

Anatomía de una crisis financiera

THOMAS I. PALLEY

LA VANGUARDIA, 9.10.08

El sistema financiero estadounidense está atrapado en un destructivo círculo vicioso: por un lado, la caída de los precios de los activos está causando graves dificultades financieras; por el otro, estas dificultades estimulan la venta de activos y la caída de los precios. Este problema, si no se le hace frente, amenaza con hundir la economía en una recesión profunda o incluso en una depresión.

La situación actual es resultado del estallido de la burbuja inmobiliaria, que ha puesto fin a dos décadas de orgía financiera fomentada por un cóctel de factores.

En primer lugar, la recuperación económica después de la recesión del 2001 fue muy frágil, debido al estancamiento de los salarios y la debilidad del sector productivo, a causa del déficit comercial y la sobrevaloración del dólar. Temiendo una recaída en la recesión, la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés bajos durante demasiado tiempo, lo que desencadenó la burbuja inmobiliaria.

En segundo lugar, la codicia y la ideología ultraliberal se dieron la mano para promover una excesiva asunción de riesgos y poner trabas a la regulación. La asunción de riesgos excesivos se justificaba en la creencia poco fundada en que los modelos matemáticos podían describir fielmente la realidad económica y cuantificar la incertidumbre, lo que hacía innecesarias las habituales precauciones, que ahora se consideraban pasadas de moda.

Mientras tanto, los reguladores contemplaban de brazos cruzados el surgimiento de productos financieros tóxicos, como las hipotecas sin entrada o de sólo intereses.

En tercer lugar, los bancos asumieron el modelo de préstamo basado en "crear y distribuir", en el que los bancos conceden préstamos, los empaquetan en bonos asegurados y venden estos bonos a inversores. Gracias a los gastos de gestión, los bancos y sus ejecutivos ganaban dinero simplemente por conceder préstamos, lo cual constituía un incentivo claro para el aumento de los préstamos concedidos sin que importara su calidad, ya que luego se vendían a terceros.

En cuarto lugar, el sistema financiero dependía cada vez más de la refinanciación barata procedente de los mercados monetarios, en lugar de basarse en los depósitos bancarios.

Al adquirir conciencia del grado de insensatez en que había caído el sistema financiero, los inversores se han lanzado a una carrera desesperada en busca de liquidez y han puesto a la venta los bonos garantizados. Esto está causando enormes pérdidas y provocando solicitudes de reposición de margen y recalificaciones a la baja, lo que impulsa más las ventas y produce una mayor contracción del crédito.

Las políticas reguladoras no sólo han sido incapaces de evitar la formación de la burbuja, sino que ahora están intensificando aún más su deflación. Uno de los motivos es que las reglas de la contabilidad mark to market obligan a las empresas a asumir las pérdidas cuando los precios caen. Una segunda razón es la rigidez de los estándares de capital.

La aplicación de las reglas de mark to market en un entorno de volatilidad de los precios de los activos puede crear un círculo vicioso de pérdidas contables que impulsan aún más las bajadas de precios y las pérdidas. Al mismo tiempo, los estándares de capital exigen que las empresas capten más capital cuando sufren pérdidas. Esto las fuerza a captar dinero en circunstancias de falta de liquidez, lo que se traduce en ventas de acciones que provocan la caída de precios de activos.

Los analistas conservadores piensan que los mercados financieros merecen un castigo por sus "pecados" y que eso los limpiará. Esta visión se presenta como la necesidad de restaurar la disciplina en el mercado y mantener principios morales.

Curiosamente, el punto de vista de la izquierda es muy similar. Se afirma que los "peces gordos" de Wall Street deben ser castigados, que los precios de los activos deben bajar, que los bancos deben digerir por sí solos sus pérdidas, y que se deben dejar caer todas las empresas financieras excepto las más esenciales.

Ambos puntos de vista se basan en consideraciones morales, y ambos acarrearán el riesgo de provocar daños innecesarios. Los errores del pasado no se pueden deshacer. Lo que se puede hacer es minimizar costes y después trabajar para reformar el sistema y evitar que se repitan.

