Los mercados, los gobiernos y sus fracasos

Posted on 1 de enero de 2010 by Luis M. Linde

En su obra clásica sobre los ciclos económicos, *Prosperidad y Depresión* (publicada, por encargo de la Sociedad de Naciones, en 1937, en plena Gran Depresión)*Prosperidad y Depresión. Un análisis teórico sobre los movimientos cíclicos*, de Gottfried Haberler, es uno de los mejores libros de teoría económica y de historia del análisis económico publicados en el siglo XX, uno de los más reeditados y más traducidos. Aunque hay noticias de una traducción española de 1942, la primera edición española que hemos podido localizar es la del Fondo de Cultura Económica de 1945. La edición que puede considerarse definitiva es la de Allen & Unwin y Harvard University Press de 1958. Nosotros citamos por la edición de Atheneum, Nueva York, 1963, que reproduce la de 1958 con diferencias menores., Gottfried Haberler (1900-1995) decía que la palabra «crisis» tiene dos sentidos en la teoría de los ciclos económicos: en sentido técnico, denota el punto de inflexión «que marca el paso de la prosperidad a la depresión», mientras que en el sentido del lenguaje cotidiano «denota un estado de tensión financiera aguda, pánico, retiradas masivas de depósitos por los clientes de los bancos […] bancarrotas», y añadía: «una crisis en sentido técnico –el paso de la prosperidad a la depresión– viene normalmente acompañada por una "crisis" en el sentido del lenguaje cotidiano»Gottfried Haberler, *Prosperity and Depression*, Nueva York, Atheneum, 1963, pp. 257-258..

La crisis financiera que estalla en Estados Unidos en 2007 y se transmite a Europa, Japón y al conjunto de la economía internacional en 2008 encaja sin dificultad en el modelo dibujado por Haberler hace setenta años: es una crisis financiera con pánicos bancarios, bancarrotas, disminución brusca en los flujos de crédito, que lleva a muchos países, incluidos los más desarrollados, de la euforia y la prosperidad al pesimismo y la contracción económica, naturalmente, con diferencias: por ejemplo, los sistemas financieros de los que hablaba Haberler en 1937 y los de las tres décadas siguientes no tenían los mercados de derivados financieros o los mecanismos de titulización de activos bancarios que existen actualmente y que juegan un papel tan importante.

Un buen número de economistas y escritores políticos, algunos de primera filaUna reflexión interesante acerca de ese posible nuevo «paisaje capitalista» ha sido la de Amartya Sen, «Capitalism beyond the Crisis», *The New York Review of Books*, 26 de marzo de 2009., creen que esta crisis va a traer cambios en el paisaje capitalista y que en el futuro viviremos en un

capitalismo más intervenido, lo que, recuperando vieja terminología, algunos llaman «capitalismo de Estado»Ian Bremmer, «State Capitalism Comes of Age», *Foreign Affairs*, vol. 88, núm. 3, mayo-junio de 2009.. Las preguntas que dan paso a esa expectativa serían: ¿qué ha fallado, o qué ha fallado más: los gobiernos y sus regulaciones, o los mercados y la libertad económica? ¿Hemos dado, al enfrentarnos a esta crisis, pasos importantes hacia ese «capitalismo de Estado», «capitalismo administrado», o afirmar esto es exagerado y, en realidad, estamos donde estábamos?

A finales de 2009 han aparecido ya varios libros muy estimables, tanto para especialistas como para el gran público, sobre la crisis, su gestación, su desarrollo y sus posibles consecuenciasEntre los libros publicados en 2009 hay que mencionar el de Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton y Oxford, Princeton University Press, 2009. La descripción de la crisis actual se encuentra en las páginas 199-242.. Uno de los más interesantes, sensacional en términos académicos y políticos, ha sido el de Richard Posner, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression* (Un fallo del capitalismo: la crisis de 2008 y la caída en la depresión). Posner, una muy respetada figura del mundo judicial y académico norteamericano, dedicado desde hace décadas al análisis económico de las leyes y alineado siempre con los defensores del mercado y del *laissez-faire*, proclama que, en su opinión, la crisis actual es un fallo de la desregulación financiera, una demostración de la falta de eficiencia de los mercados, en suma, un fallo del capitalismo que justifica la intervención de los poderes públicos en medida mucho mayor de la que antes él podía aceptar o defender: un Posner keynesiano e intervencionista es difícil de imaginar para los que han seguido su carrera académica y judicial.

Economic Contractions in the United States: A Failure of Government (Contracciones económicas en los Estados Unidos: un fallo del gobierno) es una muy respetuosa respuesta a Posner fundamentada en la teoría de la «elección pública» que estudia, utilizando el análisis económicoAparte de una serie de precursores y antecedentes, la teoría de la «elección pública» empezó a elaborarse por James Buchanan (premio Nobel de Economía en 1986) y Gordon Tullock en 1962 con *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*: se trata de un análisis de las instituciones políticas del sistema democrático y de su funcionamiento con los instrumentos de la teoría económica. Su denominación, *Escuela de Virginia de Economía Política*, tiene su origen en que las instituciones universitarias a las que pertenecían y pertenecen Buchanan y Tullock, y, en primer lugar, la Universidad Georges Mason, están en Virginia., las instituciones políticas y la actuación de los políticos y de las burocracias en los sistemas democráticos. Sus autores, Charles Rowley y Nathanael

SmithRowley es un destacado académico británico, asociado desde hace décadas a la Escuela de Virginia y a la economía de la «elección pública»; Smith es un economista y académico asociado a la misma escuela., creen que la crisis ha puesto en evidencia los fallos de las intervenciones de los gobiernos, no de los mercados, e intentan presentar una defensa políticamente realista del capitalismo del *laissez-faire*, alejada tanto de lo que llaman el «keynesianismo hidráulico» –el intervencionismo basado en las ideas keynesianas más simples sobre el manejo del gasto público y sus efectos sobre la actividad y el empleo– como de la defensa del mercado y del capitalismo que no tiene en cuenta las restricciones del mercado político (para simplificar, las posiciones que suelen asociarse a la «Escuela austríaca» de economía).

Sea cual sea nuestra simpatía por una u otra posición, parece que lo primero debe ser intentar precisar y entender lo ocurrido. Y lo ocurrido incluye tanto la propia crisis y sus manifestaciones en los mercados como la respuesta de los gobiernos y de los bancos centrales que, seguramente, nos dice tanto o más sobre el futuro de nuestro capitalismo como la propia crisis.

LAS EXPLICACIONES SOBRE LA CRISIS

Las explicaciones acerca de cómo se alimentaron los desequilibrios económicos y financieros que explotan en 2007-2008 pueden agruparse en dos o, quizá, tres familias. Se presentan por separado, pero pueden considerarse conjuntamente, al menos, en algunos de sus componentes.

