

Estúpidos Capitalistas

Autor beu
lunes, 12 de enero de 2009
Modificado el lunes, 12 de enero de 2009

Joseph Stiglitz, Znet

Traducido del inglés para Rebelión por Germán Leyens. Correcciones por Arriate.org

14-12-2008

Algún día se habrán calmado las amenazas más urgentes posicionadas por la crisis crediticia y nos veremos ante la tarea principal de elaborar una dirección para los pasos económicos del futuro. Será un momento peligroso. Tras los debates sobre la política futura hay un debate sobre la historia: un debate sobre las causas de nuestra situación actual. La batalla por el pasado determinará la batalla por el presente. Por lo tanto, es crucial entender bien la historia.

¿Cuáles fueron las decisiones críticas que llevaron a la crisis? Se cometieron errores en cada encrucijada – tuvimos lo que los ingenieros llaman una “falla del sistema:” cuando no una sola decisión sino una cascada de decisiones producen un resultado trágico. Consideremos cinco momentos cruciales: No. 1: Despido del presidente

En 1987 el gobierno de Reagan decidió remover a Paul Volcker de su puesto de presidente del Consejo de la Reserva Federal y nombrar en su lugar a Alan Greenspan. Volcker había hecho lo que supuestamente es la tarea de los banqueros centrales. Bajo su control, la inflación fue reducida de más de un 11% a menos de un 4%. En el mundo de la banca central, eso le habría significado un grado de A+++ y asegurado su renombramiento. Pero Volcker también entendió que los mercados financieros deben ser regulados. Reagan quería a alguien que no creyera en algo semejante, y lo encontró en un devoto de la filósofa objetivista y fanática del libre mercado, Ayn Rand.

Greenspan tuvo un doble papel. La Reserva Federal controla el grifo del dinero, y en los primeros años de esta década, lo abrió a tope. Pero la FED también es un regulador. Si se nombra a un anti-regulador como brazo ejecutor, se sabe el tipo de ejecución que se tendrá. Un torrente de liquidez combinado con diques reguladores defectuosos resultaron ser desastrosos.

Greenspan presidió no sobre una, sino sobre dos burbujas financieras. Después de que reventara la burbuja de la alta tecnología, en 2000 – 2001, ayudó a inflar la burbuja de la vivienda. La primera responsabilidad de un banco central debería ser el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero. Si los bancos prestan sobre una base de valores artificialmente altos de los activos, el resultado puede ser una catástrofe como la que estamos viendo, y Greenspan lo debiera haber sabido. Tenía muchos de los instrumentos necesarios para hacer frente a la situación. Para encarar la burbuja de la alta tecnología podría haber aumentado los requerimientos marginales (la cantidad de dinero que deben financiar los compradores con sus propios medios para adquirir acciones). Para desinflar la burbuja de la vivienda, podría haber limitado los depredadores préstamos a hogares de bajos ingresos y prohibido otras prácticas insidiosas (los préstamos sin documentación o “mentirosos”; los préstamos sólo con intereses, etc.). Esto habría sido suficiente para protegernos. Si no tenía los instrumentos, podría haber ido al Congreso y haberlos solicitado.

Desde luego, los actuales problemas con nuestro sistema financiero no son sólo el resultado de préstamos incobrables. Los bancos han hecho mega-apuestas mutuas mediante instrumentos complicados como los derivados, “credit-default swaps” (CDS), etc. Con éstos, una parte paga a la otra si ocurren ciertos eventos; por ejemplo, si quiebra Bear Stearns, o si el dólar sube su cotización. Estos instrumentos fueron originalmente creados para ayudar a gestionar el riesgo, pero pueden también ser utilizados para jugar con el dinero. Por lo tanto, si uno se siente seguro de que el dólar va a caer, podría hacer una gran apuesta correspondiente, y si el dólar verdaderamente cayera, sus ganancias aumentarían considerablemente. El problema es que, con este complicado entrelazado de apuestas de gran magnitud, nadie podía estar seguro de la posición financiera del otro, o incluso de la propia. No es sorprendente que los mercados crediticios se hayan paralizado.

