

7

El colapso de Wall Street y el regreso a una economía basada en la realidad

Robert Pollin

Desde hace una generación, la economía estadounidense, y también la mayor parte restante de la economía global, han estado presididas por la idea de que el capitalismo de libre mercado genera un crecimiento dinámico, estabilidad financiera y la mejor aproximación posible a una sociedad equitativa. Los defensores de este marco de referencia favorable al mercado sostienen que las intervenciones de los gobiernos con el fin de fomentar el crecimiento, la estabilidad o incluso la equidad casi siempre causan más mal que bien. Este modo de pensar ha sido el fundamento intelectual de la era de desregulación financiera en los Estados Unidos, con el desmantelamiento del sistema regulador de la Ley Glass-Steagall construido sobre las ruinas del desplome de la bolsa en 1929 y la posterior Depresión de la década de 1930. El Gobierno de Clinton puso los últimos clavos en el ataúd de la regulación financiera con la aprobación de la Ley de Modernización de los Servicios Financieros (*Financial Services Modernization Act*) en 1999.

En el momento de escribir este texto, en julio de 2010, poco después de la crisis más profunda que ha sufrido el mercado financiero desde la década de 1930, salta a la vista que los argumentos a favor de unos mercados financieros no regulados se han desmoronado tan rotundamente como los mercados mismos. La crisis habría sido aún más grave de no haber mediado las enormes operaciones de rescate del Gobierno, que apuntalaron el sistema financiero y también el gasto global de la economía.

Además, el colapso de 2008-09 no fue una simple anomalía. Las crisis financieras han sido un elemento habitual del panorama económico estadounidense y mundial desde que el afán desregulador comenzó a expandirse seriamente a finales de la década de 1970. Recuérdese el historial de los más de veinte años anteriores al desastre de 2008-2009: un desplome del mercado de valores en 1987; la crisis del ahorro y el crédito de 1989-1990 y el subsiguiente rescate; la crisis de los «mercados emergentes» de 1997-1998 —que hundi6, entre otros, Long-Term Capital Management, el súper fondo de alto riesgo dirigido

-
- Artículo publicado en *Monthly Review*, vol. 62, nº 4, septiembre de 2010. Traducción de Mireia Bofill. Robert Pollin (pollin@econs.umass.edu) es profesor de economía y codirector del Political Economy Research Institute (PERI) de la Universidad de Massachusetts-Amherst. Entre sus obras figuran *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky* (coeditor, 1994) y *Contours of Descent* (2004). El presente texto es una reseña del libro de John Cassidy *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities* (Nueva York: Farrar, Straus and Giroux, 200).

por dos economistas galardonados con el premio Nobel especializados en el sector financiero— y el estallido de la burbuja del mercado de valores punto-com en 2001. Cada una de estas crisis podría haber provocado un colapso comparable al de los años de 1930 de no haber mediado operaciones de rescate gubernamentales de gran escala. Además, como pone ampliamente de manifiesto Charles Kindleberger en su memorable estudio *Manias, Panics, and Crashes*, este tipo de crisis formaron parte del ciclo habitual de las economías capitalistas antes de la instauración del sistema regulador de la Ley Glass-Steagall en los Estados Unidos y otros comparables en las demás economías avanzadas.

El nuevo libro de John Cassidy *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities* [Cómo fallan los mercados: la lógica de los desastres económicos] es una contribución importante al ya cuantioso volumen de libros, informes, disertaciones y manifiestos que intentan explicar qué ha fallado tan estrepitosamente en esta ocasión. Como muchas de las mejores contribuciones a esta nueva literatura, Cassidy ofrece un relato esclarecedor de las causas de la crisis, incluido un examen de la burbuja inmobiliaria, del mercado de hipotecas de alto riesgo (*subprime*), de los mercados de instrumentos financieros derivados y de cómo se acabó desplomando todo ese entramado de ingeniería financiera de alta tecnología turboalimentada, construido por las mentes más avispadadas de Wall Street. Cassidy explica también cómo la mayoría de los actores más destacados del mercado financiero —Goldman Sachs, Citibank, J.P. Morgan y algunos más— consiguieron que el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y la Reserva Federal los acabaran rescatando. En aquel momento, dado que una reestructuración radical del sistema financiero no era una solución factible a corto plazo, la única alternativa habría sido permitir que centenares de millones de personas inocentes sufrieran consecuencias aún más desastrosas a causa de la temeridad de Wall Street.