La primera, la más «popular», subraya el papel de la deficiente regulación o desregulación imprudente del sistema financiero, que habría tenido, entre otras, dos consecuencias: por un lado, el aumento excesivo, en algunos casos disparatado, de lo que traduciendo del inglés se llama en español «apalancamiento» («leveraging», la relación entre deuda o recursos ajenos y capital o recursos propios) de muchas empresas, financieras y no financieras, haciendo muy frágil su posición de liquidez y solvencia; por otro, la emisión (creación) y distribución a entidades de variado tipo y a particulares, mediante mecanismos de titulización (títulos emitidos con la contrapartida de activos bancarios), de activos de muy mala calidad (es decir, activos financieros con alta probabilidad de resultar fallidos), frecuentemente con las bendiciones de las agencias de calificación de riesgos (agencias de *rating*) más prestigiosas del mundo y mediante mecanismos que descargaban, al menos aparentemente, o temporalmente, a los bancos de sus riesgos y los convertían en comisionistas más que en tomadores de tales riesgos.

Esta familia de explicaciones apunta a lo que se considera que son las raíces políticas de la crisis: el triunfo de las ideas más promercado y más contrarias a las intervenciones y regulaciones públicas tras la llegada al poder del presidente Reagan en 1980. Sin embargo, como ha señalado PosnerRichard Posner, «The Good Paul Krugman and the Bad Paul Krugman», The Atlantic, 3 de junio 2009, disponible en http://correspondents.theatlantic.com/richard_posner/2009/06/the_good_paul_krugman_and_the_bad_krugman.php., sería una invención atribuir este movimiento de desregulación al partido republicano o, en general, a la derecha política de Estados Unidos; en realidad, fue un movimiento de los dos grandes partidos, iniciado en la época de Reagan, pero completado y profundizado durante los dos mandatos del presidente Clinton y sus administraciones demócratas, alguno de cuyos más firmes defensores (como Larry Summers) forman, hoy, parte de la Administración del presidente Obama.

La segunda familia de explicaciones tiene dos subfamilias, que aparecen como adversarias o excluyentes, aunque no dejan de tener puntos de contacto. La primera apunta a la política monetaria supuestamente laxa seguida por el banco central de Estados Unidos, la Reserva Federal (en adelante, FED), que empezó a aplicarse –hay que decir que con aplauso general– en 1995 y se acentuó a partir de 1998 para hacer frente a la crisis asiática y rusa y, aún más, después de 2001, para intentar superar el bache económico que siguió a los atentados del 11-S. Esta política relajada habría sido envolvente y desencadenante de la burbuja de precios inmobiliarios, materias primas y activos financieros entre 2002 y 2007. Muchos creen que lo anómalo de la expansión de 2002-2007 no fue que aparecieran burbujas de precios de activos –en particular la gran burbuja inmobiliaria, continuación de la «exuberancia irracional» de la Bolsa a la que se refirió Alan Greenspan en 1996–, sino lo que tardaron en aparecer esos fenómenos y la ausencia de tensiones inflacionistas.

La segunda apunta a los desequilibrios internacionales (el déficit corriente en Estados Unidos y el superávit corriente en China y otros países asiáticos) como motor de las burbujas y, en último extremo, causantes de la crisis. Según esta explicación, que es la del propio Greenspan y sus defensores, la política monetaria que aplicó la FED no fue laxa y el factor que, en último extremo, puede explicar lo ocurrido es el desequilibrio externo (enorme superávit corriente de balanza de pagos) de China, embarcada durante los últimos diez años en una política de acumulación de capital y crecimiento acelerado apoyada en la contención del consumo, en altísimas tasas de ahorroEn 1996, China ahorraba el 36% de su PIB (frente al 17% de Estados Unidos, el 20% de Alemania o el 30% de Japón); en 2007, China ahorró el 51% de su PIB (frente al 14%, 24% y 26%, respectivamente, de los países indicados): «China’s Savings Rate and its Long-Term Outlook», Goldman Sachs Global Economic Paper, núm. 191, 16 de octubre de 2009. y en las exportaciones, todo ello facilitado por una política

de tipo de cambio depreciado de la moneda china, el yuan, frente al dólar estadounidense.

No parece difícil entender la lógica de la primera familia de explicaciones. Si la regulación no controla las imprudencias y la codicia de gestores y directivos que les llevan a realizar operaciones de alto riesgo (el crecimiento de las hipotecas «basura» es el ejemplo más citado), si la regulación es inadecuada, si hay incompetencia o, incluso, connivencia con todo eso por parte de los supervisores de los países con sistemas financieros más desarrollados, ¿qué tiene de raro que se haya producido una cadena de insolvencias, quiebras, etc., y que esto haya llevado, dadas las interconexiones que existen entre los diferentes componentes y agentes del sistema financiero internacional, a una crisis global?

Pero la segunda es otra cosa, la cadena de causas y consecuencias es más larga e indirecta, ya sea en la variante que atribuye la responsabilidad de la crisis a la política excesivamente relajada de la FED, como en la que apunta a los grandes desequilibrios económicos de China y otros países. Porque, ¿qué tiene que ver la política de la FED o la tasa de ahorro de la población china y las exportaciones chinas con el desastre de las hipotecas basura en Estados Unidos? ¿Y con la crisis de la mayor aseguradora del mundo, la norteamericana AIG, salvada de la quiebra por la intervención masiva del Tesoro estadounidense, o con la quiebra de Lehman Brothers o con la crisis de Bank of America o de Citibank? ¿Cuáles son las conexiones entre estos fenómenos? Para intentar responder con alguna precisión tenemos que dar marcha atrás y aburrir al lector con unas cuantas cifras.

CHINA Y LA GLOBALIZACIÓN

En 1999-2008, el déficit corriente (el saldo de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, más el saldo de transferencias y rentas pagadas al exterior y recibidas del exterior) acumulado en la balanza de pagos de Estados Unidos sumó 5,6 billones de dólares (de los cuales, 1,7 billones, el 31%, se generó en transacciones con China); las compras por residentes norteamericanos de activos en el exterior (tanto activos financieros como inversión directa) sumaron 6,2 billones de dólares; en total, por ambos conceptos, un déficit de 11,8 billones de dólares que fue financiado por las entradas de capital que Estados Unidos recibió del exterior. De esas entradas, ¿qué parte corresponde a China? Para responder a esta pregunta tenemos que ir a la balanza de pagos de China.

