



Libro El problema con los mercados

Cómo rescatar al capitalismo de sí mismo

Roger Bootle
Nicholas Brealey Publishing, 2009
También disponible en: Inglés

Reseña

Podría decirse que Roger Bootle es un economista que se odia a sí mismo. En su mordaz estudio, ataca despiadadamente a sus colegas economistas y a financieros profesionales por permitir que los mercados financieros se salieran de control. A pesar de su estatus como miembro de la Ciudad de Londres, Bootle ataca a los banqueros por cobrar salarios extremadamente altos y propina un golpe a los asesores en inversiones por su incompetencia general. Aunque Bootle no es el único observador que llega a la conclusión de que los mercados están arruinados y de que la ideología del mercado libre es errónea, su sofisticada comprensión de las finanzas hace que sus argumentos sean especialmente astutos. *BooksInShort* recomienda este intrigante libro a los inversionistas y diseñadores de políticas que buscan una fórmula bien pensada para Wall Street y la Ciudad de Londres.

Ideas fundamentales

- La “Gran Implosión” del 2007 al 2009 demostró que los negocios, a la manera usual, ya no son factibles.
- El colapso mostró que la “teoría del mercado eficiente” es incorrecta y que el capitalismo libre de restricciones es una receta para el caos.
- En los mercados financieros, los expertos ignoran y menosprecian a aquellos con opiniones opuestas.
- A los banqueros se les paga mucho más de lo que valen.
- Los mercados financieros son un juego de suma cero, en el que las ganancias de una persona son las pérdidas de otra.
- Aunque los inversionistas le temen a la inflación, la deflación es la mayor amenaza en los años posteriores a la implosión.
- No es probable que los enormes paquetes gubernamentales de estímulo hagan estallar la inflación.
- Los precios de la vivienda en Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España e Irlanda no regresarán a los niveles del boom sino hasta el 2020.
- Los inversionistas deberían prestar atención a las cuotas de corretaje que pueden diezmar sus rendimientos.
- A medida que los mercados financieros se recuperan, los reguladores deben llevar a cabo una supervisión más estricta y efectiva.

Resumen

La “Gran Implosión” destruye la opinión popular

Los mercados financieros tienen muchas cosas favorables. Los mercados libres han difundido prosperidad en todo el mundo desarrollado. Sin embargo, los mercados libres también son propensos al exceso. En tiempos de boom, el culto que rinden los mercados a la rentabilidad a cualquier costo puede trastornar las relaciones comerciales. La creencia equívoca de que los mercados ofrecen un modelo a la sociedad en general ha afectado las políticas sociales. Durante el boom, la gente llegó a aceptar que los mercados mitigaban el riesgo y creaban estabilidad. La opinión popular sostenía que la sociedad debería exaltar los mercados, mientras que los gobiernos deberían simplemente dejar libre el camino. La “Gran Implosión” del 2007 al 2009 demostró la ridiculez de esa creencia. La ingeniería financiera puso las hipotecas rápidamente a disposición y ocasionó que los precios de la vivienda se dispararan. Cuando se reventó la burbuja, los efectos fueron surrealistas. Las hipotecas de alto riesgo respaldadas por activos como el valor putativo de las casas móviles en Arkansas, derribaron instituciones aparentemente seguras como los Landesbanks de Alemania. Sin embargo, los préstamos de alto riesgo eran sólo parte del problema; Lehman Brothers se derrumbó porque asumió muchos riesgos y carecía de liquidez, entre otros factores. A nivel mundial, el riesgo sin obstáculos proliferó. Cualquier pretensión de los reguladores de que podían garantizar la seguridad y solidez económicas demostró ser poco más que una “mala broma”. En el punto más bajo del derrumbe, desapareció alrededor del 60% de la fortuna del

mercado bursátil mundial. Y el tan difamado gobierno no tuvo más remedio que sacar del apuro a los mercados que alguna vez fueron infalibles.

“La década de 1930 vio la Gran Depresión, y la de 1970 la Gran Inflación. La de 1990 vio la Gran Moderación. Esta fue la Gran Implosión”.

