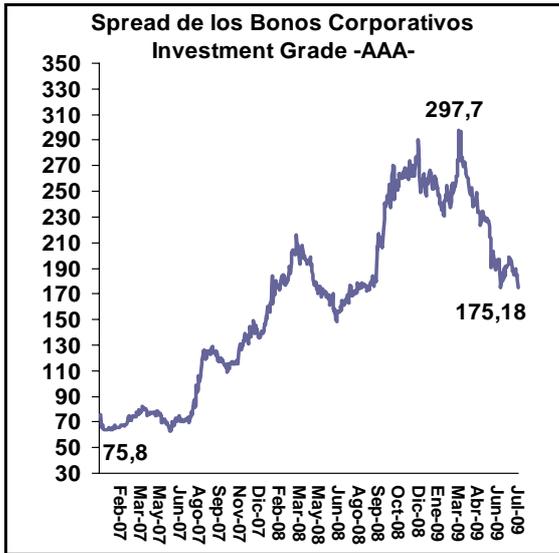


Figura 95

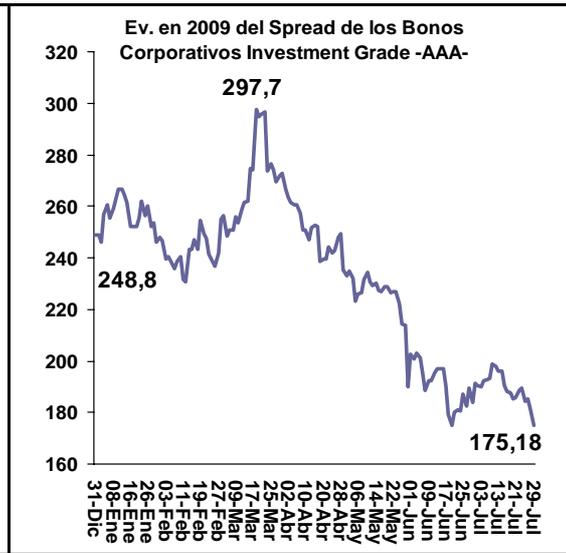


Figura 96

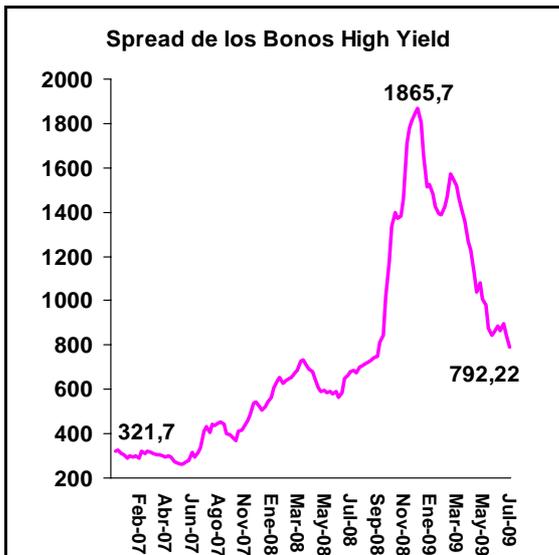


Figura 97

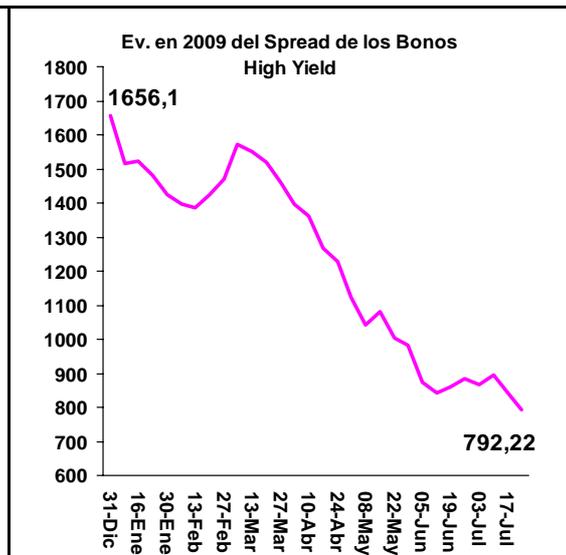


Figura 98 EMBI+

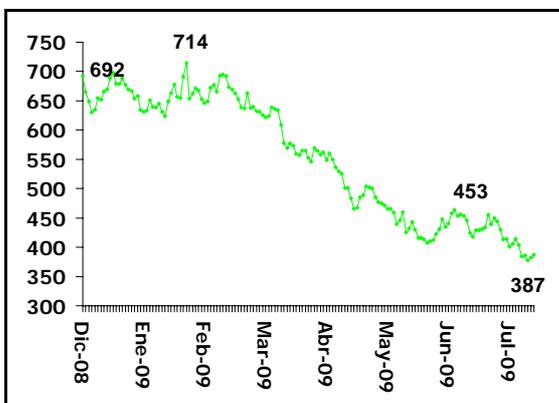
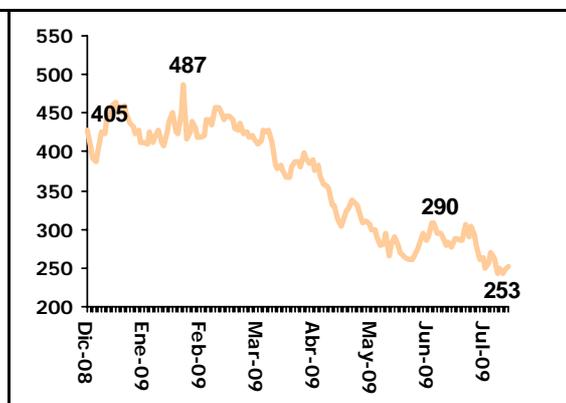


Figura 99 Riesgo país Brasil



4.5 Conclusiones

En este trabajo, además de exponer los hechos económicos y financieros de la crisis, analizarlos y presentar algunas consecuencias, hemos buscado analizar el fenómeno de la confianza en tiempos de crisis desde el ángulo psicosocial, así como los aportes de otras disciplinas y la influencia que puede tener en el desarrollo de las crisis.

El análisis de la evidencia empírica transitada pone de relieve elementos centrales de cómo las acciones de los gobiernos pueden causar, ahondar y prolongar las crisis financieras. Ello es debido a la capacidad de destrucción de la confianza pública que pueden tener.

Así, el riesgo en finanzas tiene aproximaciones académicas definidas, como la variabilidad de los rendimientos en torno a un valor central. En este caso, considerando el riesgo global, este mundo de dos parámetros, riesgo y rendimiento, son insumos básicos para la construcción de la teoría del portafolio. Ya eliminando o disminuyendo a niveles ínfimos el riesgo no sistemático, aparece una segunda aproximación al riesgo, conformada por el coeficiente beta, medida de la sensibilidad de los rendimientos de