La balanza de pagos de China durante el decenio 1999-2008 puede resumirse en tres cifras: 1) el superávit corriente, que fue 1,4 billones de dólares (billones latinos, millones de millones, lo que en inglés norteamericano llaman «trillions»); 2) el superávit de la cuenta

financiera y de capital, que sumó 0,4 billones, y 3) la contrapartida de la suma de los dos saldos anteriores, el incremento en las reservas oficiales de divisas (principalmente, en dólares estadounidenses, pero también en euros y yenes), que fue de 1,8 billones de dólaresChina ha seguido aumentando sus reservas durante la crisis. En septiembre de 2009 alcanzaban 2,3 billones (latinos) de dólares. Todos los datos sobre la balanza de pagos de China están tomados del State Administration of Foreign Exchange Bureau, disponibles en Internet: http://www.safe.gov.cn..

Entre 1999 y 2008 China aumentó sus tenencias de títulos públicos de Estados Unidos (emitidos por el Tesoro y otras entidades oficiales) en 668.000 millones de dólaresBureau of Economic Analysis, US International Transactions Accounts Data, US Department of Commerce, Tabla 1. Disponible en http://www.bea.gov/international/bp; estadística de «Major Foreign Holders of Treasury Securities», también disponible en http://www.treas.gov/tic/mfh.his01.txt. (el 43% de todas las compras netas de títulos públicos norteamericanos hechas por otros países en ese período), pasando de unas tenencias, a comienzos de 2000, de 59.400 millones de dólares a 727.400 millones en diciembre de 2008Lo que equivale al 24% de todos los títulos públicos estadounidenses en poder de extranjeros (era sólo el 5% en 1999). El país que sigue a China en esta estadística es Japón: entre 1999 y 2008, las tenencias japonesas de títulos públicos estadounidenses aumentaron en 361.000 millones de dólares. Japón se acerca bastante a China por su peso en las tenencias totales de estos títulos tanto respecto al total de las tenencias extranjeras (el 21%) como respecto a las tenencias en reservas oficiales (31%).; a esa cifra podrían añadirse los 80.000 millones de dólares de títulos públicos mantenidos a finales de 2008 por la Autoridad Monetaria de Hong Kong, por lo que China es, sin duda, el primer comprador de deuda pública de Estados Unidos.

Si a los 668.000 millones de dólares de compras de títulos públicos de Estados Unidos sumamos los 725.000 millones de compras de títulos y activos norteamericanos emitidos por el sector privado (los datos se refieren siempre al período 1999-2008) llegamos a 1,4 billones de dólares, lo que significa que China dedicó más del 75% de su superávit corriente y de capital (1,8 billones) a financiar el 12% del total del déficit corriente y salidas de capital de Estados Unidos en ese período (11,8 billones de dólares). La «responsabilidad» de China (y de otros países asiáticos y de los Estados árabes productores de petróleo) en la crisis vendría, así, de su papel como muy importante «suministrador» de ahorro a Estados Unidos. Para Greenspan y otros analistas, sin este ahorro exterior sería imposible explicar la evolución de los tipos de interés en la economía norteamericana, motor de la burbuja hipotecaria que fue clave en la formación y en el estallido de la crisis.

A la vista de las cifras, no parece razonable sostener que el ahorro exterior y, en primer

lugar, el de China, no tuvo impacto alguno conteniendo los tipos de interés. Pero esto *no* demuestra que la política monetaria que aplicó la FED en esos años no contribuyese también a ese resultado, es decir, no nos dice nada sobre el grado de laxitud monetaria que aceptó o impulsó Greenspan, sobre todo a partir de 2001Alan Greenspan, «The Fed Didn't Cause the Housing Bubble», *The Wall Street Journal*, 11 de marzo de 2009; «Global Imbalances: Two Giants Step in Closer», Goldman Sachs, *Global Economics Weekly*, 09/16, 29 de abril de 2009; Barry Eichengreen, «Fix Global Imbalances to Avert Future Crises», *Gulf Times*, 24 de mayo de 2009..

LA RESPONSABILIDAD DE LA RESERVA FEDERAL

¿Fue laxa la política monetaria de la FED entre 2001 y 2005? Si la respuesta es sí, dos preguntas más. ¿Esa relajación fue el resultado de decisiones de la FED o de factores fuera de su control? Y la segunda: ¿en qué medida contribuyó esa laxitud, voluntariamente buscada o resultante de fuerzas fuera del control de la FED, a la burbuja inmobiliaria norteamericana y al estallido de la crisis financiera global?

En principio, el indicador del grado de relajación o tensión que la autoridad monetaria quiere mantener en su política viene dado por el tipo de interés que aplica a las operaciones de suministro de liquidez al sistema bancario. También, en principio, tipos de interés más bajos se consideran política monetaria más relajada que tipos de interés más altos. Pero el impacto de la relajación sobre la actividad y los mercados puede ser diferente en unos casos y en otros.

Si los tipos de interés nominales, empezando por los tipos de las operaciones de suministro de liquidez del banco central, son muy bajos, cercanos a cero, pero, a la vez, hay expectativas de caídas de precios, es decir, de deflación, entonces una política monetaria nominalmente relajada (el banco central suministra liquidez barata) no lo será por su impacto real; no podrá estimular la actividad y el empleo porque los tipos de interés reales serán altos, puesto que deben sumar al tipo nominal la tasa esperada de caída de preciosSi los precios están cayendo a una tasa anual de, por ejemplo, el 2%, puede decirse que un depósito a un año a un tipo de interés nominal anual del 1% tiene un rendimiento real del 3%, porque al final de ese período anual el poder de compra del importe inicial de ese depósito habrá crecido en el 1% de retribución nominal más el 2% de la caída de los precios; en esa misma situación de deflación, si hay que pagar un 2% nominal por un préstamo recibido, el tipo de interés real para el prestatario puede estimarse en el 4% (2% nominal más 2% de lucro cesante que pierde por no mantener el importe del préstamo recibido, simplemente, como saldo inactivo o líquido; si decidiera mantener inactivo o líquido el importe del préstamo recibido, la operación no daría, teóricamente, ni beneficio ni pérdida). .

Este fue, aproximadamente, el caso de la Gran Depresión de 1930-1932, cuando los tipos de interés nominales eran bajos, pero los agentes económicos percibían que los tipos de interés reales se mantenían altos debido a las expectativas deflacionistasBen S. Bernanke, «Money, Gold and the Great Depression», observaciones en la H. Parker Willis Lecture in Economic Policy, Washington y Lee University, Lexington, Virginia, 2 de marzo de 2004, disponible en http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040322/default.htm..

Análogamente, si los tipos de interés nominales son altos, pero existen expectativas inflacionistas fuertes, los tipos de interés reales pueden ser bajos o, incluso, negativos (hay que restar la tasa esperada de inflación al tipo nominal) y la política monetaria, que pretende ser contractiva, no conseguirá moderar la demanda de crédito y la actividad, puesto que los tipos de interés reales seguirán siendo bajos y favorables a los deudores y a las empresas.

