

RICHARD A. POSNER

LA CRISIS DE LA DEMOCRACIA
CAPITALISTA

Traducción de
Cristina Campos Prieto

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2012

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	9
-------------------	---

PARTE I UN RELATO ANALÍTICO DE LA CRISIS

1. LA CALMA ANTES DE LA TORMENTA: 2001-2006	19
2. HACIA EL ABISMO: DICIEMBRE DE 2007-SEPTIEMBRE DE 2008...	39
3. EL ESPECTRO DE LA GRAN DEPRESIÓN: OCTUBRE DE 2008- MARZO DE 2009	67
4. TOCANDO FONDO: PRIMAVERA DE 2009-VERANO DE 2009	87
5. LOS PASOS HACIA LA REFORMA DE LA REGULACIÓN FINAN- CIERA: JUNIO-DICIEMBRE DE 2009	127
6. DEPRESIÓN Y SECUELAS: 2007-?.....	159

PARTE II ¿QUÉ HEMOS APRENDIDO DE LA CRISIS?

7. LA FRAGILIDAD DE LAS FINANZAS.....	187
8. VUELTA A KEYNES.....	199
9. LA ECONOMÍA DE LA INCERTIDUMBRE.....	213
10. LA CRISIS DE LA MACROECONOMÍA.....	225

PARTE III EL CAMINO HACIA DELANTE

11. UNA REFORMA EN LA QUE SE PUEDE CREER	247
12. ESTADOS UNIDOS EN UNA ECONOMÍA MUNDIAL.....	267
ÍNDICE ONOMÁSTICO	285

INTRODUCCIÓN

En el momento en que escribo esto, hace más de dos años del comienzo de una recesión que se convirtió en depresión en el otoño de 2008, después de la crisis financiera de mediados de septiembre de dicho año. Los circuitos financieros se habían sobrecargado; la banca se desplomó al igual que estalla una bombilla debido a una sobrecarga eléctrica. Esta depresión, la primera crisis económica realmente alarmante y peligrosa desde la Gran Depresión de los años treinta, ha tenido ya profundas consecuencias económicas, políticas, institucionales e intelectuales, consecuencias que pueden tener efectos en muchos años venideros. Pongo gran énfasis en considerar el bache económico como «depresión». La cuestión es más que semántica, pero dada la extensión de su explicación, les remito al capítulo 6.

Analiqué la crisis por primera vez en mi libro *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression* (2009), que abarca hasta el 2 de febrero de 2009. El título inquietó a algunos lectores, que pensaban que lo que yo decía era que el capitalismo nos ha fallado y que necesitamos algo diferente. Esa no era mi intención. Creo en el capitalismo. Pero capitalismo no es sinónimo de mercados libres. Es el nombre dado a un complejo sistema económico con muchas partes cambiantes. Comprar, vender, invertir, prestar y otras actividades que tienen lugar en mercados privados son solo algunas de esas partes cambiantes. Otras incluyen un sistema de leyes para proteger la propiedad y facilitar las transacciones, las instituciones para hacer cumplir dichas leyes y la regulación diseñada para alinear los incentivos privados con el objetivo de alcanzar una prosperidad generalizada. Si el marco regulador es defectuoso, se debe cambiar, pues la competencia no permitirá que los empresarios subordinen la maximización de los beneficios al interés por el bienestar de la sociedad en su totalidad, y la ética no puede reemplazar a la regulación.

Una de las instituciones reguladoras clave es un banco central, como la Reserva Federal en Estados Unidos. El componente del capitalismo que consiste en un sistema de banca privada es inestable y puede fallar, y si lo hace, puede arrastrar consigo gran parte del resto de la economía. Esa es una de las razones por las que un sistema capitalista no puede estar compuesto solo de mercados libres. Un banco central juega un papel fundamental a la hora de mantener en funcionamiento el sector bancario de un país, como también lo hacen las agencias gubernamentales que se dedican a regular la banca, entre las que se incluye la Reserva Federal que, de hecho, es la más poderosa de ellas. Una combinación de una política monetaria poco sólida y una falta de atención a la regulación provocaron el derrumbe bancario de septiembre de 2008.

Hasta que se creó la Reserva Federal en 1913, la banca central en Estados Unidos era intermitente. Cierta publicación económica recomienda volver a la

«banca libre», o sea, sin creación o regulación por parte del gobierno de la oferta monetaria. Y una vuelta al patrón oro, del que hay aún más defensores, reduciría el poder de la Reserva Federal. Pero, siendo realistas, no hay alternativa al moderno sector bancario central tal como tipifica el Sistema de Reserva Federal.

La inherente inestabilidad de una economía capitalista es un hecho, no una crítica. Hace tiempo que el crecimiento medio de la economía estadounidense es de un 3 por 100 anual, un buen dato que nos ha convertido en la nación grande más rica y poderosa del mundo. Pero el crecimiento real de año en año oscila de un modo irregular e imprevisible alrededor de esa línea de tendencia, descendiendo a menudo a territorio negativo. Esta oscilación es el «ciclo económico», aunque la palabra «ciclo» induce a error pues sugiere un movimiento ondulante suave, como un péndulo, cuando el movimiento real no lo es en absoluto.