La Gran Implosión mostró que la versión clásica del capitalismo es poco más que un cuento de hadas. Muchos villanos son responsables de este derrumbe, pero hay un grupo que casi no se nota y que puede quedar bajo los reflectores: los economistas que promueven la teoría del mercado libre. Alan Greenspan, seguidor de Ayn Rand, y el fallecido economista Milton Friedman estaban entre los más prominentes proponentes de las ideas de que los mercados son infaliblemente eficientes, los inversionistas siempre se comportan de manera racional y las burbujas son imposibles. En este contexto, la regulación no sólo fue equívoca, sino insensata. Aquellos que apoyaban la economía *laissez-faire* consideraban que las ideas keynesianas eran simples y arcaicas. La economía del mercado libre se arraigó en el ámbito académico y luego se difundió a través de las salas de reuniones. Cuestionar la “Teoría de los Mercados Eficientes” significaba ir en contra de “la dictadura del profesorado”, que dice que los mercados libres son el orden natural de las cosas. Los partidarios de los mercados libres ignoran muchas de las desventajas del capitalismo sin restricciones. Por ejemplo, los mercados verdaderamente libres tienden a ser no competitivos y permiten que los jugadores dominantes tengan monopolios y cobren lo que quieran. La teoría del mercado libre ignora el hecho de que sólo la intervención gubernamental puede asegurar la oferta efectiva de servicios tales como líneas de ferrocarril o servicios públicos de agua.

Seis cosas que están mal en los mercados

Los mercados financieros, con todos sus atributos, son propensos a seis deficiencias:

1. **Reglas de la opinión popular** – Los opositores infringen las reglas, pero cualquier ejecutivo o analista que no esté de acuerdo con la opinión común tiene suerte de seguir empleado, mucho menos ser respetado. Un ejecutivo de finanzas que hubiera declarado en el 2005 que la economía estaba en una burbuja probablemente hubiera sido despedido. El pensamiento económico grupal significa que las predicciones de los expertos “tienden a agruparse alrededor del consenso, como los vagabundos alrededor de una fogata”. Por lo tanto, los mercados son susceptibles a las burbujas.
2. **El beneficio social es secundario** – Los mercados financieros por definición son “juegos de suma cero”, en los que la ganancia de una persona es la pérdida de otra. Compare la naturaleza “distributiva” de los mercados financieros con la actividad “creativa” en cualquier parte de la economía. Los trabajadores de subsistencia que se dedican a la pesca o la ganadería crean algo de valor en su trabajo todos los días, pero incluso los fondos de cobertura o bancos de inversiones más rentables agregan poco al bienestar de la sociedad.
3. **Los banqueros ganan demasiado dinero** – Los profesionales expertos en finanzas ganan mucho más que los mejores médicos, abogados, contadores o expertos en otras profesiones. Los salarios de los banqueros están fuera de proporción con respecto a su aportación a la sociedad. Por ejemplo, Dick Grasso. Su remuneración como director de la Bolsa de Valores de Nueva York de 1995 al 2003 incluía una pensión de US\$139.5 millones. La Bolsa también le prometió un bono de US\$48 millones, pero el alboroto que se generó cuando su paquete de compensaciones se hizo público lo obligó a privarse de su día de paga. Algunos gerentes de fondos de cobertura ganan mucho más; John Paulson recibió US\$1.9 mil millones en el 2008. Estos ejemplos son mayúsculos, pero en general a los ejecutivos financieros se les paga considerablemente de más.
4. **Las finanzas consumen demasiados recursos** – Los grandes salarios de Wall Street y de la Ciudad de Londres demuestran que los mercados usan “inmensos recursos de esfuerzo y talento” en un juego de suma cero. Sin embargo, en los mercados, la paga de los ganadores es suficientemente grande como para atraer a muchos jugadores, aunque saben que las pérdidas son tan probables como las ganancias.
5. **El fraude es inevitable** – Dado el producto final intangible, la paga potencial de miles de millones de dólares y la complejidad de los instrumentos financieros, los mercados se prestan a fraudes y a estafadores. Bernie Madoff, cuyo esquema Ponzi de US\$50 mil millones expuso las debilidades del sistema financiero, es sólo un ejemplo.
6. **Los mercados financieros distorsionan el resto de la economía** – El director ejecutivo de Citigroup, Chuck Prince, se fue de la empresa en el 2007 con un contrato blindado de US\$68 millones; el exdirector de Merrill Lynch recibió US\$161 millones de despedida. Otros directivos corporativos ven estas pagas espectaculares y esperan sumas similares, de ahí el pago de Oracle de US\$556 millones a Lawrence Ellison y los US\$65 millones que Monsanto, una compañía agrícola, pagó a su director anterior.