Greenspan también jugó un papel en esto. Cuando yo era presidente del Consejo de Asesores Económicos, durante el gobierno de Clinton, participé en un comité con todos los principales reguladores financieros federales, un grupo que incluía a Greenspan y al Secretario del Tesoro Robert Rubin. Incluso entonces, era obvio que los derivados planteaban un peligro. No lo señalé de un modo tan memorable como Warren Buffett – quien vio en los derivados “armas financieras de destrucción masiva” – pero comprendimos lo que quería decir. Y sin embargo, aun con todo ese riesgo, los desreguladores a cargo del sistema financiero – en la FED, en la Comisión de Mercados e Inversores de Estados Unidos (SEC) y en otros organismos – decidieron no hacer nada, preocupados de que cualquier acción podría interferir con la “innovación” del sistema financiero. Pero la innovación, como “cambio”;, no tiene un valor inherente. Puede ser tanto mala (los préstamos

“mentirosos” son un buen ejemplo) como buena. No. 2: Demoliendo los muros

La filosofía de la desregulación pagará con dividendos indeseados durante los años venideros. En noviembre de 1999, el Congreso revocó la Ley Glass-Steagall — culminación de un esfuerzo de grupos de presión (Lobby) de 300 millones de dólares por parte de la industria bancaria y de servicios financieros, y liderado en el Congreso por el senador Phil Gramm. La Ley Glass-Steagall había separado hacía mucho tiempo a los bancos comerciales (que prestan dinero) de los bancos de inversiones (que organizan la venta de bonos y valores); había sido promulgada como consecuencia de la Gran Depresión y debía limitar los excesos de esa era, incluidos los conflictos de intereses. Por ejemplo, sin dicha separación, si una compañía cuyas acciones habían sido emitidas por un banco de inversión, con un fuerte apoyo, se metía en problemas, ¿no sentiría su brazo comercial, si lo tuviera, presión para prestarle dinero, tal vez insensatamente? No es difícil prever la espiral resultante de malas decisiones. Yo me había opuesto a la revocación de Glass-Steagall. Sus defensores dijeron, de hecho, Confíad en nosotros: crearemos murallas chinas para asegurar que los problemas del pasado no vuelvan a repetirse. Ciertamente, como economista, yo poseía un grado saludable de confianza. Confianza en el poder de los incentivos económicos para inclinar la conducta humana hacia el interés propio a corto plazo, por lo menos, en lugar del “interés propio bien entendido”; del pensamiento de Tocqueville.

La consecuencia más importante de la revocación de la Ley Glass-Steagall fue indirecta — fue la forma en que la revocación cambió toda una cultura. Se supone que los bancos comerciales no son empresas de alto riesgo; se supone que administran el dinero de otros de un modo muy conservador. En base a este concepto el gobierno acepta pagar la cuenta si llegan a quebrar. Por otra parte, los bancos de inversión han administrado tradicionalmente el dinero de gente acaudalada — gente que puede correr riesgos mayores para obtener mayores beneficios. Cuando se revocó la Ley Glass-Steagall hizo que los bancos de inversiones y comerciales se unieran, la cultura de la banca de inversiones salió ganando. Existía una demanda para este tipo de altas ganancias que sólo podían ser obtenidas mediante un alto apalancamiento y la aceptación de grandes riesgos.