un activo con respecto a los del mercado, analíticamente expresada como el cociente entre la covarianza de los rendimientos del activo en cuestión y los del mercado dividida por la varianza de los rendimientos del mercado. Estas aproximaciones desarrolladas para tiempos de “normalidad” de los mercados financieros, difieren sustancialmente de la idea de riesgo que un inversor tiene en tiempos de crisis. En estos tiempos de crisis, el riesgo aparece inmerso en una perspectiva emocional, la reacción psicológica a pérdidas potenciales. La preocupación se centra en la pérdida de los capitales, con los cuales hacer frente a las necesidades de caja futuras.

Siendo este el riesgo, en tiempos de crisis financieras la preocupación de los gobiernos debe tener claro, que su accionar puede incrementarlo o disminuirlo. Y allí es donde la confianza juega un rol central en tiempos particularmente riesgosos.

El caso bajo análisis, muestra cómo la carencia de liderazgo al comienzo de la crisis, la adopción de valores disímiles a los cuales se identifica socialmente el cliente o grupo social, la incompetencia en el manejo de varias y sustanciales medidas adoptadas, tanto sea en el tiempo en que se dieron como en la sustancia de las medidas, los niveles de corrupción, mala fe y parcialidad y la percepción pública de la falta de cuidado y preocupación y compromiso, pueden transformar una incipiente crisis *borderline* en una crisis sistémica de proporciones globales.