Dicho lo anterior, es cierto que los tipos de interés nominales se mantuvieron muy bajos en la economía norteamericana entre 2001 y 2006. Si tomamos, por ejemplo, el tipo de los fondos federalesEs el tipo de interés al que las entidades prestan y toman prestados los fondos que les sobran o que necesitan, respectivamente, para cumplir con los requisitos legales de reservas y tener saldo suficiente para liquidar las operaciones en sus cuentas de la FED., que es el tipo de interés objetivo de la política monetariaMediante operaciones de compra y venta de títulos del Tesoro (operaciones «de mercado abierto») con los bancos, la FED influye en los tipos de interés que los bancos aplican en sus operaciones interbancarias., nos encontramos con que en 2002-2004 el tipo efectivo medio se situó por debajo del 2%; de hecho, el objetivo de la FED entre julio de 2003 y junio de 2004 fue el 1%, el más bajo desde 1961.

En el período 2001-2005, todos los tipos de interés, incluyendo los tipos de la deuda pública a todos los plazos y los tipos del mercado hipotecario, estuvieron en niveles nominales muy bajos, no vistos desde comienzos de los años sesenta. Aunque la inflación se mantuvo en tasas muy moderadas y estables (en el entorno del 2,5% a lo largo del decenio 1995-2005), algunos instrumentos financieros llegaron a tener tipos de interés reales negativos (por ejemplo, la deuda pública con vencimiento hasta cinco años tuvo en 2002-2004 tipos de interés nominales inferiores a la tasa de inflación). Se produjeron algunos desfases –los tipos de interés de los bonos del Tesoro y otros instrumentos no subieron lo esperado cuando la FED empezó a subir sus tipos a partir de junio de 2004–, dando lugar a lo que se conoció entonces, debido a una expresión que él mismo utilizó, como el «Greenspan’s Conundrum»En su informe sobre política monetaria presentado al Senado en febrero de 2005, Greenspan dijo que no podía entender la razón por la que los tipos de interés de los títulos del Tesoro permanecían tan bajos a pesar del endurecimiento de tipos que estaba llevando a cabo la FED desde mediados de 2004: The Federal Reserve Board, Testimonio del Presidente Alan

Greesnpan, Semmiannual Monetary Policy Report, 16 de febrero de 2005, disponible en http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm., el «enredado misterio de Greenspan», pero el ajuste se produjo después: aun con desfases, irregularidades y alguna inconsistencia, los tipos de interés siguieron el movimiento de rebaja de tipos de la FED entre 2000 y 2003 y, después, el de alza de tipos, entre 2004 y 2006.

Juzgada por la evolución de los tipos de interés, no cabe duda de que entre 2000 y 2005 la política de la FED puede considerarse relajada. Pero, ¿fue esta política, impulsada por Greenspan (y por su sucesor, Bernanke, cuando era presidente de la FED de Nueva York) para superar el amago de recesión posterior a los atentados de septiembre de 2001, la causa, o una de las causas, de la burbuja inmobiliaria y de otros activos y de la acumulación de insolvencias hipotecarias, antesala de la explosión de 2008?

La defensa de Greenspan es sostener que no puede explicarse la evolución del mercado hipotecario norteamericano entre 2002 y 2005 a partir de la política de tipos de interés bajos aplicada por la FED. Para Greenspan, es ridículo sostener que el tipo de interés de los fondos federales, que es a cortísimo plazo, el tipo que se denomina en inglés *overnight*, literalmente, «por una noche», que es el que controla la FED, tuvo una influencia determinante sobre los tipos del mercado hipotecario, o sobre los tipos a medio y largo plazo que favorecieron la gran expansión mundial y las diferentes burbujas de precios (de materias primas, energía, alimentos, etc.) que, igual que la inmobiliaria, pincharon con la crisis.

Para Greenspan, la explicación de la tendencia a la baja en los tipos de interés que se manifestó en todo el mundo en aquellos años está en el fortísimo crecimiento de una serie de países, empezando por China, y en la generación en esos países de un enorme volumen de ahorro puesto a disposición de la economía mundial y, en primer lugar, a disposición de la economía de Estados Unidos (las cifras que antes indicamos sobre los flujos de balanza de pagos entre China y Estados Unidos). La aparición de ese ahorro habría sido un fenómeno fuera del control de la política monetaria de Estados Unidos –y de cualquier otro país, salvo la propia China–, por lo que la responsabilidad de la FED en la crisis habría sido, en definitiva, nula o menor. Pero, en todo caso, ¿qué hizo la FED?

Pues bien, la evolución de los tipos de interés controlados directamente por la FED (tipos de descuento y tipos de los fondos federales), de la cantidad de dinero y del crédito (incluidos los créditos hipotecarios) en los años en que más se cebó la bomba de la crisis, 2002-2006, confirman que existió una política monetaria y crediticia relativamente relajada y que es difícil sostener que la FED no tuvo influencia alguna en la aparición de la burbuja. Porque, ¿cómo es que la política monetaria no intentó compensar la tendencia a la relajación que impulsaban esas entradas de capital de China y de otros países, orientando antes en sentido

más restrictivo los tipos de interés? ¿Podría haberse tomado alguna medida para intentar moderar la evolución del crédito y de los precios de los activos?

LAS FUNCIONES DE LOS BANCOS CENTRALES

La política monetaria llevada a cabo por los países más desarrollados durante el último medio siglo ha estado inspirada, en lo fundamental, en las experiencias norteamericana y alemana. Por caminos y en momentos históricos distintosEn Estados Unidos, con la Federal Reserve Act de 1913 (Glass-Owen Bill) que, a través de diversos avatares y enmendada en 1977, ha mantenido su vigencia hasta hoy; en Alemania, con la creación del Bundesbank, en 1957; en la creación del Banco Central Europeo con el Tratado de Maastricht de 1992 jugó un papel determinante la, digamos, «ideología alemana» en política monetaria, inspirada por el Bundesbank. De hecho, Alemania condicionó su adhesión al proyecto de la Unión Monetaria Europea al respeto del principio de independencia del BCE y a la estabilidad de precios como su objetivo estatutario., esas experiencias hicieron surgir y consolidaron dos ideas fundamentales.

La primera, que la política monetaria, responsabilidad en los modernos sistemas fiduciarios de los bancos centrales, debe tener como primer objetivo la estabilidad de precios, el control de la inflación. La segunda, que tanto para fijar sus objetivos como para diseñar y ejecutar sus políticas, los bancos centrales deben ser independientes, es decir, que hay que sustraer o proteger a la política monetaria de las exigencias políticas a corto plazo de los gobiernos. Éstos han sido los dos componentes de lo que podemos llamar el «enfoque dominante» u «ortodoxo» de la política monetaria durante los últimos decenios, pero quizá más acusadamente a partir de la década de alta inflación y bajo crecimiento de los años setenta del siglo XX.