La deflación, no la inflación, es la verdadera amenaza

Mientras los bancos centrales ponen en marcha sus imprentas, muchos observadores se preocupan por la inflación. De hecho, la deflación es la amenaza de mayor presión. Es probable que el mundo permanezca en una era de baja inflación durante los próximos años. A pesar de la Gran Implosión, los inversionistas temen a la inflación y los banqueros centrales permanecen con la idea de resistirla. Un crecimiento meteórico en el gasto y el préstamo públicos típicamente augura inflación. Después de todo, el estímulo del gobierno está diseñado para aumentar la demanda agregada. Pero si los rescates financieros del gobierno simplemente regresan la demanda agregada a los niveles normales, el efecto inflacionario se amortigua. Y si el gasto fracasa en su intento por revertir a los niveles normales a pesar de los rescates gubernamentales, el efecto general es deflacionario. Aquellos que temen que el aumento en el precio del petróleo vaya a disparar la inflación caen en el clásico error de tratar de encontrar el futuro en un espejo retrovisor. La opinión popular sostiene que si la deflación fuera una verdadera amenaza, se hubiera posicionado muy pronto después de la Gran Implosión. Sin embargo, la historia muestra que puede pasar mucho tiempo antes de que surja la deflación. La economía de Japón entró en recesión en 1991, pero la deflación surgió apenas tres años más tarde y se convirtió en una amenaza seria en seis años.

“La Gran Implosión y los posibles peligros deflacionarios o inflacionarios que aún están por venir son el resultado directo de una profunda debilidad en nuestro sistema económico – el problema con los mercados”.

Hay algunas buenas noticias: “La Gran Implosión fue un suceso meramente financiero. No se destruyeron activos productivos; nadie se murió; no se perdieron conocimientos”. Sin embargo, la verdadera caída de la Gran Implosión garantiza una década perdida (o más) en los precios mundiales de la vivienda. Los optimistas piensan que los precios residenciales simplemente retrocederán a los niveles del 2005 en pocos años. Es un supuesto insensato. Antes que nada, los años posteriores a la Implosión prometen un largo trecho de debilidad en los mercados laborales y mercados hipotecarios rígidos. Los precios de la vivienda se elevaron a niveles ridículos durante el boom. No existe razón alguna para creer que regresarán a aquellos niveles antes del 2020 en Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España e Irlanda. Es probable que los precios en Holanda no reboten sino hasta el 2030. Si se da deflación, los precios de las casas se deprimirían aún más, pues aumentarían las tasas de interés reales. Dadas estas severas noticias, ¿qué puede hacer un inversionista? Antes que nada, tenga cuidado con los asesores financieros. Demasiados

de ellos son incompetentes. Creen que pueden calcular el tiempo del mercado o seleccionar acciones. Adoran a famosos gerentes de fondos. Piensan que su éxito viene de sus conocimientos, más que de su hábito de combinar la suerte con demasiado riesgo. Y aún así creen que el intercambio comercial en exceso es una máquina para hacer dinero.

“A partir de los sucesos del 2007 al 2009, parece claro que los mercados financieros no han trabajado para promover el bien común y han causado, más que absorbido, el caos y la inestabilidad”.