En su relato de la historia de la crisis, Cassidy juzga con especial menosprecio el papel de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal desde 1987 hasta 2006, quien presionó incesantemente a favor de la desregulación financiera durante su mandato, a pesar de haber estado personalmente al frente de múltiples operaciones de rescate para paliar los peores efectos del progresivo desmantelamiento de las regulaciones de la Ley Glass-Steagall. Greenspan tenía bien merecido el oprobio de Cassidy pero, aun así, es injusto señalarle de manera especial. Sin duda, Robert Rubin y Larry Summers, que ocuparon ambos el cargo de secretario del Tesoro bajo la presidencia de Clinton, participaron en igual medida que Greenspan en la conspiración para impulsar el programa desregulador durante el mandato de Clinton. Además, desde la década de 1970, amplias mayorías tanto del Partido Demócrata como del Republicano apoyaron alegremente los programas desreguladores que Wall Street iba elaborando en su nombre. Y volviendo al presente, quizás el error más costoso cometido bajo la presidencia de Obama hasta la fecha fue poner al mismo Larry Summers al frente de la política económica, con varios otros acólitos de Robert Rubin en otros puestos importantes.

Un enfoque centrado en la teoría económica

Lo que distingue el libro de Cassidy del resto de la nueva literatura no es su tratamiento de ningún aspecto particular de la crisis, sino sobre todo su decisión de situar su relato en el contexto de los debates presentes en el campo de la teoría económica. En efecto, el libro se divide en tres secciones, solo la tercera de las cuales se centra en los sucesos de 2007-2009. El primer tercio del libro está dedicado a la teoría económica ortodoxa favorable al

mercado, que Cassidy designa como «economía utópica». El término es adecuado, pues, como deja claro Cassidy, los economistas teóricos solo pueden llegar a la conclusión de que el capitalismo de libre mercado es un sistema viable mediante la adopción de supuestos heroicos —es decir, «utópicos»— sobre la conducta humana e ignorando siglos de evidencia histórica.

En el segundo tercio del libro, Cassidy pasa a examinar lo que designa como «economía basada en la realidad». En esta sección se consideran varias corrientes del pensamiento económico que ofrecen explicaciones de las razones de los frecuentes fallos en el funcionamiento del capitalismo de libre mercado. John Maynard Keynes es obviamente la figura más destacada entre las aportaciones del siglo xx en este ámbito, y Cassidy describe con acierto su obra. Sin embargo, además del funcionamiento de los mercados financieros, tema central del libro, esta sección abarca una amplia diversidad de cuestiones, desde la protección del medio ambiente hasta el mercado de coches de segunda mano.

El primer aspecto general que merece la pena destacar con respecto a estas dos primeras secciones del libro dedicadas a la teoría económica —con un total de dieciséis capítulos— es que no son áridas ni intimidadoras, en contra de lo que podrían esperar quienes hayan asistido a algún curso de introducción a la economía o hayan hecho una incursión en la mayoría de manuales al uso. Al contrario, el estilo de Cassidy en estos capítulos es claro y ameno. Entre otros detalles, ambas secciones incluyen bosquejos biográficos de muchos de los autores más destacados de la teoría económica, a la manera de la obra clásica de Robert Heilbroner *The Worldly Philosophers* [Los filósofos mundanos]. Así, por ejemplo, Cassidy dedica acertadamente mucha atención a Milton Friedman, sin duda alguna el exponente más influyente de la economía de libre mercado del siglo xx. Pero también comenta la estrecha relación de Friedman con el Gobierno fascista que, en 1973, accedió al poder en Chile tras el violento golpe de Estado que derribó al Gobierno democráticamente elegido de Salvador Allende, primer presidente socialista del país.