Según esta visión «ortodoxa», la política monetaria actúa a través del manejo de los tipos de interés y las operaciones de préstamo o suministro de liquidez a los bancos para conseguir que la tasa de inflación evolucione de forma moderada (el objetivo suele ser una tasa de inflación en torno al 2%). Desde esta visión, aparte de sus competencias en materia de supervisión y regulación para mantener la solvencia y buen funcionamiento del sistema financiero, los bancos centrales no han considerado que su responsabilidad alcance a combatir o frenar las burbujas de precios de activos mientras no afecten a la estabilidad de precios, entendida, fundamentalmente, como estabilidad de precios al consumo. Pero las crisis financieras con repercusión internacional de los últimos treinta años (crisis de deuda latinoamericana de los ochenta, la crisis de Bolsa de 1987, crisis asiática y rusa de 1998, la crisis derivada del pinchazo de los negocios «punto-com», la primera gran incursión de

Internet en el mundo financiero y, desde luego, la crisis de 2007-2008) han llevado a que algunos replanteen esa «ortodoxia»El lector interesado puede consultar dos artículos publicados en *Revista de Libros*: Luis M. Linde, «Crisis financieras», núm. 124 (abril de 2007), y Alberto Nadal, «Aprender de otras crisis», núm. 147 (marzo de 2008)..

Una característica notable de la evolución económica de Estados Unidos y otros países desarrollados durante el decenio 1995-2005 fue, junto a la aparición de esas crisis, la coexistencia de altas tasas de crecimiento, bajos niveles de paro y ausencia de inflación, una conjunción virtuosa que parecía desmentir unas cuantas enseñanzas del análisis económico de la segunda mitad del siglo XX. En el cuadro 1 se presenta la evolución de crecimiento económico e inflación (medida por los precios al consumo) para la economía de Estados Unidos entre 1950 y 2007; como puede observarse, los diez años del período 1995-2005 fueron los *mejores* desde el punto de vista de la combinación de crecimiento y estabilidad de precios desde el decenio de los sesenta.

Aunque atribuir el «mérito» de esa estabilidad a la FED puede tener difícil demostración –puede negarse tal cosa precisamente con el mismo argumento que explica los bajos tipos de interés no por la laxitud de la FED, sino por la «globalización financiera»–, sí podría afirmarse que la evolución de los precios no justificaba una política más restrictiva que la que se aplicó. Sin embargo, si de los precios al consumo pasamos al endeudamiento del sector privado y a los precios de los activos, en particular los precios de la vivienda, que es el activo más importante para el conjunto de las familias, el panorama es bien diferente.

Hay, desde luego, diferentes formas de medir la intensidad del endeudamiento de los agentes económicos. En el cuadro 2 se recoge la evolución de: 1) la deuda crediticia neta (pasivos menos activos, ambos frente al sistema crediticio) del sector privado no financiero (empresas y familias) en relación con el PIB; 2) la evolución de la deuda crediticia neta que corresponde sólo a las familias en relación con su renta disponible, y, finalmente, 3) la proporción de los pasivos crediticios de las familias también a renta disponible. Al referirse sólo al sistema crediticio y excluir de los activos las acciones y otras participaciones cotizadas en los mercados de valores, esta medida elimina el efecto de la burbuja y da un resultado más cercano a lo que nos interesa: la razón es que una cartera de valores cotizados en Bolsa puede sufrir (y, de hecho, todas han sufrido) oscilaciones muy fuertes con la burbuja de precios y su posterior estallido; pero el valor de una deuda crediticia o un activo mantenido en forma de depósito bancario no se modifica con la burbuja.

Como puede verse en el cuadro 2, las tres proporciones mantuvieron una tendencia permanente al alza (la deuda neta y los pasivos crecían más rápidamente que el PIB o la renta disponible) a lo largo de esas cinco décadas, pero es en 2000-2008 cuando se produce una gran aceleración del endeudamiento. En esos ocho años la proporción deuda neta del sector privado a PIB crece tanto como en los cuarenta años anteriores (casi +0,47), la proporción de deuda de las familias a renta disponible crece tanto como en el período 1960-1990 (+0,28), y la proporción de pasivos de las familias a renta disponible tanto como en los años 1970-2000 (+0,33).

El crédito hipotecario fue en 2000-2005 el principal factor de aumento de los pasivos crediticios de las familias: en 1960 representaba el 65% del total de esos pasivos; en 2000, el 69%, y en 2005-2008 se mantuvo en el 76%, el crecimiento más fuerte en medio siglo. El índice de precios de la vivienda para el conjunto de Estados Unidos subió entre 2000 y 2006 casi un 90%, mientras que el índice de precios al consumo crecía un 17,5% y la renta familiar mediana (igual número de rentas superiores que de rentas inferiores) subía un 1%: nunca se había producido en la historia económica de Estados Unidos una separación tan grande en la evolución de esos índicesJeremy J. Siegel, «Effcicient Markets Theory and the Crisis», *Wall Street Journal, Europe*, 29 de octubre de 2009, p. 16..

Hubo expertos (el más conocido de ellos, pero no el único, Nouriel Roubini, profesor en la Universidad de Nueva York) que señalaron, ya en 2005, que esta evolución apuntaba directamente a una crisis financiera muy grave. Pero desde la política monetaria (o desde la regulación de los mercados de capitales, o la supervisión financiera) no se adoptó ninguna iniciativaEn enero de 2007, el entonces secretario del Tesoro, Henry Paulson, promovió la creación de un grupo de trabajo, al que se incorporaría Bernanke, para estudiar la evolución del apalancamiento en las instituciones financieras y, en particular, en los «hedge funds»; pero los acontecimientos se precipitaron y no parece que ese grupo terminase su estudio antes del estallido de la crisis.. Lógicamente, el estallido de la crisis justificó todas las advertencias y todos los reproches, teniendo en cuenta que tanto Greenspan como su sucesor, Bernanke, se manifestaron repetidas veces contrarios a asumir como tarea de los bancos centrales ninguna clase de política *preventiva* contra las burbujas en los precios de los activos y el endeudamiento creciente del sector privado.

La cuestión que esto plantea es: ¿deben los bancos centrales frenar las expansiones económicas y de crédito cuando no hay –al menos, no hay todavía– un problema –o una previsión técnicamente razonable de un problema– de estabilidad de precios?