Una de las razones de la oscilación, quizá la principal, son los efectos de la retroalimentación. Existe una analogía con el clima, otro sistema inherentemente inestable. El dióxido de carbono de la atmósfera eleva la temperatura de la superficie terrestre al retener el calor que irradia la Tierra; las altas temperaturas, entre otros efectos, derriten el permafrost de Alaska y Siberia, lo que causa la emisión de otro «gas de efecto invernadero», el metano, que a su vez provoca un mayor aumento de la temperatura de la superficie. De manera similar, se puede formar una burbuja del precio de los activos que al reventar puede provocar una recesión que se retroalimente hasta convertirse en una depresión: la caída de la demanda provoca un descenso de la producción, lo que provoca un aumento del desempleo, lo que hace que caigan las rentas, por lo que hay una mayor reducción de la demanda que da como resultado una mayor disminución de la producción y un mayor aumento del desempleo. Con el tiempo, cuando los inventarios se hayan reducido y los bienes duraderos se hayan agotado, y el efectivo acumulado por los negocios temerosos de invertir y los consumidores temerosos de gastar produzca un exceso de ahorro, aumentará el gasto, se frenará la espiral descendente e incluso posteriormente se invertirá su sentido. En cualquiera de las direcciones, los efectos de la retroalimentación amplificarán lo que en principio puede haber sido únicamente un pequeño cambio en la conducta económica. Dichos efectos se pueden descontrolar, como de hecho sucedió en los años treinta del siglo pasado y de nuevo en el otoño de 2008 y en el invierno y la primavera de 2009. Se requiere un gobierno activo e inteligente para evitar que se descontrolen. El gobierno ha estado activo desde el colapso de 2008, pero lo de inteligente es otra cuestión.

No es que el 2 de febrero de 2009 acabara mi interés por la crisis o que la economía y el gobierno hayan tenido la deferencia de permanecer inactivos. Desde entonces, he escrito sobre la crisis en mi blog (patrocinado por el *Atlantic Monthly*) llamado «A Failure of Capitalism» (http://correspondents.theatlantic.com/richard_posner/), en mi otro blog con el economista Gary Becker («The Becker-Posner Blog», trasladado recientemente a <http://uchicagolaw.typepad.com/beckerposner/>, y anteriormente en www.becker-posner-blog.com/), y en las siguientes publicaciones:

- «Shorting Reason» [reseña de George A. Akerlof y Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (2009)], *New Republic*, 15 de abril de 2009, p. 30.

- «Capitalism in Crisis», *Wall Street Journal*, 7 de mayo de 2009, p. A17.
- «Reply to Akerlof and Shiller», *New Republic*, 8 de mayo de 2009, www.tnr.com/article/politics/disputations-case-misrepresentation.
- «Our Crisis of Regulation», *New York Times*, 23 de junio de 2009, p. A23.
- «The President's Blueprint for Reforming Financial Regulation: A Critique - Part I», *FinReg21*, 20 de julio de 2009, www.finreg21.com/lombard-street/the-president%E2%80%99s-blueprint-reforming-financial-regulation-a-critique-part-i.
- «Treating Financial Consumers as Consenting Adults», *Wall Street Journal*, 23 de julio de 2009, p. A15.
- «The President's Blueprint for Reforming Financial Regulation: A Critique - Part II», *FinReg21*, 3 de agosto de 2009, www.finreg21.com/lombard-street/the-president%E2%80%99s-blueprint-reforming-financial-regulation-a-critique-part-ii.
- «Uncertainty Aversion and Economic Depressions», *Challenge*, septiembre-octubre de 2009, p. 25.
- «How I Became a Keynesian», *New Republic*, 23 de septiembre de 2009, p. 34.
- «Financial Regulatory Reform: The Politics of Denial», *The Economists' Voice*, noviembre de 2009, www.bepress.com/ev.

En este libro recorro a dichas publicaciones, pero también a mucha más información.

El libro no es una continuación que retoma el hilo del primero, aunque sí pone al día la historia de la crisis. Más bien es un esfuerzo para tratar con mayor profundidad y desde una perspectiva más amplia una crisis que continúa evolucionando, para provocar nuevas medidas de respuesta y nuevas propuestas para una reforma reguladora, para engendrar nuevas preocupaciones sobre el futuro y generar nuevas polémicas sobre el pasado. Hoy en día se sabe más sobre las circunstancias, causas y rumbo de la crisis, por tanto, es posible una narración más profusa y un análisis más completo de la misma. Tanto actuales como anteriores altos funcionarios del gobierno que jugaron un papel causal e involuntario en el derrumbe económico, tales como Alan Greenspan y Ben Bernanke, han planteado sus excusas. Economistas académicos, conmocionados por el planteamiento de mi primer libro, han empezado a lidiar con los profundos asuntos económicos planteados por la crisis y los esfuerzos para resolverla. Me he unido a la lucha y en el proceso he desarrollado y he pulido el enfoque económico esbozado en el primer libro.

Acabé dicho libro doce días después de que la investidura de Obama marcara el comienzo de nuevos esfuerzos por contener la crisis. Este libro se centra en dichos esfuerzos, en las medidas que se han propuesto y que se han adoptado en algunos casos para evitar que se repitiera la crisis. En la actualidad es posible evaluar tanto el éxito de la respuesta de la Administración Obama a la crisis como las propuestas para una reforma de la regulación financiera provenientes tanto de fuera como de dentro del gobierno, que han adquirido consistencia y no son únicamente conceptos vagos. De este modo, toman un mayor relieve las políticas

desarrolladas durante la depresión y la recuperación y los aspectos prácticos de la reforma reguladora. Además, conforme comienza la recuperación, se requiere un examen cuidadoso de las perspectivas para que dicha recuperación tenga continuidad y no se vea interrumpida a pesar de los déficits crecientes, que pueden crear el marco para unas dolorosas secuelas de la depresión e incluso quizá para un deterioro a largo plazo de la economía estadounidense. Algunos críticos de la Administración empiezan a sugerir que la cura de la depresión puede resultar siendo peor que la propia enfermedad, y puede que tengan razón.