Esto significa que los reguladores deberían explorar modos de relajar los estándares de capital y las reglas de mark to market. Además, la Fed debe bajar los tipos de interés, y no sólo con la finalidad convencional de

estimular el gasto. Se necesitan tipos bajos a corto plazo para que los activos a largo plazo (entre ellos la vivienda) recuperen su atractivo, propiciando demanda y poniendo fin a la destrucción de los precios de los activos.

El temor a una espiral inflacionista de precios y salarios está fuera de lugar. La verdadera amenaza es la profunda recesión.

Ha llegado el momento de que la Fed haga uso de la credibilidad que ha adquirido. Las reducciones provisionales de tipos de interés de emergencia se pueden revertir cuando la situación se estabilice.

El plan Paulson para la compra por el Gobierno de activos tóxicos asociados a hipotecas es un buen plan, pues ayudará a poner freno a la caída de precios y por lo tanto a estabilizar los mercados. El problema es que pocos confían en que la Administración Bush haga el trabajo honestamente. Además, será necesario compensar a los contribuyentes con la propiedad de acciones bancarias a cambio de la compra por el Gobierno de valores de alto riesgo a precios superiores a los actuales, algo que los conservadores rechazan.

Lo irónico de todo esto es que los bancos centrales pueden generar liquidez sin ningún coste para ellos. Normalmente el problema consiste en poner coto a la sobreproducción para evitar la inflación. Hoy el problema radica en salvar los obstáculos políticos que se oponen al denominado "rescate". Se trata de objeciones legítimas, pero que corren el riesgo de restringir la provisión de liquidez y acabar imponiendo involuntariamente los enormes costes de una recesión profunda.

Por el momento, la Fed está protegiendo a los bancos y a la red de agentes del Tesoro, pero no al resto del sistema financiero. Esto es perverso si se tiene en cuenta el modo en que la Fed ha estimulado en el pasado la expansión de la parte no bancaria del sistema financiero. En lugar de esto, la Fed debería plantearse un mecanismo de subasta de liquidez que ponga los préstamos al alcance de las compañías de seguros y empresas solventes.

El principio rector debería ser que la Fed subastaría fondos a precios punitivos, con préstamos totalmente colateralizados. El objetivo sería facilitar la recuperación de las empresas en apuros causando los mínimos trastornos al mercado y sin costes para los contribuyentes.

Una vez frenada la crisis, los reguladores deben ponerse manos a la obra para resolver el problema de las burbujas de precios, que está en el fondo de todo el asunto. Actualmente, los bancos centrales sólo pueden controlar las burbujas torpedeando la economía con revisiones al alza de los tipos de interés. Se requieren nuevos mecanismos de control flexibles. Una propuesta sería obligar a efectuar reservas proporcionales al volumen de los activos, aplicando exigencias de márgenes ajustables a los activos de las financieras. El problema de los peces gordos de Wall Street requiere una reforma de los reglamentos de las empresas que limite los poderes de los ejecutivos y aumente el poder de los accionistas. También es necesario avanzar hacia una fiscalidad más progresiva, con recortes de impuestos por abajo y aumentos por arriba. Esto debe acompañarse de una reforma laboral que refuerce a los sindicatos, los cuales ejercen un papel importante de control sobre los excesos de los ejecutivos. Además, los sindicatos son necesarios para asegurar el crecimiento de los salarios y para que la economía pueda

fomentar la demanda sin necesidad de apoyarse en los préstamos y en la inflación de activos.

El peligro político al que nos enfrentamos es que las autoridades consigan estabilizar el sistema pero luego no sean capaces de sacar adelante reformas reales. Esa es la naturaleza de la respuesta conductual a las crisis y la razón de que el statu quo negativo pueda persistir.

T. I. PALLEY, autor de "La economía después de Bush: un paradigma de crecimiento agotado", 'Vanguardia Dossier' n. ° 29

Traducción: Joan Parra