En 2002, el Banco Internacional de Pagos publicó dos trabajosClaudio Borio y Philip Lowe, «Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus», BIS Working Papers, núm. 114 (julio de 2002); Claudio Borio, William English y Andrew Filardo, «A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?», BIS Papers, núm. 19 (octubre de 2003). que se enfrentaban a estas cuestiones. Su tesis fundamental era la siguiente: las transformaciones ocurridas en la economía y en el sistema financiero internacional (liberalización, globalización y gran aumento en la productividad) permiten la acumulación de tensiones y desequilibrios financieros (cuyos indicios son subidas fuertes y rápidas de precios de los activos y gran expansión del crédito) sin inflación. En estas nuevas circunstancias, los bancos centrales deben ampliar sus funciones al control de la inestabilidad financiera y, para ello, además de nuevas o reforzadas funciones de regulación y supervisión, y sin abandonar, desde luego, su tarea central de prevenir y combatir la inflación, debe plantearse la posibilidad de aplicar políticas monetarias restrictivas *incluso en ausencia de inflación*.

Sin embargo, medir el potencial de crisis contenido en una determinada evolución del crédito y de los precios de los activos es mucho más difícil que medir la evolución de la inflación, de los tipos de interés o de la cantidad de dinero; y tampoco es nada fácil determinar cómo hay que modificar la orientación restrictiva y la secuencia temporal de la política monetaria para que pase de combatir la inflación –la subida de los precios al consumo, en primer lugar– a combatir también las tendencias a la inestabilidad financiera contenidas en las burbujas de precios de los activos financieros y realesCharles R. Bean, «Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy», *The American Economic Review*, vol. 94, núm. 2 (mayo de 2004), pp. 14-18.. Pero las dificultades técnicas no serán el obstáculo fundamental a esta ampliación de las preocupaciones de los bancos centrales. Las dificultades políticas serán más serias, porque se trataría de que, en ausencia de inflación, pudieran llevarse a cabo políticas monetarias restrictivas *preventivas*, poniendo, así, fin a fases de expansión, algo que muchos considerarán siempre injustificado y que difícilmente será visto con simpatía ni por los políticos, ni por los agentes económicos.

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERAS

Junto al replanteamiento de las tareas de la política monetaria y de los bancos centrales, los otros dos capítulos que la crisis ha abierto son la regulación y la supervisión, es decir, la vigilancia y control por las autoridades de los riesgos que asumen las entidades financieras. En su *A Failure of Capitalism*, Posner sostiene que la desregulación financiera ha ido demasiado lejos durante las últimas dos décadas y que se impone una marcha atrás. En su opinión, y este es el fondo de su argumento, el mercado financiero, en el que los diferentes intermediarios compran y venden activos y pasivos, deudas y créditos, no sólo no puede

corregir por sí solo los desequilibrios que genera, sino que, sin la intervención de los poderes públicos, tiende a acentuarlos y a convertir en depresiones catastróficas lo que no deberían ser sino fases bajistas del ciclo.

Sin negar que una cierta «marcha atrás» es posible, hay que señalar que el sistema financiero internacional presenta, hoy, dos características que ya se daban en 1980, pero que se han acentuado muy considerablemente. La primera, los diferentes mercados financieros están fuertemente integrados (tanto en el sentido de instrumentos –valores, divisas, derivados financieros, de crédito– como en sentido nacional o geográfico: el mercado europeo, el norteamericano, el japonés funcionan, en muchos sentidos, como un mercado único) debido a la casi total libertad de movimiento de capitales y a las posibilidades que dan los modernos medios de comunicación e informáticos; y la segunda, en los mercados financieros, como ocurre en la «economía real», la innovación es parte muy importante de la ventaja competitiva que cada empresa trata de obtener sobre las demás, lo que plantea, con frecuencia, nuevos riesgos.

Es difícil negar que la supervisión en Estados Unidos y en el Reino Unido, por citar los dos países en cuyos mercados se concentra el grueso de la actividad y la innovación financiera de ámbito internacional, ha cometido fallos importantes, que algunos imputan al «extremismo» promercado. Lo cierto es que muchas veces pueden explicarse, simplemente, por la velocidad de las innovaciones, la complejidad de los instrumentos y de la operativa en los mercados, así como por el temor de cada supervisor nacional a perjudicar la posición competitiva de las empresas bajo su tutela, una consideración que es pertinente para describir lo que ha ocurrido durante las últimas décadas con los contratos sobre «derivados financieros», los «hedge funds» y los mecanismos complejos de titulización.

El campo de las reformas, que pueden incorporar alguna «marcha atrás» en la desregulación financiera, sobre el que ha ido formándose un cierto consenso en las instituciones financieras internacionales es muy amplio, pero lo fundamental puede resumirse, quizás, en cuatro apartados: 1) las reglas de recursos propios (capital, reservas y provisiones) de los bancos en proporción a los riesgos asumidos, que es lo que regulan las reglas que se denominan «Basilea II», negociadas entre 2000 y 2006 y que empezaban a entrar en vigor cuando estalla la crisis; 2) las reglas de liquidez (plazos de vencimiento de activos y pasivos) y solvencia («apalancamiento», o proporción activos/pasivos); 3) las reglas aplicables a las operaciones con derivados financieros fuera de los mercados organizados (es decir, en transacciones privadas, sin contratos-tipo ni cámaras de compensación); 4) la regulación de los conflictos de intereses de las agencias de calificación de riesgosPuede añadirse un quinto asunto: la revisión de la normativa que obliga a la contabilización de los activos financieros por su valor de mercado (en lugar de por su coste histórico u otras fórmulas que evitan

utilizar el valor de mercado), convertidas en norma internacional durante los últimos años a instancias de las autoridades norteamericanas y que, en opinión de muchos, han jugado un papel desestabilizador en la crisis. La aplicación de esta regla contable había obligado (a junio de 2009) a reconocer bajas en el balance (pérdidas) por 41.000 millones de dólares a Merrill Lynch, 37.000 millones a Citigroup, 26.000 millones a AIG y 13.500 millones a Lehman Brothers: véase «U.S. Congress Helped Banks Defang Key Accounting Rule», *The Wall Street Journal, Europe*, 4 de junio de 2009, p. 14..

Suponiendo que exista voluntad política para hacer todo esto, y refiriéndonos a Estados Unidos, que es, obviamente, clave en cualquier reforma, podemos preguntarnos: la gran banca, comercial y de inversión, los grandes «hedge funds», los grandes fondos de inversión, ¿se van a dejar reformar, en el sentido de aceptar un control más estricto de sus riesgos por los supervisores? Pues lo probable es que ofrezcan mucha resistencia, tanto mayor y tanto más efectiva, naturalmente, cuanto mejor y más rápidamente se supere la crisis. Y ya tenemos algún indicio.