La reversión de la virulencia de la crisis señalada en su fase más reciente, es debida a un conjunto de medidas económicas adoptadas, pero sumada a un mejoramiento de los niveles de confianza perdidos. Los *animal spirits* en el sentido recreado por Akerlof y Shiller, comienzan a tomar una tónica positiva. Se ha recuperado la confianza sistémica en buena medida, y también la interpersonal.

Más dudas caben sobre la sanidad de la confianza que despierta la identidad de valores. Debe tenerse claro, que antes que una crisis financiera, la actual crisis es una crisis de valores. Allí es donde el tema profundiza en estratos complejos del comportamiento social. Toma tiempo encauzarla y hechos que la vayan comprobando.

Otro aporte que busca dejar este trabajo es reforzar la línea moderna de pensamiento, como la tratada por los dos distinguidos autores citados, en el sentido que la economía debe ir incorporando a su análisis “cómo la gente funciona cuando se advierte que son seres humanos” y agregaríamos en particular en una nueva economía basada en el conocimiento en donde las tecnologías de la información y las comunicaciones han hecho una irrupción masiva que han transformado no solo las relaciones económicas sino también sociales y en la cual mucho del bagaje teórico acumulado en economía debe recibir nuevos aportes para explicar más adecuadamente los fenómenos.

Finalmente, queremos expresar que el análisis presentado en este trabajo debe considerarse preliminar. Es un camino que requiere de nuevas y profundas investigaciones y, por otra parte, aun estamos inmersos en la crisis y se hará necesario contar con más información cuando se haya superado, para analizarla y complementar el análisis.

REFERENCIAS

- Allais, M. (1953). Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école Américaine, *Econometrica* 21, 503-546
- Akerlof, G. y R. Shiller (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press.
- Amelang, M., Gold, A. y Külbel, E. (1984). Über einige Erfahrungen mit einer deutschsprachigen Skala zur Erfassung zwischenmenschlichen Vertrauens (Interpersonal Trust). *Diagnostica*, 30, 198-215.
- Atkinson S. y D. Butcher (2003). Trust in managerial relationships, *Journal of Managerial Psychology* Vol.18.
- Avolio, B. J., y Bass, B. M. (1995). Individual consideration viewed at multiple levels of analysis: a multi-level framework for examining the diffusion of transformational leadership. *The Leadership Quarterly*, 6, 199-218.
- Bank of International Settlements. Annual Report 2009, Basilea.
- Barber, B. (1983). *The logic and limits of trust*. New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Ben-Ner, A. y Putterman, L. (2001). Trusting and trustworthiness, *Boston University Law Review*, 81, 523-551.
- Bernanke, Ben S. (2005). *The Economic Outlook*, Octubre 20, 2005.
- Bierhoff, H. y Vornefeld, B. (2004). The Social Psychology of Trust with Applications in the Internet. *Analyse & Kritik*, 26, 48-62.
- Blau, P. M. (1964). *Exchange and power in social life*. New York: Wiley.
- Brewer, M.B. y Schneider, S. (1990). Social identity and social dilemmas: A double-edged sword. En D. Abrams y M.A. Hogg (Eds.), *Social Identity Theory: Constructive and Critical Advances* (pp 169-84). London: Harvester Wheatsheaf.
- Bromiley, P., y Cummings, L. L. (1993). Organizations with trust: Theory and measurement. Paper presented at the 53rd annual meeting of the Academy of Management, Atlanta, GA.
- Burt, R. S. y Knez, M. (1996). Trust and third-party gossip. In R.M. Kramer & T.M. Tyler (Eds.), *Trust in Organizations: Frontiers of theory and research* (pp.68-89). Thousands Oak: Sage.
- Casson, M. y Della Giusta, M. (2006) Economics of Trust. En A. Zaheer y R. Bachmann (Eds), *Handbook of Trust Research* (pp. 332—54). Cheltenham: Edward Elgar.
- Cook K. S., Yamagishi, T., Cheshire, C., Cooper, R. M., Matsuda, M., y Mashima, R. (2005). Trust building via risk taking: A cross-societal experiment. *Social psychology quarterly*, 68, 121-142.
- Cook, K. S. y Cooper, R. M. (2003). Experimental studies of cooperation, trust and social exchange. En L. Ostrom y J. Walker (Eds.), *Trust and reciprocity: Interdisciplinary lessons from experimental research* (pp 209-244). New York: Sage.
- Costa, A. C. (2003). Understanding the nature and the antecedents of trust within work teams. En Nooteboom, B. y F, Six (Eds.), *The Trust Process in Organizations: Empirical Studies of the Determinants and the Process of Trust Development*. Cheltenham: Edward Elgar
- Cvetcovitch, G.T. y Löfstedt, R.E. (eds.) (1999) *Social Trust and the Management of Risk*. London: Earthscan.
- Dasgupta, P. (1988/2000) Trust as commodity. En D. Gambetta (Ed), *Trust* (pp. 49-72). New York: Basil Blackwell
- Dawes, R.M. (1991) Social dilemmas, economic self-interest and evolutionary self-interest. En D.R. Brown y J.E. Keith-Smith (Eds.), *Frontiers of mathematical psychology: Essays in honor of Clyde Coombs* (pp 53-79). NY: Springer-Verlag.
- Dawes, R.M. y Messick, D.M. (2000) Social dilemmas. *International Journal of Psychology* 35, 111—116
- Department of the Treasury (2009) *Financial Regulatory Reform*.
- De Bruin, E. N. M. y Van Lange, P. A. M. (1999a). Impression formation and cooperative behavior. *European Journal of Social Psychology*, 29, 305-328.
- De Bruin, E. N. M. y Van Lange, P. A. M. (1999b). The double meaning of a single act: Influences of the perceiver and perceived on cooperative behavior. *European Journal of Personality*, 13, 165-182.
- De Bruin, E. N. M. y Van Lange, P. A. M. (2000). What people look for in others: Influences of the perceiver and the perceived on information selection. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 26, 206-219.