Sin embargo, lo más significativo y lo que más llama la atención en los capítulos teóricos de Cassidy es que, hasta donde yo sé, es el primer comentarista con un público lector amplio que otorga el debido reconocimiento al gran macroeconomista financiero Hyman Minsky y al economista marxista igualmente destacado Paul Sweezy, fundador y coeditor de *Monthly Review*, por haber sido dos de las poquísimas personas que identificaron los patrones de creciente fragilidad financiera que acabarían provocando con el tiempo los desastres de 2008-2009 y advirtieron contra ellos. Cassidy ofrece con ello una vindicación a los antiguos lectores y lectoras de *Monthly Review*, como yo mismo, frente a la marginación vivida por Sweezy y Harry Magdoff, coautor y coeditor de *Monthly Review* durante las décadas de 1970 y 1980, cuando publicaron en su revista la primera gran serie de artículos sobre el sector financiero. Magníficos trabajos recopilados luego en varios libros, como *The End of Prosperity* [El fin de la prosperidad] (1977) y *Stagnation and the Financial Explosion* [El estancamiento y la explosión financiera] (1987) entre otros.

En resumen, *How Markets Fail* es, por consiguiente, una obra con un enfoque amplio, que ofrece nuevas perspectivas sobre una gran diversidad de temas a lo largo de sus veintitrés capítulos. Pero, además, Cassidy también aglutina las diversas facetas del libro en torno a un relato global, que es simplemente la descripción de cómo se ha utilizado como marco analítico para gestionar los mercados financieros contemporáneos una disciplina económica terriblemente «utópica». Todo ello a pesar de que ya hacía tiempo que se contaba con una «teoría económica basada en la realidad», incluidos Minsky y

Sweezy en primer lugar, como un recurso accesible, aunque menospreciado, para comprender cuál sería la manera de crear unos mercados financieros estables.

De la economía utópica al neoliberalismo

Leyendo el contundente ataque de Cassidy contra la economía utópica, se puede llegar a olvidar fácilmente hasta qué extremo dicho enfoque consiguió dominar por completo la teoría económica y la elaboración de políticas económicas en todo el mundo desde la década de 1970 hasta la crisis de 2008-2009, e incluso ahora solo ha cedido pequeñas parcelas de terreno. Al fin y al cabo, este enfoque es la piedra angular de lo que se ha designado como «neoliberalismo», el modelo de política económica de «talla única universal» que se empeña en afirmar que el programa liberalizador es siempre preferible a las intervenciones gubernamentales, salvo en aquellas situaciones en que las grandes empresas y las grandes finanzas necesitan un salvavidas gubernamental.

Como comenta Cassidy, en el pasado reciente la economía neoliberal ha contado con tres gigantes: Friedrich Hayek y Robert Lucas más el ya citado Milton Friedman, los tres galardonados con el Nobel de Economía. Ya en la década de 1930, Hayek se hizo famoso al argumentar que todas las economías socialistas estaban condenadas al fracaso, incluso aquellas que dejaban un amplio margen para las interacciones en el mercado paralelamente a la planificación gubernamental. Y el motivo era que, si no se permitía el libre funcionamiento de mercados duros y sin miramientos —y no las débiles imitaciones que se desarrollarían dentro de la jaula de acero de una economía socialista planificada— la gente no podría obtener la información necesaria para poder adoptar decisiones económicas eficaces. En general, los argumentos de Hayek tuvieron poco eco cuando los expuso por primera vez, aunque su autor adquiriría luego enorme prestigio tras el colapso del socialismo de estilo soviético en 1989. Tras la caída del muro de Berlín, incluso mucha gente de izquierdas llegó a la conclusión de que, vista la experiencia histórica, Hayek había triunfado sobre Oskar Lange, socialista polaco y también eminente economista de la Universidad de Chicago, en sus famosos debates sobre la viabilidad del socialismo de mercado.