El ex presidente de la FED (1979-1987) Paul Volcker, que colabora actualmente con la Administración Obama dirigiendo un grupo de asesores encargado de dar ideas para impulsar la recuperación económica, lanzó (septiembre de 2009) una propuesta radical: que la banca comercial limite sus riesgos, dejando de tomar posiciones en los mercados financieros con cargo a su propio capital, algo que llevaría a prohibir a los bancos, entre otras cosas, «promover y capitalizar» entidades poco o nada reguladas, como los «hedge funds»: los bancos sólo podrían realizar esa clase de operaciones por cuenta de sus clientes. Esto significaría volver a la separación de banca comercial y banca de inversión que en 1933 impuso la Glass-Steagall Act, y que, después de un proceso de erosión, fue finalmente derogada por la Administración del presidente Clinton en 1999.

La propuesta de Volcker tiene una segunda parte, corolario de la primera: los rescates con dinero público y las garantías para los depósitos de la clientela serían sólo para los bancos comerciales que limitasen su actividad al negocio tradicional y no tomaran posiciones por cuenta propia en los mercados de capitales y de derivados. Pues bien, todo indica no sólo que los grandes bancos norteamericanos se opondrían en lo posible a este retorno a la separación entre banca comercial y banca de inversión, sino, además, que la actual Administración demócrata no parece simpatizar con la idea, ni dispuesta a dar esa batalla.

FALLOS DEL MERCADO, FALLOS DE LOS GOBIERNOS

A pesar de su gravedad, no parece que la crisis que se inicia en 2007 vaya a alcanzar el dramatismo y la profundidad de la «Gran Depresión» (comparando 1932 con 1929, la Bolsa

había caído un 80%, el PIB real, un 36% y el desempleo llegaba al 25% de la población activa). Incluso los que creen posible una recaída de la actividad en 2010 no parecen temer nada parecido a aquella crisis. Los tres factores que pueden explicar la diferencia son la reacción de los bancos centrales, el hecho de que las grandes economías emergentes (Brasil, India y China, principalmente) han resistido bien la crisis y han mantenido crecimientos relativamente elevados, y la falta de éxito, por ahora, de los movimientos de proteccionismo comercial. Pero, sin duda, la pieza crucial ha sido la contención del colapso financiero mediante la creación masiva de dinero por los bancos centrales, materializada en préstamos a los intermediarios financieros, en parte a tipos de interés cercanos a cero, para reforzar su liquidez, permitir la recuperación de la confianza y mantener el funcionamiento del mercado interbancarioEn 2008, la FED abrió nuevas ventanillas de suministro de liquidez, incluyendo algunas categorías de prestatarios, como los bancos de inversión, que nunca anteriormente habían podido participar en esas operaciones. Después, en 2009, amplió el abanico de activos financieros –incluyendo activos considerados «tóxicos» o de improbable recuperación– que compraba a las entidades, o que éstas podían utilizar como garantía o «colateral» de los préstamos que recibían de la FED, o podían cambiar por activos de mejor calidad en poder de ésta. Las consecuencias de esta política tan agresiva han sido: 1) Pasar de un préstamo total de la FED al sistema financiero de 925.000 millones de dólares en diciembre de 2007 a 2,3 billones en diciembre de 2008 y 2,1 en junio de 2009, y 2) Un empeoramiento muy notable de la calidad del activo del balance de la FED, puesto que se ha hecho cargo de un gran volumen de activos «tóxicos» que son, precisamente, los que hacían insolventes a un buen número de entidades financieras. Por su parte, el Banco Central Europeo pasó de un total de préstamos de liquidez en el entorno de 400.000 millones de euros en 2005-2006 a 617.000 millones en diciembre de 2007, 829.000 en diciembre de 2008 y casi 900.000 en junio de 2009; pero el Banco Central Europeo no ha cargado su balance con activos «tóxicos», y esta ha sido una diferencia muy significativa con la FED..

Salvar el sistema financiero con una enorme creación de dinero, tal como han hecho la FED, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra, no mejora, evidentemente, la eficiencia de los mercados. Ha sido, en todo caso, un recurso para ganar tiempo que puede crear algunos problemas o agravar otrosLa rebaja hasta niveles cercanos a cero de los tipos de interés a los que la FED, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo hacen sus préstamos a los bancos ha llevado a la política monetaria convencional a una zona de escasa o nula efectividad; el siguiente paso ha sido lo que se denomina en la jerga del oficio en inglés «quantitative easing», que es lo que se conoce en español como «monetización» (los bancos centrales comprando títulos, públicos y privados, o prestando –lo que equivale a una compra temporal– con esa garantía, por volúmenes enormes).. Pero no hacerlo y permitir una cadena de quiebras y el colapso de los canales de retribución del ahorro y suministro de crédito nos

habría llevado a un territorio desconocido, con consecuencias políticas potencialmente muy peligrosas: como en las guerras, se habría sabido cómo empezaba esa aventura, pero no cómo iba a terminar. En esta cuestión no hay discrepancias: tanto Posner como Rowley y Smith consideran que era necesaria esa masiva creación de liquidez y que, una vez producida la explosión de la crisis, la política seguida por la FED y el Banco Central Europeo ha sido la correcta. Y, aunque Rowley y Smith son mucho más específicos que Posner en cuanto al detalle de las medidas a adoptar para superar la contracción económica (con alguna de las cuales discreparía Posner)Defienden un suministro de liquidez por la FED amplio y barato, incluso mediante la monetización de deuda, mientras la economía no inicie la recuperación; la reactivación del mercado de viviendas mediante una reforma de las leyes sobre inmigración; la suspensión de todos los aranceles a la importación («comercio libre unilateral»); la eliminación de barreras sindicales y corporativas en el mercado laboral; la eliminación de los estímulos fiscales; la reforma de la seguridad social para contener el incremento de sus pasivos a largo plazo; alcanzar el equilibrio presupuestario a largo plazo; evitar los rescates bancarios y las nacionalizaciones, utilizando los mecanismos de garantía de depósitos y de préstamo a los bancos en dificultades, pero solventes: Rowley y Smith, *op. cit.* , pp. 63 y ss., existe otra importante coincidencia: comparten escepticismo en cuanto a la eficacia de los diferentes aluviones de gasto público (gasto adicional o rebajas fiscales) para reactivar la demanda.

Entre el desengaño de Posner sobre el «mercado libre», su eficiencia y su capacidad para superar los desequilibrios sin ayuda del gobierno, y la confianza de Rowley y Smith en los mercados y su atribución de la responsabilidad por la crisis financiera y la contracción económica (de la última que padecemos, y de las precedentes) a errores en la regulación e intervención de los gobiernos hay, probablemente, menos distancia de la que podría creerse a primera vista. Para empezar, coinciden en un punto fundamental: tanto Posner como Rowley y Smith creen que la política de la FED entre 2000 y 2005 fue demasiado relajada y un factor clave en la formación de la burbuja y, por consiguiente, de la crisisRichard Posner, *op. cit.* , p. 281; Charles K. Rowley y Nathanael Smith, op. cit., pp. 33-37..