Desde finales de 2001, cuando la Reserva Federal redujo drásticamente el tipo de interés de los fondos federales (un tipo de referencia a corto plazo), y hasta mediados de septiembre de 2008, cuando la Fed y el Tesoro permitieron la quiebra de Lehman Brothers, la gestión económica del gobierno fue pésima. A partir de octubre y posteriormente con la promulgación del paquete de estímulo económico consistente en 787.000 millones de dólares en febrero de 2009 (a caballo entre la Administración saliente y la entrante), la gestión económica del gobierno fue tan buena como se podía esperar de forma realista. Desde entonces, sin embargo, el gobierno ha avanzado a trompicones, como veremos a lo largo del libro, y de maneras y por razones que plantean la cuestión de si el sistema político estadounidense puede conservar la prosperidad de la nación bajo las difíciles condiciones en las que se encuentra la economía actualmente. Se cuestiona ahora si Estados Unidos es gobernable, o sea, si sus instituciones políticas siguen adaptadas aún hoy en día a los retos que la crisis económica ha acrecentado y ha puesto de relieve. El sistema de gobierno estadounidense es una fusión de un sistema económico capitalista y un sistema político democrático en el que bajo modernas técnicas de manipulación política yace una constitución del siglo XVIII. El bache económico que comenzó en 2007 y se volvió crítico en septiembre de 2008 ha actuado como un factor estresante que ha hecho que se cuestione la capacidad de recuperación de nuestra democracia capitalista. De ahí el título de este libro.

Una depresión plantea complicados asuntos que suelen ser debatidos, ya sea por economistas o por periodistas, en una esotérica jerga comercial-económica adornada con gráficos y estadísticas. Uno de los objetivos de mi primer libro era explicar al público culto pero no experto los aspectos económicos del ciclo económico y de las finanzas, las causas y el rumbo de la crisis, las respuestas iniciales y los peligros venideros, todo ello de forma clara y simple excluyendo todos los detalles irrelevantes. El presente libro da un paso más. A diferencia de su predecesor, es más detallado, más amplio, y requiere mayor implicación y atención por parte del lector. Aún quiero que sea comprensible para el lector no experto (antes llamado «lector generalista»), que quiere entender un fenómeno complejo que afecta a todos. Pero también quiero llegar a los expertos, especialmente a cierta clase de ellos. La crisis económica pilló desprevenidas a muchas personas que profesionalmente están relacionadas con asuntos afectados por la crisis pero que sin embargo desconocen la macroeconomía, la teoría financiera y los instrumentos y prácticas financieras relevantes. Este libro pretende proporcionarles los conocimientos de fondo que necesitan para hacer frente —ya sea como abogados,

contables, personal del congreso, funcionarios de algún departamento económico del gobierno, u hombres de negocio que compran más que venden productos y servicios financieros— a los asuntos planteados por la crisis. Incluso profesionales financieros, todos ellos especialistas, pueden aprender un poco del hecho de ver su campo de acción desde un contexto intelectual más amplio.

Conforme ha evolucionado la crisis, han proliferado los análisis y se han detallado y concretado las propuestas de reforma, el reto de ofrecer una explicación clara se ha vuelto más complicado. Y puesto que la inteligibilidad es mi principal meta, he tenido que optar entre presentar los antecedentes esenciales (definiciones, funcionamiento de la Reserva Federal, teorías económicas contrarias, etc.) de una vez al principio del libro o intercalarlos dentro de la narración de la crisis. El primer enfoque, aunque más sencillo de ejecutar, habría aburrido a los expertos pero habría sido difícil de asimilar para el lector que no lo es. Así que en vez de exponer de una vez todos los puntos fundamentales de la teoría del ciclo económico, la teoría del dinero y la banca, la estructura de la regulación financiera, y los instrumentos financieros que han formado parte de la crisis en gran medida, introduciré estos conceptos, instituciones, prácticas e instrumentos conforme sean relevantes en la narración cronológica que cubre los preliminares de la crisis, la crisis misma, la respuesta del gobierno y del mercado, las reformas adoptadas o propuestas con el fin de prevenir una repetición de la crisis y lo que puede deparar el futuro a la economía. Realizo una crítica de varios aspectos de la respuesta del gobierno a la crisis, que incluyen el programa de la Administración Obama para la reforma de la regulación financiera, que considero prematura, excesivamente ambiciosa, demasiado política e intervencionista.

Ese es el proyecto de la parte I del libro. La parte II trata de las lecciones que deberíamos extraer de la crisis y las diferentes respuestas. Hay aspectos repetitivos, pero creo que será útil para los lectores encontrarse con conceptos clave, primero en un contexto narrativo y después en uno teórico. Los capítulos teóricos centrales son los capítulos 7, 8 y 9; para entonces, gracias a los capítulos anteriores, los lectores ya estarán familiarizados con los conceptos que se resaltan en los mismos, tales como acumulación e incertidumbre.

Mi argumento es que necesitamos entender la fragilidad inherente de un sector bancario y el consiguiente peligro de una regulación descuidada, incluyendo una política monetaria poco firme. Y necesitamos un pensamiento económico nuevo sobre el ciclo económico, pero un pensamiento que se fundamente en las ideas originales de John Maynard Keynes en particular, y no en su revisión realizada por los seguidores de la «Nueva Economía Keynesiana». Dichas ideas incluyen básicamente la importancia de la incertidumbre a diferencia del riesgo calculable que determina el comportamiento económico, la separación de los ahorros respecto de la inversión productiva y el papel que juegan la confianza y el optimismo en la formación del ciclo económico. Hago extensibles las críticas que hice de los economistas actuales en el primer libro, insistiendo ahora no solo en que no anticiparan la crisis, hecho en el que ya insistí en ese libro, sino también en que no supieran interpretarla, postura que, en resumen, supone un olvido total de las teorías de Keynes.