Hayek aportó importantes nuevas perspectivas sobre el papel de los mercados como máquinas eficaces para procesar la información, pero su presentación del asunto era típicamente unilateral —«utópica», de hecho— puesto que pasaba por alto todos los aspectos en los que la máquina tendía a fallar. Como expone ampliamente Cassidy, en el mundo real, cuando la gente realiza transacciones en el mercado casi siempre adopta decisiones sobre la base de una información incompleta o distorsionada de algún modo. Un destacado ejemplo reciente es la experiencia de millones de propietarios de viviendas estadounidenses que suscribieron hipotecas de alto riesgo sin comprender que los intereses que deberían pagar se incrementarían fuertemente al cabo de un año o poco más de haber aceptado el préstamo con unos intereses iniciales muy bajos ofrecidos como «anzuelo». Además, aunque dispongamos de información fidedigna sobre el mercado, nuestras capacidades cognitivas para procesarla también son limitadas. Cassidy pasa revista a varios investigadores, incluidos Joseph Stiglitz, George Akerlof, Herbert Simon y Daniel Kahneman, galardonados con el Nobel por el desarrollo de importantes nuevas perspectivas sobre estas cuestiones.

El mayor fracaso en el panteón de la economía utópica corresponde, sin embargo, a Robert Lucas, sucesor de Milton Friedman, como marcador de tendencias en la Univer-

sidad de Chicago y también como el macroeconomista neoliberal más influyente de su generación. Durante los primeros años de mi carrera como profesor universitario de macroeconomía en la década de 1980, Lucas estaba considerado como el «patrón oro» indiscutible entre los jóvenes macroeconomistas de la corriente dominante. Ese grupo estaba firmemente convencido de que el profesor y los alumnos que no regurgitaran a Lucas de algún modo no eran economistas serios. Como señaló el propio Lucas en 1980: «Es imposible encontrar a buenos economistas menores de cuarenta años que se identifiquen personalmente como keynesianos o califiquen así sus trabajos. [...] En los seminarios de investigación, ya nadie se toma en serio las teorizaciones keynesianas; el público comienza a murmurar y a reír por lo bajo».

Sin embargo, para quien se hubiera incorporado a ese ámbito con el fin de intentar pensar en serio sobre el mundo en vez de limitarse a seguir las modas del momento, saltaba a la vista desde el primer momento que el modelo de Lucas era extremista. Resulta evidente, por ejemplo, si se sigue el hilo de su influyente análisis dedicado a explicar la inutilidad de las intervenciones de política monetaria como un medio para reducir el desempleo durante una recesión. Para empezar, Lucas daba por supuesto que la gente llevaba grabado en la cabeza un modelo completo y preciso del funcionamiento de la macroeconomía. Si la Reserva Federal intentara estimular la economía y ampliar las oportunidades de empleo bajando los tipos de interés, todas las personas racionales, aplicando los modelos macroeconómicos exactos que tenían grabados en el cerebro, sabrían que esa iniciativa acabaría provocando inflación. Para ser más exactos, esas personas calcularían cuánta inflación generaría la intervención de la Reserva Federal, visto lo cual también sabrían que esa aceleración de la inflación mermaría también lo que podrían comprar con el salario dado que estaban cobrando. En consecuencia, los trabajadores comprenderían que sería una necedad realizar el mismo esfuerzo en su trabajo a menos que se les subiera el sueldo para compensar el aumento de la inflación. Igualmente, los parados rechazarían las ofertas de empleo con un salario que no tuviera en cuenta la erosión de su poder adquisitivo a resultas de la inflación, la cual habrían previsto con exactitud.

Recuerdo haberles planteado a mis alumnos de doctorado en los años de 1980 el reto de ayudarme a realizar con exactitud al menos uno de los múltiples cálculos que Lucas afirmaba que cualquiera podía hacer y hacía de forma habitual. No hace falta decir que todos fracasamos en el intento, y no tengo la menor duda de que el propio Lucas también habría fracasado. Simplemente porque no había manera posible de que nadie pudiera saber todas las cosas que Lucas afirmaba alegremente que todo el mundo sabe como la cosa más natural. ¿Ha habido jamás otro gran líder intelectual tan absolutamente desconectado de la realidad que se extiende más allá de la puerta de su despacho o incluso de la que existe en su propia cabeza?

No obstante, las afirmaciones de Lucas sobre las capacidades superlativas de cálculo de las personas sin empleo cumplieron un importante objetivo: sirvieron para fundamentar su conclusión de que cualquier esfuerzo por parte de los gobiernos para crear empleo fracasaría inevitablemente y solo generaría mayor inflación. Desde la perspectiva de Lucas, su conclusión sobre la futilidad de las políticas de intervención gubernamental tuvo como secuela positiva su otra gran conclusión, a saber, que dichas intervenciones eran innecesarias siempre y en todas partes puesto que el libre mercado era capaz de mantener por sí solo el crecimiento económico y el pleno empleo.