Para hacerse rico lentamente, preste atención a estas seis reglas:

1. **No sea extremadamente pesimista** – Una recuperación presenta oportunidades, como se mostró en el rebote de las acciones en el 2009. Sin embargo, recuerde que una fuerte recuperación podría destruir el rendimiento de los bonos.
2. **Pero tampoco sea demasiado optimista** – Al avanzar la recuperación, los fuertes rendimientos que se disfrutaron anteriormente en el rebote serán más modestos.
3. **Tome su tiempo** – La compra-venta excesiva hace poco por aumentar los rendimientos, pero sí impulsa los costos.
4. **No pague a su agente más de lo debido** – Las comisiones y las cuotas pueden destruir sus rendimientos. Si Warren Buffett cobrara el costo normal del fondo de cobertura, un 2% anual más 20% de las ganancias, las ganancias de US\$62 mil millones de los inversionistas de Berkshire Hathaway en los últimos 42 años hubieran sido de US\$5 mil millones.
5. **Esté atento a las “estructuras en cascada”** – Si su dinero es canalizado de un fondo a una serie de otros fondos, pagará cuotas excesivas.
6. **Si no lo entiende, no invierta en ello** – Y si su asesor financiero no lo entiende, no invierta en ello.

Cómo reformar los mercados

Protegerse contra futuras implosiones requiere una regulación bancaria más eficaz. Los fondos de cobertura y los fondos de capital privado desempeñaron un papel marginal en la caída del mercado, pero los bancos fueron los principales jugadores. Es claro que se necesita una regulación bancaria más estricta y competente. El público no aceptará menos y la importancia sistémica de los bancos lo dicta. Los creadores de las políticas deberían fijarse en:

“La gente empleada en los servicios financieros tiene, por mucho, salarios demasiado grandes”.

• **Requerimientos de capital** – Los banqueros a menudo subestiman el monto de capital que necesitan. Los reguladores deben imponer cuidadosos requerimientos de capital que permitirán a los bancos sobrevivir las depresiones. Estas reglas deben aplicarse a todas las responsabilidades de la banca. Considerando que el apoyo gubernamental salvó a la industria bancaria del derrumbe, es justo para el gobierno imponer requerimientos de capital más severos. Estas reglas deberían ser flexibles, de tal manera que los requerimientos de capital se eleven a medida que aumentan los saldos de la banca y disminuyan cuando estos saldos se reduzcan. Esto evitaría la paralización de los préstamos en una economía débil. • **Liquidez** – Así como los banqueros tienden a retener muy poco capital, también prefieren minimizar los activos líquidos para evitar bajos rendimientos. La Gran Implosión demostró que la liquidez es muy preciada durante una caída. Se debe requerir que los bancos estén en posesión de deuda gubernamental y otros activos fáciles de vender. • **Compensación** – Para asociar la compensación de los banqueros a su desempeño, pague sus bonos en acciones, no en efectivo. Permita que los banqueros individuales vendan sus acciones sólo después de un periodo determinado y retíreles las acciones si el desempeño que los hizo acreedores al bono demuestra ser ilusorio. • **Derivados** – Los reguladores deben controlar estos arcanos instrumentos, que desempeñaron un papel central en la Gran Implosión. Algunos derivados deberían restringirse, si no prohibirse totalmente.

“Hay que darse cuenta de que, si me hubieran pagado 50% más, no me hubiera desempeñado mejor. Si me hubieran pagado 50% menos, no me hubiera desempeñado peor”. (Ex director ejecutivo de Shell, Jeroen van der Veer, sobre su salario de €10.3 millones en el 2008).

La caída de Lehman Brothers ilustró la necesidad de cortafuegos entre los bancos comerciales y de inversión. Tal vez un sistema bancario de tres niveles sea la respuesta. El primer nivel serían los bancos comunes que ofrecen servicios básicos y mantienen sólo cierto tipo de activos. En el segundo nivel, los bancos comerciales podrían ofrecer una gama más extensa de servicios y mantener un mayor rango de activos. Los bancos de inversión estarían en el tercer nivel. Con este sistema estaría clarísimo qué clases de bancos podrían ser rescatados por los contribuyentes y cuáles no.

Sobre el autor

Roger Bootle es uno de los principales economistas de la Ciudad de Londres. Sus otros libros incluyen *The Death of Inflation* y *Money for Nothing*.