La parte III se ocupa de la vida después de la depresión. Presento reformas reguladoras que deberían recibir seria consideración; en general, no son las reformas propuestas por la Administración que están siendo consideradas de forma activa en el Congreso. También analizo cómo la depresión y sus secuelas están alterando, probablemente para peor y quizá durante mucho tiempo, el papel de Estados Unidos en la economía mundial. El problema no es que los retos económicos a los que nos enfrentamos sean insalvables, sino que puede que carezcamos de las estructuras gubernamentales y la cultura política necesarias para hacerles frente. No pretendo ofrecer una teoría sobre el fracaso económico, pero sí presento muchas pruebas del mismo.

El mundo no se habrá detenido mientras escribo este libro y mi editor lo publica. Cuando lo empecé, pensaba que a comienzos del próximo año * el panorama económico y político estaría mucho más claro. Pero no es así. De forma razonable, parece claro que el núcleo de las propuestas para la reforma de la regulación financiera que realizó el Departamento del Tesoro en junio será aprobado por el Congreso en el primer trimestre de 2010, pero los detalles de la legislación serán críticos y no se pueden predecir. La recuperación económica ha comenzado, pero tampoco se puede prever la velocidad de su avance ni sus secuelas. Solo espero proporcionar una lente con la que observar con percepción aguda una economía que atraviesa una difícil transición.

Se deben tener en cuenta tres simplificaciones en mi presentación. Utilizo el término «Reserva Federal» para denotar de manera intercambiable los dos órganos principales del Sistema de la Reserva Federal, que son el Consejo Directivo y el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés). Se pueden considerar intercambiables porque ambos están controlados por su presidente, que es la misma persona. En segundo lugar, a menos que se indique lo contrario de forma explícita o por el contexto, utilizo los términos «banco», «sector bancario», «sistema bancario», y otros cognados de «banco» para referirme a cualquier intermediario financiero, o sea, cualquier entidad que presta capital, ya sea un banco comercial sometido a la regulación bancaria o no. En tercer lugar, utilizo el término «*subprime*» para hacer referencia a cualquier hipoteca sobre el hogar que pudiera considerarse de alto riesgo bajo los principios tradicionales de la banca, debido a que la diferencia entre el valor de la casa y la deuda hipotecaria pendiente del prestatario fuera escasa o nula, a que el prestatario no obtuviera los ingresos adecuados para asegurar el pago mensual de la hipoteca, a que se le permitiera diferir la obligación de los pagos mensuales durante varios años, a que tuviera un pobre historial de crédito o a que se le hubiera concedido la hipoteca sin haber tenido que documentar su situación financiera.

Quiero dar las gracias a Kevin Bensley, Ralph Dado, Gary DeTurck, Benjamin Foster, Anthony Henke, Martin Kohan, Sonia Lahr-Pastor, Alexandra Levy, Linda Shi, James Shliferstein y Lara Vivas por la gran ayuda prestada en la investigación. Y doy las gracias a Michael Aronson, Douglas Baird, Francis Bator,

* *N. de T.*: A partir de ahora y para todas las referencias cronológicas, se debe tener en cuenta la fecha de finalización de este libro citada por el autor: enero de 2010.

Gary Becker, Larry Bernstein, Steven Eisman, Eugene Fama, Benjamin Friedman, Edward Glaeser, Hal Goltz, Ashley Keller, John Hagarty, James Heckman, Larry Hillibrand, William Landes, Jack Levin, Jonathan Lewinsohn, Yair Listokin, Robert Lucas, Gerard Minack, Roland Paul, Richard Porter, Kenneth Posner, Raghuram Rajan, Samuel Sax y Stephen Schvarcz por sus útiles conversaciones o correspondencia sobre asuntos tratados en el libro.

4 de enero de 2010

1

LA CALMA ANTES DE LA TORMENTA: 2001-2006

Los bajos tipos de interés en el año 2000 y siguientes crearon el marco para el colapso económico del que actualmente nos estamos recuperando poco a poco. Dichos tipos fueron los causantes de la burbuja inmobiliaria, la del mercado de valores y la del crédito. El estallido de las burbujas dio lugar a la depresión. Los bajos tipos de interés por sí solos no hubieran tenido tales consecuencias, aunque hubieran producido una inflación de una forma u otra. Si la banca hubiera sido segura, el estallido de las burbujas del mercado inmobiliario y del mercado de valores no habría provocado la caída de los bancos y la depresión se podría haber evitado.

La banca solía ser segura. Dicha fiabilidad surgió en reacción a la Gran Depresión de los años treinta, que trajo consigo un derrumbe bancario; posteriormente la banca se volvió insegura como consecuencia de un movimiento de desregulación financiera que comenzó en 1980, que culminó en 1999 con la revocación de una reforma bancaria de los años treinta de enorme importancia (la *Glass-Steagall Act*), y que fue seguido de un breve pero desastroso periodo por su laxa regulación, y por la autocomplacencia, desinterés e ineptitud respecto a dicha regulación. La combinación de tipos de interés bajos y una inadecuada regulación bancaria resultó letal. Este capítulo trata sobre la contribución de los tipos de interés bajos y su responsabilidad. Los fallos de la regulación bancaria serán tratados posteriormente.