Hubo otros pasos importantes por el camino desregulador. Uno fue la decisión tomada en abril de 2004 por la Comisión de Mercados e Inversores de Estados Unidos (SEC), en una reunión a la que no asistió casi nadie y que fue pasada por alto en gran medida, para permitir que los grandes bancos de inversiones aumentaran su ratio de deuda respecto al capital (de 12:1 a 30:1, o más) para poder comprar más valores respaldados por hipotecas, inflando al hacerlo la burbuja de la vivienda. Al aceptar esa medida, la SEC argumentó a favor de las virtudes de la autorregulación: la peculiar noción de que los bancos pueden controlarse a sí mismos de forma efectiva. La autorregulación es disparatada, como reconoce ahora hasta Alan Greenspan, y como cuestión práctica no puede, en cualquier caso, identificar riesgos sistémicos — los tipos de riesgos que aparecen cuando, por ejemplo, los modelos utilizados por cada uno de los bancos para administrar sus carteras de inversiones indican a todos los bancos que vendan de golpe algunos valores.

Cuando desmantelamos las antiguas regulaciones, no hicimos nada por encarar los nuevos desafíos planteados por los mercados del Siglo XXI. El desafío más importante fue el planteado por los derivados. En 1998, la jefa de la Comisión del Comercio en Futuros sobre Mercancías de EE.UU., Brooksley Born, hizo un llamado a que hubiera tal regulación — una preocupación que se volvió más urgente después de que la FED, en ese mismo año, organizara el rescate de Long-Term Capital Management, un hedge fund cuya quiebra de más de un billón de dólares amenazaba los mercados financieros globales. Pero el Secretario del Tesoro, Robert Rubin, su Secretario-Adjunto, Larry Summers y Greenspan, fueron inflexibles y tuvieron éxito en su oposición. No se hizo nada. No. 3: Aplicando sanguijuelas

Luego vinieron los recortes tributarios de Bush, el primero establecido el 7 de junio de 2001, con una nueva entrega dos años después. El presidente y sus asesores parecían creer que los recortes tributarios, especialmente para los estadounidenses de altos ingresos, constituían un curalo-todo para cualquier enfermedad económica — el equivalente moderno de las sanguijuelas. Las reducciones de impuestos jugaron un papel fundamental en la conformación de las condiciones que crearon el trasfondo de la actual crisis. Como su contribución al estímulo de la economía fue mínima, el verdadero impulso quedó en manos de la FED, que emprendió la tarea con tasas bajas y liquidez sin precedentes. La guerra en Iraq empeoró las cosas porque llevó a un aumento brutal de los precios del petróleo. Ante la dependencia de EE.UU. de las importaciones de petróleo, tuvimos que gastar varios cientos de millones de dólares más para comprar dicho petróleo — dinero que de otra manera habría sido gastado en bienes estadounidenses. Normalmente eso hubiera llevado a una ralentización económica, como lo hizo en los años setenta. Pero la FED se enfrentó al desafío del modo más miope que se pueda imaginar. El diluvio de liquidez hizo que el dinero estuviera fácilmente disponible en los mercados hipotecarios, incluso para los que normalmente no estarían en condiciones de pedir prestado. Y, sí, eso logró impedir una desaceleración económica: la tasa de ahorro doméstica de EE.UU. cayó a cero. Pero debiera haber sido obvio que estábamos viviendo de dinero y de tiempo prestados.

La reducción de la tasa de impuestos sobre ganancias del capital contribuyó de otra manera a la crisis. Fue una decisión que atacaba a los valores: los que especulaban (léase: jugaban con dinero) y ganaban eran gravados menos que los que cobraban un salario, es decir, los que trabajaban duro. Pero más que eso, la decisión alentaba el apalancamiento, porque los intereses eran deducibles de los impuestos. Si, por ejemplo, se pedía prestado un millón para comprar una casa o se tomaba un préstamo, en base a la apreciación inmobiliaria, de 100.000 dólares para comprar acciones, los intereses serían totalmente deducibles cada año. Cualquier ganancia de capital que se hiciera sería levemente gravada — y lo haría algún día posiblemente en el remoto futuro. El gobierno de Bush hacía una invitación abierta para

prestar y pedir prestado en exceso – pero los consumidores estadounidenses no necesitaban dichos estímulos.
No. 4: Falsificación de las cifras