Minsky, Sweezy/Magdoff y la realidad

En contraste con el rotundo fracaso de Lucas y su cohorte, Hyman Minsky construyó, a partir de los años 1950 y hasta su muerte, en 1996, un marco analítico que explicaba cómo unos mercados financieros no regulados generan siempre inestabilidad y crisis. Cassidy hizo una buena elección al situar el modelo de Minsky como pieza analítica central de su libro.

Como expone Cassidy, en Minsky, la clave para la comprensión de la inestabilidad financiera reside en el seguimiento de los cambios en la psicología de los inversores a medida que la economía va dejando atrás un período de crisis financiera y de recesión o de depresión para entrar en una fase de beneficios crecientes y crecimiento. Al salir de una crisis, los inversores tenderán a ser cautos, ya que muchos habrán sufrido pérdidas financieras durante la recesión que acaba de terminar. Por ejemplo, mantendrán grandes reservas monetarias como un colchón protector frente a futuras crisis.

Sin embargo, a medida que la economía va saliendo de la recesión y aumentan los beneficios, las expectativas de los inversores comienzan a ser cada vez más positivas. Se lanzan ávidamente a poner en práctica ideas de inversión arriesgadas como las titulizaciones de hipotecas de alto riesgo. También se muestran más dispuestos a dejar que sus reservas monetarias se vayan consumiendo, ya que el dinero inactivo no genera beneficios, mientras se dedican a adquirir vehículos especulativos, como pueden ser los títulos de hipotecas de alto riesgo, con una rentabilidad potencial del 10% o más.

Pero estos movimientos también implican que los inversores están debilitando sus defensas frente al próximo declive financiero. Por eso, en opinión de Minsky, los momentos de auge económico no reglamentados fomentan inevitablemente excesos especulativos que generan burbujas financieras. Minsky explicó que, en un entorno no regulado, la única forma de frenar las burbujas financieras es dejar que exploten. Entonces los mercados financieros se sumen en una crisis, a la que sigue luego una recesión o una depresión.

Con ello llegamos a una de las nuevas percepciones fundamentales de Minsky, a saber: que las crisis financieras y las recesiones cumplen de hecho una finalidad dentro del funcionamiento de una economía de libre mercado, pese a que trastornen la vida de la gente, incluidas las decenas de millones de personas inocentes que jamás han invertido un céntimo en Wall Street. Lo que Minsky pone de manifiesto es que, sin crisis financieras, una economía de libre mercado no tendría manera de desincentivar las tendencias naturales de los inversores a correr cada vez mayores riesgos en busca de beneficios cada vez más elevados.

No obstante, tras la calamitosa Depresión de la década de 1930, los economistas keynesianos intentaron diseñar medidas capaces de sustituir a las crisis financieras en su papel de regulador «natural» del sistema. En ese contexto se creó el sistema del capitalismo que otorga un papel destacado a los gobiernos, propio del periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. El paquete incluía dos elementos básicos: regulaciones destinadas a limitar la especulación y canalizar los recursos financieros hacia inversiones socialmente útiles, como viviendas unifamiliares, y operaciones gubernamentales de rescate para evitar depresiones al estilo de la de los años de 1930 cuando, a pesar de todo, estallara una crisis financiera.

Minsky argumenta que tanto el sistema de regulaciones financieras como las operaciones de rescate dieron resultado en gran parte. Por eso, desde el final de la Segunda

Guerra Mundial hasta mediados de la década de 1970, los mercados financieros se mantuvieron mucho más estables que en ningún período histórico anterior, tanto en los Estados Unidos y como en la escala mundial. No obstante, incluso durante los años del *New Deal*, los titanes del mercado financiero ya habían iniciado una intensa campaña para eliminar, o al menos quitar garra, a las regulaciones. Llegada la década de 1970, casi todos los políticos estadounidenses —demócratas y republicanos por igual— se habían vuelto sumisos. Para Minsky, las consecuencias eran previsible.