Los bajos tipos de interés motivan a la gente a solicitar préstamos; los bancos también lo hacen para poder prestar a su vez. Como los tipos de interés cayeron bruscamente en 2001 y permanecieron en niveles muy bajos hasta meses después del gradual ascenso que dio comienzo en 2004 —de hecho, en parte de este periodo los tipos de interés a corto plazo fueron negativos después del ajuste a la inflación—, la cantidad de deuda existente en la economía se disparó. Gran parte de dicha deuda se destinó a la compra de vivienda, un bien que se adquiere principalmente con deuda (suele consistir en una hipoteca por valor del 80 por 100 del precio de compra). Al ser el coste de la deuda una parte tan grande del precio de una casa, los bajos tipos de interés aumentaron la demanda de viviendas, lo que provocó un aumento en la construcción de las mismas. Pero como la vivienda es un bien tan duradero, un aumento considerable de la demanda de viviendas no se puede satisfacer únicamente con la construcción de más viviendas. En cambio, al haber más gente dispuesta a comprar casas, el precio de las existentes fue al alza. Al aumentar los precios de sus viviendas, muchos propietarios solicitarán préstamos contra su valor —ya sea ampliando la hipoteca original o solicitando una segunda hipoteca o un préstamo respaldado por su capital inmobiliario— para financiar la compra de otros bienes. Esto incrementó la cantidad de deuda en manos del

público, pero no se sentían sobreendeudados ya que el valor de su principal activo, su casa, iba en aumento. Al contrario, se sentían más ricos y, por tanto, ahorraban menos. Por lo que otra consecuencia más de los bajos tipos de interés es que el aumento del número de viviendas y de los precios de las existentes fue acompañado de un descenso en la tasa de ahorro personal.

El aumento de los precios hizo que la vivienda pareciera una buena inversión. Esto atrajo más compradores, y también más entidades crediticias, pues cuando los precios de las casas están aumentando no es frecuente que haya un impago o un retraso en los pagos, ya que si un propietario tiene problemas a la hora de realizar sus pagos mensuales, siempre puede vender su casa con beneficio antes que tener que incumplir el pago y hacer frente a un procedimiento de ejecución hipotecaria. Y con lo que parecía un método perfecto para distribuir de forma óptima el riesgo, la titulización de la deuda (que se trata en el siguiente capítulo), incluso hipotecas que parecían muy arriesgadas se podían sacar al mercado. Así, se redujeron los estándares de crédito para préstamos hipotecarios, lo que aumentó aún más la demanda de vivienda; ni la falta de dinero para el desembolso inicial ni una baja clasificación crediticia debida a posibles dificultades con créditos en el pasado suponían ya obstáculos insuperables a la hora de comprar una casa.

Por tanto, los precios de la vivienda estaban aumentando *porque* los precios de la vivienda estaban aumentando, una espiral creada por los bajos tipos de interés. Los precios continuaron aumentando hasta marzo de 2006, e inmediatamente empezaron a caer. Los tipos de interés hipotecarios habían subido, debido a unas medidas tardías de la Reserva Federal, que temía que la inflación, aunque no en casas u otros bienes, provocara el alza de dichos tipos. El aumento de los tipos de interés hizo que la compra de una vivienda fuera una tarea más costosa, por lo que cayó la demanda de casas y, en consecuencia, descendió también la construcción de vivienda y su precio. Al caer la construcción, disminuyeron las rentas de los constructores y aumentó el desempleo en el sector, y como el precio de las viviendas existentes también bajó, los propietarios (cuya casa era generalmente su principal activo) se sintieron más pobres y redujeron su gasto en la medida de lo posible. Algunos propietarios abandonaron su vivienda pues la cantidad del principal no pagado de su hipoteca excedía el valor de mercado de la casa, lo que la convertía en una mala inversión. Estos abandonos redujeron aún más el precio de la vivienda. Aquellos individuos que habían creído que podían comprarse una casa porque podrían refinanciar la hipoteca a un tipo de interés más bajo después de que un aumento en el valor de la casa les proporcionara una diferencia sustancial, se quedaron horrorizados al comprobar que no solo el valor de su casa había disminuido en vez de aumentar, sino que además las entidades de crédito habían elevado los estándares para conceder préstamos debido al incremento de la morosidad. Muchos propietarios que habían financiado su casa mediante una hipoteca de tipo variable no podían hacer frente al nuevo tipo ajustado debido a su penuria económica. Y a pesar de que los precios de la vivienda estaban cayendo, la demanda de casas permanecía baja pues habían dejado de ser una buena inversión.

Los ingredientes de una recesión (una depresión suave) estaban presentes; en el próximo capítulo veremos por qué arrastró consigo al sistema bancario. Por ahora

quiero plantear por qué cayeron los tipos de interés y posteriormente aumentaron en los primeros años de la década, y si la subida y la bajada de los precios de la vivienda fue realmente una burbuja, como insinué al afirmar que «los precios de la vivienda estaban aumentando porque los precios de la vivienda estaban aumentando».

Existen dos teorías sobre el patrón de los tipos de interés en dichos primeros años. Una es el «exceso de ahorro global». Este término puede inducir a error porque da a entender que el mundo en su totalidad puede tener un superávit de ahorro sobre gasto. En algunos países, las exportaciones superan las importaciones, por lo que además de bienes, consiguen dinero; el dinero sobrante que dichos países acumulan de esta forma se compensa con los déficits de sus socios comerciales, que pagan por los bienes que importan con, por un lado, sus propias exportaciones y, por otro, el dinero que pagan para compensar la diferencia entre lo que compran y lo que venden¹. China, junto con otros países en vías de desarrollo, además de Alemania, Japón y las naciones exportadoras de petróleo de Oriente Medio eran los ahorradores, y Estados Unidos —sobre todo— y otros países ricos, los prestatarios del exceso de dinero de los ahorradores.