- Earle, T. C. y Cvetcovitch, G. T. (1995). *Social Trust: Toward a Cosmopolitan Society*. Westport, CT: Praeger.
- Eiser, R. J. y White, M. P. (2005). A Psychological Approach to Understanding how Trust is Built and Lost in the Context of Risk. Paper presented at SCARR conference on Trust, LSE, 12th December.
- Etzioni, A. (1969). *Social Psychological Aspects of International Relations*. En G. Lindzey y E. Aronson (Eds.), *Handbook of Social Psychology* (pp. 538-601). Reading, MA: Addison-Wesley.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press, Chicago.
- Gabarro, J. (1987). *The dynamics of taking charge*. Boston: Harvard Business School Press.
- Geithner, T. y L. Summers (2009), *New foundations of Financial Regulatory Reform*. *The Washington Post*, Junio 14.
- Giddens, A. (2001), *Sociology* (4th edition), Cambridge: CUP.
- Greenspan, A. *The Age of Turbulence: Adventures in a New World* (New York) pág. 231
- Greenspan, A. *The Challenge of Central Banking in Democratic Society*. Diciembre 5, 1996.
- Greenspan, A. *Testimony* Julio 16, 2002. Greenspan, A. *Financial Times*, Marzo 2008.
- Hofstede, G. (1980). *Motivation, leadership, and organization: Do American theories apply abroad?* *Organizational Dynamics*, 9, 42-63.
- Hogg, M. (2007). *Social Identity and the group context of trust: managing risk and building trust through belonging*. En M. Siegrist, H. Gutscher, y T.C. Earle, (Eds.), *Trust in Cooperative Risk Management: Uncertainty and Scepticism in the Public Mind*. *Trust in Cooperative Risk Management*. London: Earthscan.
- Holmes, J. G. y Rempel, J. K. (1989). *Trust in close relationships*. En C. Hendrick (Ed.), *Close Relationships* (pp. 187-220). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Hovland, C. I., Janis, I. L., y Kelley, H. H. (1953). *Communication and persuasion*. New Haven. CT: Yale University Press.
- Iglesias, Enrique V. *Iberoamérica y la crisis económica*. *El País*, Madrid, 14 de Marzo de 2009.
- Jones, W. H., Couch, L. y Scott, S. (1997). *Trust and Betrayal: The Psychology of Getting Along and Getting Ahead*. En R. Hogan, J. Johnson y S. Briggs (Eds.), *Handbook of Personality Psychology* (pp 465-483). San Diego: Academic Press
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1982). *The psychology of preferences*. *Scientific American*, 246, (1), 160-173.
- Kirkpatrick, S., y Locke, E. (1991). *Leadership: Do traits matter?* *Academy of Management Executive*, 5, 48-60.
- Knack, S. y Keefer, P. (1997). *Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation*. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(4), 1251-1288.
- Konovsky, M., & Pugh, S. (1994). *Citizenship behavior and social exchange*. *Academy of Management Journal*, 37, 656-669.
- Kouzes, J., & Posner, B. (1995). *The Leadership Challenge*. Jossey-Bass: San Francisco.
- Kramer, R. M. y Tyler, T. R. (Eds.) (1996). *Trust in organizations: frontiers of theory and research*. Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Kramer, R.M. (1999) *Trust and distrust in organizations: Emerging perspectives, enduring questions*. *Annual Review of Psychology*. 50, 569-598
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). *Legal Determinants of External Finance*. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Levi, M. (1998) *A state of trust*. En M. Levi, y V. Braithwaite (Eds), *Trust & Governance* (pp. 77-101). New York: Russell Sage.
- Lewicki, R. J. y Bunker, B. B. (1996). *Trust in relationships: a model of trust development and decline*. En R.M. Kramer y T.R. Tyler (Eds.) *Trust in organizations: frontiers of theory and research* (pp. 114-139), Newbury Park, CA: Sage Publications.
- Liebrand, W., Messick, D., y Wilke, H. (1992). *Social dilemmas: Theoretical issues and research findings*. Oxford: Pergamon Press.
- Löfstedt, R. E. y Renn, O. (1997) *The Brent Spar controversy: An example of risk communication gone wrong*. *Risk Analysis*; 17, 131-136.
- Luhmann, N. (1979) *Trust and Power*, Chichester, Wiley.
- Mayer, R. C., Davis, J. H. y Schoorman, D. F. (1995). *An Integrative Model of Organizational Trust*. *The Academy of Management Review*, 20, 709-734.
- McFadden, D. (1999). *Rationality for economists*, *Journal of Risk*