Minsky no contempló en su paradigma de Wall Street todas las aflicciones del capitalismo de libre mercado. En particular, su modelo descuida los problemas derivados de las enormes disparidades de ingresos, riqueza y poder, tan endémicas al capitalismo de libre mercado como sus tendencias a la inestabilidad financiera.

Los trabajos de Sweezy y Magdoff comienzan a llenar un gigantesco vacío en este aspecto. Como saben muy bien los lectores y lectoras habituales de *Monthly Review*, el análisis de Sweezy/Magdoff sobre la financiarización de la economía estaba estrechamente vinculado a su marco explicativo más amplio sobre los problemas crónicos de insuficiencia de la demanda global que aquejan al capitalismo avanzado y la consiguiente insuficiencia de oportunidades de inversión rentable. Desde su perspectiva, la financiarización de la economía —incluido el fomento de burbujas especulativas— era el medio principal por el que los capitalistas podían crearse nuevas oportunidades de inversión. Como escribieron Sweezy y Magdoff en *Monthly Review* ya en 1987: «¿La sociedad casino es una rémora significativa para el crecimiento económico? No, en absoluto. El crecimiento que ha registrado la economía en los últimos años, más allá de la parte atribuible a una expansión del sector militar sin precedentes en tiempos de paz, se ha debido casi en su totalidad a la explosión financiera».

Al igual que Minsky, tampoco Sweezy y Magdoff desarrollaron un marco totalmente adecuado para la comprensión de las burbujas y las crisis financieras. Como sucede con todos los programas de investigación significativos, ambos enfoques presentan considerables lagunas y deficiencias que otros estudiosos deberán solventar. Esto plantea, sin embargo, un interrogante más amplio: ¿por qué, en los últimos treinta años, alrededor de un 90% de los economistas profesionales activos en el campo de la macroeconomía han estado trabajando sobre aspectos del marco analítico de Friedman/Lucas mientras menos de un 1% se ha dedicado a desarrollar el enfoque de Minsky/Sweezy? Cassidy, lamentablemente, ignora este interrogante, quizás porque la respuesta es muy evidente. Cualesquiera que sean sus deficiencias desde el punto de vista de la coherencia o la relevancia intelectual, el modelo de Friedman/Lucas —y, de manera más general, el neoliberalismo— sirve magníficamente a los intereses de las grandes empresas y de los ricos, mientras que el enfoque de Minsky/Sweezy pone en entredicho la legitimidad del capitalismo de libre mercado y de sus beneficiarios. Esto resulta especialmente cierto cuando se introduce en el modelo de Friedman/Lucas un pequeño ajuste, que es la innovación clave del neoliberalismo con respecto al liberalismo clásico. Concretamente, el neoliberalismo está absolutamente a favor de permitir que el libre mercado haga estragos, también y sobre todo en Wall Street, pero tampoco vacilará en recurrir a los rescates gubernamentales cuando aparecen las inevitables crisis financieras. Visto así, los rescates de Wall Street no solo son absolutamente necesarios para mantener el capitalismo a flote, también son fundamentales para mantener la legitimidad de la teoría económica dominante y favorable al mundo de los negocios.

Cassidy acaba *How Markets Fail* con un llamamiento a tomar las armas: «Antes de que se disipe la voluntad política reformadora, es esencial poner en su sitio a Wall Street y oponer a la economía utópica una economía basada en la realidad». No obstante, en todo su extenso y meticuloso estudio, en ningún momento se centra seriamente en cómo podríamos traducir las percepciones de la «economía basada en la realidad» en un conjunto factible de políticas e instituciones capaces de reconstruir unos sistemas financieros estables y a la vez también, lo que es más fundamental, comenzar a impulsar de nuevo el proyecto histórico de creación de unas economías democráticas e igualitarias sostenibles. Esta es una laguna que, obviamente, es preciso que se encarguen de colmar una amplia diversidad de economistas realistas, junto con los ciudadanos y ciudadanas que no estén dispuestos a ser los paganos de los grandes planes de Wall Street o de los extravagantes postulados de la economía utópica.