La razón por la que algunos países quieren que sus exportaciones superen a sus importaciones, para aumentar así sus reservas de dinero en lugar de las existencias de bienes que pueden disfrutar sus ciudadanos, es una especie de misterio a menos que —como en el caso de los países productores de petróleo de Oriente Medio, que producen mucho más de lo que sus habitantes pueden consumir— sus mercados nacionales sean demasiado pequeños para absorber las importaciones en proporción a la producción del país. En algunos de los países típicamente exportadores mencionados anteriormente, la población es excepcionalmente ahorradora; prefiere mantener grandes saldos de dinero que gastarlo en bienes de consumo. El ejemplo típico es Japón, aunque su tasa de ahorro personal ha ido decreciendo a un ritmo constante desde los primeros años noventa y actualmente es casi igual a la de Estados Unidos. En otros países, como Alemania, la ventaja comparativa del país consiste en la producción de bienes que tienen una fuerte demanda en otros países. Muchos países en vías de desarrollo quieren tener grandes saldos de dólares que sirvan de colchón en caso de crisis financiera como las que barrieron Asia Oriental en 1997, cuando los puntos débiles de las economías de los países provocaron la retirada de enormes cantidades de dinero que se habían invertido en ellos, causando grandes penurias económicas². Si el dinero empieza a salir de un país, los tipos de interés aumentarán para racionar la cantidad de dinero, cada vez menor, disponible para los negocios domésticos y prestatarios individuales; y, como resaltaré continuamente, un aumento de los tipos de interés (al menos si el aumento es «real» y no una simple compensación de una inflación actual o esperada) reduce la actividad económica.

¹ Este planteamiento está demasiado simplificado, pues ignora los ingresos provenientes de la inversión extranjera. Por ejemplo, las ganancias extranjeras de compañías estadounidenses reducen el flujo neto de salida de dólares estadounidenses causado por el saldo negativo de la balanza comercial.

² Markus K. BRUNNERMEIER, «Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008», *Journal of Economic Perspectives* (invierno de 2009), p. 77.

China tiene el mayor desequilibrio entre exportaciones e importaciones de todas las naciones grandes, en parte debido a que ha fijado un tipo de intercambio artificial entre su moneda y el dólar norteamericano que la abarata frente a este; el resultado es que las exportaciones de China a Estados Unidos son baratas, y las importaciones de China desde Estados Unidos, caras³. Como resultado de su desequilibrio comercial con este país, China posee más de nuestra deuda extranjera que cualquier otro país —unos 800.000 millones de dólares aproximadamente—, aunque Japón le sigue de cerca.

La cuestión es por qué mantiene China una política tan pasada de moda como el «mercantilismo» —la maximización del efectivo de una nación o del equivalente en reservas del mismo—, atacada de forma memorable por Adam Smith hace más de doscientos años. Las enormes exportaciones que ha impulsado la desfasada política de intercambio de China proporcionan empleo a un gran número de chinos. Sus salarios son bajos, pero al menos tienen trabajo. Por supuesto, puede que también lo tuvieran si el dólar fuera más barato en relación con la moneda china. China importaría más y exportaría menos. Fabricaría menos, no solo debido a la mayor competencia de los fabricantes de bienes importados y a la menor demanda extranjera de sus productos, sino también debido a que se requerirían muchos trabajadores para cubrir el sistema de distribución nacional más amplio que sería necesario si el consumo nacional se disparara. También fabricaría una combinación de bienes diferente en respuesta a la competencia de las importaciones. Pero sobre todo necesitaría un sistema mucho más elaborado de distribución tanto al por mayor como al por menor, y quizá una cultura comercial diferente. La transición a una sociedad de consumo con todo lo que ello implica (tarjetas de crédito, garantías de producto, centros comerciales, etc.) no sería fácil; mientras tanto, a menos que la transición fuera muy gradual, aumentaría el desempleo, pues el traslado de trabajadores de la industria a la distribución, o de un tipo de industria a otro, no se produce de la noche a la mañana. Además, China no posee un tipo de protección social como el nuestro que salve a los desempleados antes de que toquen fondo. Debido a las limitaciones del consumo nacional, los chinos son grandes ahorradores, y ello alivia la presión que, en caso contrario, sentiría el gobierno para proporcionar servicios sociales. Dicha obligación podría poner a prueba la capacidad administrativa del gobierno. Además, China tiene una larga historia de inestabilidad política, hecho del que el gobierno actual es plenamente consciente; y existe un conflicto entre la dictadura comunista de China y su economía, en gran parte, de libre empresa. Por último, la economía nacional china está dominada por compañías estatales, y el gobierno no quiere exponerlas a la competencia extranjera. Por todo ello, el gobierno chino es reacio a correr el riesgo de cambiar de una economía productora de bienes manufacturados para la exportación a una que fabrica y distribuye principalmente para el consumo nacional.

³ Wayne M. MORRISON y Mark LABONTE, «China's Currency: A Summary of the Economic Issues», Congressional Research Service Report, 17 de junio de 2009, www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf (última consulta el 22 de octubre de 2009).

Los países que tienen un superávit de dólares, como China, compraron con sus dólares bonos del Tesoro y de otros tenedores de deuda estadounidenses, y como resultado aumentó la oferta de dinero en Estados Unidos. Al haber más dinero disponible para prestar, los tipos de interés cayeron. Además, debido a que gran parte de la demanda extranjera de títulos estadounidenses provenía de gobiernos extranjeros que querían valores del Tesoro, el rendimiento de dichos valores cayó, lo que desvió a otros inversores hacia títulos más arriesgados⁴, como los que están respaldados por hipotecas, que jugaron un papel primordial en el colapso financiero.

Cuando la afluencia de entrada de capital del extranjero aumenta la proporción de dinero en circulación en Estados Unidos respecto a bienes y servicios comprados en Estados Unidos, habrá inflación a menos que la Reserva Federal retire dinero de la economía. Tanto esta retirada como lo contrario, o sea, la inyección de dinero en la economía para prevenir una deflación (o inflación negativa), se realizan a través de las llamadas «operaciones de mercado abierto»; por ello, es básico entender el funcionamiento de dichas operaciones.