Mientras tanto, el 30 de junio de 2002, después de una serie de grandes escándalos – con los notables colapsos de WorldCom y Enron – el Congreso aprobó la Ley Sarbanes-Oxley. Los escándalos habían involucrado a cada firma contable estadounidense, a la mayoría de nuestros bancos y a algunas de nuestras principales compañías, y dejaron en claro que teníamos serios problemas con nuestro sistema de contabilidad. La contabilidad es un tema que da sueño a la mayoría de la gente, pero si no se puede confiar en las cifras de una compañía, no se puede confiar en nada respecto a dicha compañía. Por desgracia, en las negociaciones sobre lo que llegó a ser Sarbanes-Oxley, se tomó la decisión de no encarar lo que muchos, incluyendo el respetado anterior jefe de la SEC, Arthur Levitt, consideraban un problema subyacente fundamental: las opciones de compra de acciones. Las opciones de compra de acciones habían sido defendidas como la contribución de saludables incentivos para una buena administración, pero en realidad de “pagos de incentivos” sólo tenían el nombre. Si a una compañía le va bien, su jefe ejecutivo obtiene grandes compensaciones en la forma de opciones de compra de acciones; si a una compañía le va mal, la compensación es casi la misma cantidad, pero otorgada de otras maneras. Esto es muy perjudicial. Pero un daño colateral de las opciones de compra de acciones es que ofrecen incentivos para llevar una mala contabilidad: los altos directivos tienen todos los incentivos para suministrar información distorsionada a fin de elevar los precios de las acciones.

La estructura de incentivos en las agencias de calificación también resultó ser perversa. Agencias como Moody's y Standard & Poor's son pagadas por los mismos a los que supuestamente deben calificar. Como resultado, tienen todos los motivos del mundo para dar buenas calificaciones a las compañías, en una versión financiera de lo que los profesores universitarios conocen como inflación de notas. Las agencias de calificación de riesgos, como los bancos de inversión que les pagaban, creían en la alquimia financiera – es decir, que hipotecas tóxicas de grado F podían ser convertidas en productos suficientemente seguros para estar en poder de bancos comerciales y fondos de pensión. Habíamos visto el mismo fracaso de las agencias de calificación durante la crisis del Este Asiático durante los años noventa: altas calificaciones facilitaron una fuerte corriente de dinero hacia la región, y luego una repentina inversión de las calificaciones produjo la ruina. Pero los supervisores financieros no le prestaron ninguna atención. No. 5: Que se desangre

El momento decisivo final vino con la aprobación de un paquete de rescate el 3 de octubre de 2008 – es decir, con la reacción del gobierno a la crisis en sí. Sentiremos las consecuencias durante años. Tanto el gobierno como la FED habían sido impulsados desde hace tiempo por ilusiones, esperando que las malas noticias fueran sólo un accidente pasajero, y que la un retorno al crecimiento estuviera a la vuelta de la esquina. Mientras los bancos de EE.UU. enfrentaban el colapso, el gobierno viraba de un modo de actuar a otro. Algunas instituciones (Bear Stearns, A.I.G., Fannie Mae, Freddie Mac) fueron rescatadas. Lehman Brothers no. Algunos accionistas recuperaron algo. Otros no.

