
“A crisis of beliefs. Investor pshychology and financial fragility” *Nicola Gennaioli y Andrei Schleifer*

Princeton University Press, 2018, x + 252 páginas

José M. Domínguez Martínez

Resumen: En este trabajo se efectúa una reseña de la obra “A crisis of beliefs. Investor pshychology and financial fragility”, de Nicola Gennaioli y Andrei Schleifer. En esta obra se ofrece un análisis de la gestación y posterior desencadenamiento de la crisis financiera de 2007-2008 en Estados Unidos, prestando atención a los factores explicativos, entre los que destaca el papel jugado por las creencias de los distintos agentes públicos y privados. Asimismo, los autores exponen un enfoque teórico, que es objeto de modelización, en el que se concede una gran importancia a las expectativas de los intervinientes en los mercados financieros.

Palabras clave: Nicola Gennaioli; Andrei Schleifer; crisis financiera de 2007-2008; creencias; psicología financiera.

Códigos JEL: G10; G20; G21; G41; N22.

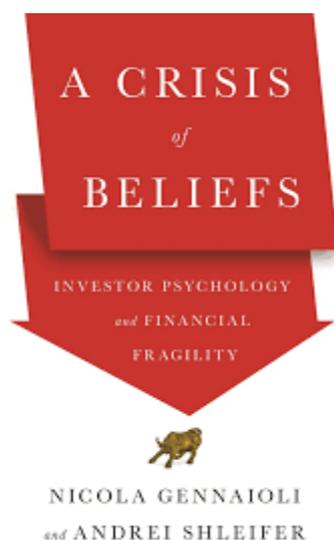
La gran crisis financiera iniciada en el año 2007 ha disparado las publicaciones de textos dedicados a esa amarga experiencia y a las dramáticas consecuencias acarreadas. Dentro de un panorama editorial tan extenso, diverso y heterogéneo, a estas alturas, resulta ya verdaderamente difícil encontrar nuevos trabajos que aporten un valor añadido apreciable. En nuestra opinión, la obra de Nicola Gennaioli y Andrei Schleifer “A crisis of beliefs. Investor pshychology and financial fragility”, de la que aquí se ofrece una reseña, destaca en ese sentido.

Hasta tal punto es así que efectuar, una vez más, un recorrido retrospectivo por la evolución del mercado inmobiliario estadounidense en la primera década del presente siglo no sólo no se hace una tarea cansina, sino que se convierte en estimulante, a tenor de las perspectivas y los detalles que se aportan.

El argumento básico del libro puede resumirse de manera sencilla: la causa primera de la fragilidad financiera está asociada fundamentalmente a la existencia de unas creencias inadecuadas por parte de los participantes en los mercados financieros y de las autoridades públicas.

Llaman la atención sobre un aspecto que no por resultar obvio a estas alturas (“a toro pasado”) pierde relevancia explicativa. La quiebra del banco de inversión Lehman Brothers tuvo un impacto tan enorme porque cogió a casi todo el mundo por sorpresa y porque desató una importante corrección de las expectativas. Lehman fue, en gran medida, un “abridor de ojos”, al evidenciar que las instituciones financieras estaban mucho más expuestas al riesgo de lo que previamente se creía.

Tres son los objetivos que los autores persiguen en el libro: i) mostrar que las expectativas en los mercados financieros tienden



a ser extrapolativas en vez de racionales; ii) ofrecer un modelo formal de formación de expectativas basado en aspectos motivados empírica y psicológicamente que pueda ser utilizado en una variedad de campos; iii) usar dicho modelo para explicar los rasgos centrales de la crisis de 2008.

El libro está estructurado en siete capítulos: i) el primero ofrece un resumen de los hechos básicos de la crisis financiera de 2008 y en él se llama la atención sobre algunos hechos inexplicados; ii) en el segundo se presenta un conjunto de evidencias, en particular en relación con las expectativas y creencias antes y durante la crisis; iii) en el tercero se presenta un modelo de sistema financiero que es estándar salvo en un aspecto crucial, relativo a la consideración de los riesgos a la baja; iv) en el cuarto se efectúa un resumen de la evidencia empírica sobre expectativas y ciclos; v) en el quinto se desarrolla un modelo de formación de expectativas, a partir de fundamentaciones económicas; vi) en el sexto se unen todas las piezas presentando un modelo dinámico de los ciclos del crédito con expectativas de diagnóstico; y vii) en el último se ofrece un resumen de la obra, lo que, de hecho, se lleva a cabo de forma útil en la introducción.

Los autores desarrollan la elaboración de un modelo económico del mercado financiero en el que se incorporan rasgos sobre las expectativas de los agentes que se acomodan mucho mejor a la realidad que los modelos basados en la infalibilidad de los agentes. La sofisticación del desarrollo formal empleado es una barrera importante para el lector no especializado, pero el libro está lleno de contenidos y razonamientos fácilmente entendibles. Entre los mismos se encuentran los siguientes, que consideramos de gran interés:

- i. Las expectativas tienden a ser demasiado optimistas en los buenos tiempos, y demasiado pesimistas en los malos tiempos. Lo anterior va en contra de lo que postula la hipótesis de las expectativas racionales, que mantiene que deben usarse predicciones estadísticamente óptimas empleando toda la información disponible, evitando así errores de pronóstico. Así, a diferencia de dicha hipótesis, la reacción

a las noticias no es estadísticamente óptima, sino que se ve distorsionada por la tendencia del comportamiento humano a sobrereaccionar.

- ii. Tales expectativas de diagnóstico permiten ofrecer una explicación unificada de la crisis de 2008. Y no existe evidencia de que los banqueros comprendan los riesgos mejor que otras personas, y ni siquiera las más altas autoridades disponen del don de interpretar adecuadamente la dinámica real de los mercados financieros. A este respecto, en el libro se aportan significativos indicios en el sentido de que, en la primavera del año 2008, dichas autoridades llegaron a creer que lo peor de la tormenta ya había pasado, e incluso a principios de agosto de ese mismo año se barajaban previsiones macroeconómicas singularmente benignas.
- iii. Ahondando en el flanco de los errores de las expectativas, los autores encuentran debilidades argumentales en dos de las líneas explicativas de la crisis más populares, la basada en la teoría del “azar moral” (“too big to fail”) y la que se centra en las prácticas fraudulentas.
- iv. Más que en la transformación de los vencimientos, consideran que la fragilidad del sistema financiero proviene de la sobreexpansión, ligada a una fuerte demanda de activos seguros, y en el riesgo de una inadecuada asignación de recursos. Los errores de expectativas son centrales para entender los ciclos del crédito.

Gennaioli y Schleifer conciben su libro simplemente como una etapa inicial en la amplia agenda de estudio de las creencias y de integración de éstas en el análisis económico de la corriente principal. Por el bien de dicho análisis y, en última instancia, de la sociedad, que, en primera persona, sufre las consecuencias de las crisis, merece la pena dedicar esfuerzos a completar esa agenda y adoptar medidas que mitiguen en la práctica las probabilidades de ocurrencia de los eventos más extremos y

daños. Este libro es una importante
colaboración en aras de ese objetivo.