Supongamos que la Fed quiere aumentar la cantidad de dinero en circulación. Solía hacerlo mediante la compra de títulos a muy corto plazo (el equivalente a bonos), emitidos por el Departamento del Tesoro para contribuir a la financiación de las operaciones del gobierno federal. El dinero que paga la Fed al banco o al vendedor de estos valores, al ser depositado en la cuenta bancaria del vendedor, aumenta la cantidad de dinero que el banco puede prestar. Cuanto más dinero preste, menor será el tipo de interés. La Reserva Federal crea el dinero con el que compra estos valores mediante un asiento contable que aumenta la cantidad de reservas de efectivo que aparecen en la contabilidad de los bancos de la Reserva Federal, que en este sentido se pueden considerar como sucursales de la Fed. De esta forma, crea dinero de la nada.

Si la Fed quiere reducir el suministro de dinero, en lugar de comprar valores del Tesoro, los vende, retirando así dinero de la circulación. Entonces hay menos dinero en las cuentas bancarias, por lo que se reduce la oferta de fondos que pueden ser prestados y, como resultado, aumentan los tipos de interés. Si los tipos de interés son elevados, se solicitan y se conceden menos préstamos y, en consecuencia, hay menos dinero en circulación.

En realidad, actualmente la Fed no compra ni vende valores en las operaciones normales de mercado abierto, sino que los toma prestados y los presta a través de *repos* (operaciones con pactos de recompra). Mediante dicha operación, el prestatario, en lugar de fijar el valor como garantía del préstamo, lo vende al prestamista pero acuerda su recompra en una fecha futura específica (generalmente un periodo muy corto, de un día a tres meses) a un precio superior determinado. La diferencia entre el precio al que el prestatario vende el título y el precio al que lo recompra del prestamista es la remuneración que éste recibe por haber concedido al prestatario el uso de su efectivo en el periodo pactado. De este modo, el «vendedor» del título es en realidad un prestatario, que es como le he estado llamando,

⁴ Ricardo J. CABALLERO y Arvind KRISHNAMURTHY, «Global Imbalances and Financial Fragility», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 99 (mayo de 2009), p. 584.

y el «comprador» un prestamista; y el título vendido y comprado después es de hecho la retribución de un préstamo, pues el «comprador» lo conservará solo hasta que obtenga de nuevo su dinero.

Esta forma de préstamo mediante acuerdos de recompra es solo un matiz en lo que respecta a las operaciones de mercado abierto; hay poca diferencia entre que la Fed compre un valor a cambio de dinero y que preste dicho dinero con el valor como garantía. Pero es un matiz importante porque, tal como veremos en el próximo capítulo, los acuerdos de recompra son un instrumento importante en las finanzas modernas y jugaron un papel en el derrumbe financiero.

Ya he dicho que la Fed realiza operaciones de mercado abierto para influir en el tipo de interés. Pero existen muchos tipos de interés diferentes. Los factores que determinan los tipos de interés son: la preferencia de liquidez (el deseo de obtener dinero en efectivo o su equivalente), el riesgo sobre el crédito (el riesgo de que el prestatario no pague), y el riesgo de un cambio en el valor real (poder adquisitivo) del dinero debido a una inflación o una deflación. En general, cuanto más largo sea el plazo de un préstamo, el tipo de interés será más alto porque el prestamista está renunciando a liquidez (el dinero en efectivo que presta está inmovilizado hasta que el préstamo es devuelto) y porque el riesgo de impago y el de inflación son mayores cuanto más tiempo esté el préstamo pendiente de pago.

Pero en situaciones normales (la actual no lo es), las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal están dirigidas a regular únicamente un tipo de interés, que es el de los «fondos federales» o tipo de interés «interbancario». Es el tipo al que los bancos conceden préstamos a muy corto plazo, garantizados mediante letras del Tesoro, a otros bancos. La Fed se fija en este único tipo de referencia para que le resulte más fácil al sector privado evaluar la dirección de la política monetaria y, por consiguiente, de los tipos de interés en general.

Los préstamos interbancarios son habituales porque los bancos necesitan «reservas» (dinero en efectivo) tanto para conceder préstamos como para satisfacer requisitos de regulación. Obligar a los bancos a que mantengan parte de su capital en dinero en efectivo reduce el riesgo de que un banco se arruine si su cartera de préstamos u otros activos perdieran valor de forma imprevista. Como el dinero en efectivo no devenga intereses, los bancos quieren mantener la mínima cantidad posible excepto cuando tienen que conceder un préstamo. Por ello, es razonable que en lugar de acumular efectivo, tomen prestado de otro banco el que necesiten cuando aparezca un cliente que solicite un préstamo.

Igualmente, un banco suele preferir prestar dinero a otro banco que tenerlo ocioso sin devengar intereses. Puede que un banco reciba una afluencia de depósitos a la vez en un momento en que la demanda de préstamos de ese banco es débil. Precisamente debido a que el ingreso de capital en forma de depósitos y la concesión de préstamos no están coordinados, es importante el préstamo interbancario para una distribución eficiente del capital bancario. Cuando en septiembre de 2008 resultó obvio que el sistema bancario tenía serios problemas de liquidez y solvencia, los bancos tenían prestarse dinero pues no estaban seguros de que el prestatario devolviera el dinero, lo que provocó una fuerte caída de los

préstamos interbancarios que afectó a la distribución eficiente del capital bancario. Al aumentar de forma agresiva los saldos de los bancos mediante operaciones de mercado abierto y la compra de otras obligaciones (*credit easing*), la Reserva Federal evitó un derrumbe total de los préstamos bancarios. Pero como los préstamos siguieron en niveles muy bajos como consecuencia de la depresión creciente y de la preocupación de los bancos por la solvencia, la mayor parte del efectivo que la Fed bombeó al sistema bancario figuró en las cuentas de los bancos como reservas adicionales⁵, o sea, como efectivo por encima de la cantidad exigida por las autoridades reguladoras para que se garantice un margen de seguridad.