La propuesta original del Secretario del Tesoro, Henry Paulson, un documento de tres páginas que habría proporcionado 700.000 millones de dólares al secretario para gastar a su sola discreción, sin supervisión o revisión judicial, fue un acto de extraordinaria arrogancia. Vendió el programa como necesario para restaurar confianza. Pero no encaró las razones subyacentes de la pérdida de dicha confianza. Los bancos habían otorgado demasiados préstamos incobrables. Tenían grandes agujeros en sus balances. Nadie sabía lo que era verdad y lo que era ficción. El paquete de rescate fue como una masiva transfusión a un paciente con hemorragia interna – y no se hizo nada en cuanto al origen del problema, es decir todas esas ejecuciones hipotecarias. Se desperdició un tiempo valioso mientras Paulson impulsaba su propio plan: “efectivo a cambio de basura,” comprando todas las existencias de malos activos y transfiriendo el riesgo a los contribuyentes estadounidenses. Cuando finalmente abandonó el plan, suministrando a los bancos el dinero que necesitaban, lo hizo de forma que no sólo estafó a los contribuyentes estadounidenses sino que tampoco logró asegurar que los bancos utilizaran el dinero para reiniciar los préstamos. Incluso permitió a los bancos que entregaran grandes cantidades de dinero a sus accionistas al mismo tiempo que los contribuyentes depositaban grandes sumas de dinero en los bancos.

El otro problema que no fue afrontado tenía que ver con las amenazantes debilidades en la economía. La economía había estado siendo sostenida con préstamos excesivos. Ese juego se había acabado. Al contraerse el consumo, las exportaciones mantuvieron en funcionamiento la economía, pero con el fortalecimiento del dólar y la debilidad en Europa y en el resto del mundo, era difícil que eso pudiera continuar. Mientras tanto, los Estados enfrentaban caídas masivas en los ingresos y tendrían que reducir sus gastos. Sin una acción rápida del gobierno, la economía enfrentaba un receso. E incluso si los bancos hubieran prestado acertadamente – lo cual no habían hecho – era seguro que el receso significaría un aumento en las deudas perdidas, debilitando aún más al sector financiero en dificultades.

El gobierno habló de desarrollo de la confianza, pero lo que en realidad presentó fue un timo. Si el gobierno hubiera querido restaurar realmente la confianza en el sistema financiero, habría comenzado por encarar los problemas subyacentes – las estructuras deficientes de incentivos y el inadecuado sistema regulador.

¿Hubo una sola decisión aislada que, si hubiera sido revertida, hubiera cambiado el curso de la historia? Todas las decisiones, incluidas las de no hacer nada – como han sido muchas de nuestras malas decisiones económicas – son consecuencia de decisiones anteriores, una red interrelacionada que va desde el pasado lejano hasta el futuro. Se oír a alguno de la derecha señalar ciertas acciones del propio gobierno – como puede ser la Ley de

Reinversión Comunitaria (CRA), que requiere que los bancos pongan dinero disponible para hipotecas en barrios de bajos ingresos. (El incumplimiento de pagos en los préstamos basados en la CRA fueron efectivamente mucho menores que en otros préstamos). Muchos han culpado a Fannie Mae y Freddie Mac, los dos inmensos prestamistas hipotecarios que originalmente eran de propiedad gubernamental. Pero en realidad llegaron tarde al juego de las hipotecas de alto riesgo, y su problema fue similar al del sector privado: Sus altos ejecutivos tuvieron el mismo incentivo perverso para ser indulgentes con el juego arriesgado.

La verdad es que la mayoría de los errores individuales se reducen a uno sólo: la creencia en que los mercados se ajustan solos y que el papel del gobierno debiera ser mínimo. Al mirar retrospectivamente a esa creencia durante las audiencias de otoño de este año en el Congreso, Alan Greenspan dijo en voz alta: “He encontrado un defecto.” El congresista Henry Waxman lo presionó, respondiendo: “En otras palabras, usted ha descubierto que su visión del mundo, su ideología, no era correcta; no funcionaba.” Ciertamente, exacto,” dijo Greenspan. La adopción por parte de EE.UU. – y gran parte del resto del mundo – de esa defectuosa filosofía económica hizo inevitable que hayamos llegado al lugar en el que nos encontramos actualmente.

Joseph E. Stiglitz, economista galardonado con el Premio Nobel, es profesor de la Universidad Columbia.

<http://www.zmag.org/znet/viewArticle/19909>