- McFadden, D. (2000). Economic Choice, Nobel Prize Lecture.
- McGregor, D. (1967). *The professional manager*. New York: McGraw Hill.
- Metlay, D. (1999). In *stitutional trust and confidence: A journey into a conceptual quagmire*. En G. T. Cvetkovich y R. E. Löfstedt (Eds.), *Social Trust and the Management of Risk*. London, Earthscan.
- Misztal, B. (1996) *Trust in Modern Societies: The Search for the Bases of Social Order*. Cambridge: Polity Press.
- Munné, F. (1986). *La construcción de la psicología social como ciencia teórica*. Barcelona: Alamex.
- Nanus, B. (1989). *The leader's edge: The seven keys to leadership in a turbulent world*. Chicago: Contemporary Books.
- Nemeth, C. (1970). Bargaining and reciprocity. *Psychological Bulletin*, 74, 297-308
- Obama, Barack (2006). *La audacia de la esperanza*, Península.
- Osgood, C. E. (1962). *An alternative to war or surrender*. Urbana: University of Illinois Press.
- Ouchi, W. G. (1981). *Theory Z: How American business can meet the Japanese challenge*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Pascale, Ricardo (2007). *Lectio Inauguralis*, Universidad Católica del Uruguay.
- Peters R. G., Covelto, V. T., y McCallum, D. B. (1997). The determinants of trust and credibility in environmental risk communication: An empirical study. *Risk Analysis*, 17, 43-54.
- Putnam, R. D. (1993) *Making Democracy Work*. Civic traditions in modern Italy, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rempel, J. K., Holmes, J. G. y Zanna, M. P. (1985). Trust in close relationships. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49, 95-112.
- Rothbart, M. y Park, B. (1986). On the confirmability and disconfirmability of trait concepts. *Journal of Personality and Social Psychology*, 50,131-142.
- Rotter, J. B. (1967) A New Scale For the Measurement of Interpersonal Trust. *Journal of Personality*, 35, 651-665
- Schlenker, B. R., Helm, B. y Tedeschi, J.T. (1973). The Effects of Personality and Situational Variables on Behavioral Trust. *Journal of Personality and Social Psychology*, 25, 419-427
- Shamir, B. 1991). The charismatic relationship: Alternative explanations and predictions. *The Leadership Quarterly*, 2, 81-104.
- Shamir, B. y Y. Lapidot (2003). Trust in organizational superiors: systemic and collective considerations, *Organizational Studies*.
- Shapiro, S.P. (1987). The social control of interpersonal trust. *American Journal of Sociology*, 93, 623-58.
- Siegrist, M., Cvetkovich, G. y Roth, C. (2000). Salient value similarity, social trust, and risk/benefit perception. *Risk Analysis*, 20, 353-362
- Siegrist, M., Earle, T. y Gutscher, H. (2003). Test of a trust and confidence model in the applied context of electromagnetic field (EMF) risks. *Risk Analysis*; 23 (4), 705-716.
- Skowronski, J. J., y Carlston, D. E.(1989). Negativity and extremity biases in impression formation: A review of explanations. *Psychological Bulletin*, 105, 131-142.
- Slovic, P. (1993). Perceived risk, trust and democracy. *Risk Analysis* , 13, 675-682.
- Spence, A. M. (2008). *Lessons from this crisis*, Pimco.
- Stenberg. R. (2005). *Cognitive Psychology*, Wadsworth Pub Co.
- Stiglitz, Joseph (2008). A crisis of confidence, *The Guardian*, 22 de octubre.
- Stürmer, S. y Simon, B. (2004). Collective action: towards a dual-pathway model. En W. Stroebe, y M. Hewstone (Eds.), *European Review of social psychology* (pp.59-99). Hove, UK. Psychology Press
- Summers L. (2009). *Rescuing and Rebuilding the US Economy: A Progress Report*, Conferencia dictada en el Peterson Institute for International Economics.
- Tajfel, H. (1969). Cognitive aspects of prejudice. *Journal of Social Issues*, 25, 79-97.
- Tajfel, H. y Fraser, C. (Eds.) (1978). *Introducing Social Psychology*. Harmondsworth, Middlesex: Penguin.
- Tajfel, H. y Turner, J. C. (1979). An Integrative Theory of Intergroup Conflict. En W. G. Austin y S. Worchel (Eds.), *The Social Psychology of Intergroup Relations*. Monterey, CA: Brooks-Cole .
- Taylor, John B. (2007a). *The 2002 Uruguay Financial Crisis: Five years later*, Conferencia dictada en Montevideo, Uruguay el 29 de mayo de 2007.