Puede que el préstamo interbancario parezca demasiado alejado del préstamo hipotecario como para que un tipo de interés interbancario como el de los fondos federales afecte al tipo de interés hipotecario, sobre todo porque la escala de operaciones de mercado abierto requerida para subir o bajar el tipo de interés de los fondos federales es pequeña en relación con la cantidad total de transacciones de crédito. Además, es un tipo «teórico» —un tipo objetivo anunciado por la Fed—. A los bancos no se les exige que se presten entre sí a dicho tipo, y dicho aspecto resultó ser de importancia en la crisis financiera.

Pero existen varias maneras en que los cambios en dicho tipo afectan a otros, incluidos los tipos de interés hipotecarios:

1) Cuando la Fed compra títulos del Tesoro a corto plazo (o los adquiere mediante *repos*), provoca un aumento de la demanda y, por consiguiente, del precio de los bonos en general, lo que hace que los tipos de interés bajen. El precio de un bono es inversamente proporcional a su tipo de interés. La razón es que el interés de un bono se establece como un porcentaje de su valor nominal; por eso los bonos son conocidos también como «títulos de renta fija». Si el valor nominal de un bono es de 100 dólares y el tipo de interés especificado en el bono es de un 5 por 100 al año, el propietario del bono recibirá un interés de 5 dólares al año. Supongamos que la Fed (o cualquier otro sujeto) decide comprar bonos. Esto aumentará la demanda de bonos por lo que el precio subirá. Supongamos que el precio del bono de 100 dólares puja hasta los 125. Si el titular del bono vende a ese precio, el comprador recibirá un interés de solo un 4 por 100 al año (5 \$/125 \$). Así, al aumentar la demanda de bonos por la compra de títulos del Tesoro, la Fed reduce los tipos de interés.

2) Debido a la pequeña escala de las operaciones de mercado abierto (en periodos de normalidad, insisto), es más relevante el hecho de que la Fed indique sus expectativas respecto a la inflación mediante el tipo de interés de los fondos federales que elige. Cuando el tipo es bajo, la Fed transmite que no teme que haya inflación. Se puede esperar que dicha indicación reduzca los tipos de interés a largo plazo, pues las expectativas de inflación influyen considerablemente sobre dichos tipos⁶. Por supuesto, si la Fed se equivoca al creer que no hay riesgo de

⁵ Véase Todd KEISTER y James MCANDREWS, «Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?» (Federal Reserve Bank of New York, Staff Rep. núm. 380, julio de 2009).

⁶ Véase Hakan BERUMENT y Richard FROYEN, «Monetary Policy and U.S. Long-Term Interest Rates: How Close Are the Linkages?», *Journal of Economics and Business*, 61 (2009), pp. 34, 35.

inflación, su política de mantener los tipos de interés bajos puede fracasar, como de hecho sucedió en el periodo previo a la quiebra bancaria.

3) Una serie de préstamos a corto plazo son un sustituto cercano de un préstamo a largo plazo. Préstamos que se pretende sean a largo plazo a menudo toman la forma de préstamos a muy corto plazo que se van refinanciando conforme vencen como una manera de reducir el riesgo del prestamista. Los tipos de interés hipotecarios variables son otro ejemplo de cómo los tipos de interés a corto plazo se pueden transformar en tipos de interés a largo plazo: convierten un préstamo hipotecario a treinta años en una serie de préstamos con plazos más cortos.

4) Muchos tipos de interés son tipos flotantes basados en un tipo estándar, como el tipo de interés de los fondos federales, el London Interbank Offered Rate (LIBOR, tipo de interés interbancario de Londres)⁷, o el tipo de interés de las letras del Tesoro, y el tipo de interés de los fondos federales influye en algunos de los otros tipos estándar debido a su capacidad de sustitución.

5) Cuanto más bajo sea el tipo de interés al que un banco puede tomar prestadas reservas de otro banco, más barato le resultará al banco conceder préstamos, pues para dicho banco, el tipo de interés interbancario a un día supone un coste si necesita reservas adicionales para poder conceder dicho préstamo. Cuanto más bajo sea el coste de conceder un préstamo, más bajos serán los costes repercutidos a sus clientes sobre el dinero prestado. Y así, cuando los bancos pueden pedir prestados fondos a bajo precio, la competencia entre los bancos tenderá a reducir los tipos de interés, incluidos los tipos de interés a largo plazo.

Un conocido ejemplo de cómo la Reserva Federal puede influir en los tipos de interés a largo plazo mediante las operaciones de mercado abierto es la rotura de la escalada inflacionista a finales de los setenta. Cuando Paul Volcker fue nombrado presidente de la Fed en agosto de 1979, la tasa anual de inflación era de un 12 por 100 y el tipo de interés de los fondos federales un 11 por 100. La Fed lo elevó hasta un 20 por 100 en 1981. El tipo bancario para los préstamos preferentes, que era de un 12 por 100 en agosto de 1979, siguió al tipo de los fondos federales y aumentó hasta un 21,5 por 100 en 1981. En 1983, la inflación había caído hasta un 3 por 100.

Algunos economistas piensan que las acciones de Volcker afectaron únicamente al tipo de interés de los fondos federales, pero dicha postura es poco convincente. Es cierto que Volcker *pretendía* no estar aumentando los tipos de interés, pues a nadie le gustan los tipos de interés altos, especialmente en los niveles astronómicos que alcanzaron durante este periodo. Al contrario, lo que afirmó de hecho es que la Fed estaba proporcionando a los bancos la cantidad de reservas que necesitaban para conseguir el objetivo que se había marcado la Fed respecto a la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, ni más ni menos, y que los altos tipos de interés eran la respuesta del mercado, que la Fed no podía controlar.

⁷ Otro tipo de interés interbancario, pero más elevado que el tipo de interés de los fondos federales, pues el LIBOR es un tipo sobre préstamos sin garantía a tres meses más que sobre préstamos garantizados a un día.