- Taylor, John B (2007b). *Global Financial Warriors: the untold story of International Finance in the Post 9/11 World*, M.W. Norton, 2007.
- Taylor, John B (2009a). *Getting off track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Press.
- Taylor, John B. (2009c). *How government created the financial crisis*, Wall Street Journal, February 9, 2009.
- Taylor, John B. (2009b). *The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*, NBER WP 14631.
- Tyler T. R. y Kramer, R. M. (1996). *Trust in Organizations*, Thousand Oaks, Sage Publications.
- Tyler, T. R., y Huo, Y. J. (2002). *Trust in the law: encouraging public cooperation with the police and courts*. New York, NY : Russell Sage.
- Whitener, E., Brodt, S., Korsgaard, M., y Werner, J. (1998). *Managers as initiators of trust: An exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behavior*. *Academy of Management Review*, 23, 513-530.
- Yamagishi, T. (1988). *The provision of a sanctioning system in the United States and Japan*. *Social Psychology Quarterly*, 51, 265-271
- Yamagishi, T. y Cook, K. (1993). *Generalized exchange and social dilemmas*. *Social Psychology Quarterly*, 56(4), 234-248.
- Zak, P. J. y Knack, S. (2001). *Trust and Growth*. *Economic Journal*, 111 (470), 295-321
- Zand, D. E. (1972). *Trust and managerial problem solving*. *Administrative Science Quarterly*, 17, 229-239.