Posner no niega que las intervenciones públicas y las interferencias políticas (el estímulo del Congreso estadounidense a las hipotecas «basura» es un buen ejemplo) pueden ser muy perturbadoras y pueden contribuir a la formación de las crisis financieras. Lo que sostiene es que la crisis actual ha venido precedida por dos décadas de desregulación y de invasivo *laissez-faire* financiero y que, a lo largo de este proceso, se ha demostrado que los mercados financieros y de capitales pueden ser muy ineficientes, agravando los desequilibrios, con escasa, o nula, capacidad de autocorrección (el crecimiento disparatado de algunos mercados de derivados financieros, o del «apalancamiento» de muchas empresas serían

ejemplos). Los gobiernos, cree Posner, pueden hacerlo mal y pueden perturbar el funcionamiento de los mercados pero, en su opinión, lo decisivo en la actual crisis no han sido los errores de los gobiernos, sino la tendencia de los mercados cada vez más desregulados a generar y acumular desequilibrios.

Por su parte, Rowley y Smith no niegan que los agentes económicos puedan tomar decisiones ineficientes movidos por conflictos de intereses, por errores técnicos o, simplemente, por la lógica de la competencia. Reconocen, por ejemplo, que, en la crisis actual, este ha sido el caso de las grandes agencias de calificación de riesgos (agencias de rating) como organizadoras y calificadoras de operaciones de titulización de créditos hipotecarios y otros activos bancariosCharles K. Rowley y Nathanael Smith, op. cit., p. 93.. Pero la cantidad y calidad de las interferencias públicas en la economía, y en los mercados financieros, en particular, es tal que, en su opinión, no tiene sentido hablar, ni siquiera en el caso de Estados Unidos, de «capitalismo de *laissez-faire*». Vivimos, sostienen, en un capitalismo intervenido, un «capitalismo de Estado» y la crisis, la actual, igual que la Gran Depresión de 1929-1933, significa un fracaso de ese «capitalismo de Estado», no del mercado.

Nada garantiza, en su opinión, que incrementar aún más la capacidad de los poderes públicos para intervenir en la gestión de los riesgos de las entidades financieras mejore su eficiencia y solvencia a medio y largo plazo. Sin embargo, como no tenemos ningún ejemplo real de capitalismo de *laissez-faire* (para Rowley y Smith, Estados Unidos dejó de serlo después de la Primera Guerra Mundial, y la vuelta de ese capitalismo es imposible de acuerdo con su propio análisis), es difícil la comparación con los mercados y los capitalismos intervenidos, por lo que el argumento queda, inevitablemente, en el aire.
El giro prointervención y escéptico sobre la eficiencia de los mercados de Posner no ha sido un fenómeno aislado. Con la crisis ha aparecido mucha literatura orientada a la recuperación de enfoques críticos (keynesianos u otros) con las ideas de liberalización y desregulación. Quizá la más llamativa de estas «recuperaciones» ha sido la de un académico norteamericano un tanto olvidado durante la última década, Hyman Minsky (1919-1996)Hyman P. Minsky ocupó una posición un tanto «lateral» respecto a las corrientes académicas «centrales» o dominantes en Estados Unidos. Minsky, que se confesaba seguidor del Keynes más desconfiado del *laissez-faire* y más favorable a las intervenciones del Estado, dedicó décadas de trabajo a formular y refinar su «hipótesis de inestabilidad financiera» del capitalismo y a analizar el papel de los bancos centrales y del gasto público para superar las crisis. Minsky publicó, aparte de artículos y textos de conferencias, tres libros: *John Maynard Keynes* (1975), *Stabilizing an Unstable Economy* (1986) y *Can It Happen Again?* (1982), una colección de artículos sobre la Gran Depresión. La «Hipótesis de Inestabilidad Financiera» de

Minsky se inspiraba, en parte, en Irving Fisher (1867-1947)., y su «Hipótesis de inestabilidad financiera».

Según esta «Hipótesis», el capitalismo moderno no puede conducir a, ni mantener, un equilibrio de pleno empleo y estabilidad de precios, debido a la influencia del sistema financiero sobre la inversión, principal determinante de la actividad y de los beneficios de las empresas. El financiero, como cualquier otro sector, busca aumentar sus beneficios en tanto que «productor» o «vendedor de deuda»; en las épocas de bonanza y expansión favorece el aumento del «apalancamiento» (recordamos: la relación entre deuda y recursos propios) y la generación de pasivos financieros que sólo pueden atenderse generando más pasivos financierosLo que el propio Minsky bautizó como «esquema Ponzi», en recuerdo del famoso estafador «piramidal» que actuó en Estados Unidos en los años veinte., todo lo cual lleva a la sobreinversión, a insolvencias generalizadas, caída en los beneficios, a la deflación y a la recesión.
Para Minsky, la tendencia a la inestabilidad financiera es endógena al capitalismo, es decir, no hace falta ningún acontecimiento externo para generarla (como sería una conmoción externa, tal como una crisis del petróleo, o una restricción de demanda originada en una subida de tipos de interés por el banco central). Si las crisis no son aún más frecuentes y más dramáticas se debe, pensaba Minsky, a las intervenciones de los bancos centrales creando liquidez y a la fortaleza del gasto público, verdaderos grandes estabilizadores del capitalismo moderno.

La crisis también ha puesto de actualidad algunas ideas de la «escuela austríaca» (la que se une a los nombres de Mises y Hayek), que siempre ha sostenido la influencia del sistema financiero sobre la actividad económica y defiende que puede estar justificada una política monetaria restrictiva para hacer frente a las burbujas y a la acumulación de desequilibrios productivos y financieros incluso en ausencia de inflaciónAunque hay que precisar que las ideas de política monetaria de Hayek cambiaron al final de su vida, pasando a ser defensor de un enfoque mucho más convenional, orientado al manejo por el banco central de la cantidad de dinero y a la estabilidad de precios: véase Lawrence H. White, «Hayek's Monetary Theory and Policy: A Critical Reconstruction», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, núm. 1 (febrero de 1999), pp. 109-120..

¿OTRO CAPITALISMO?

La crisis no podrá considerarse superada mientras no se vuelva a proporciones de deuda (del conjunto del sector privado, de las familias y del Estado) a PIB similares a las que existían antes de la explosión, y mientras no se recuperen los flujos normales de crédito, lo que no

podrá ocurrir mientras los bancos no absorban sus pérdidas y no se recapitalicen; y eso podrá lograrse con estabilidad de precios sólo si los bancos centrales consiguen retirar del mercado la enorme cantidad de liquidez creada en 2008 y 2009, que está, además, en la base de la evolución alcista en las bolsas y de los mercados de materias primas en 2009. Incluso si todo va bien, llevará años y no será fácil porque, entre los dos riesgos a los que se enfrenta la política monetaria –el riesgo de retrasar la recuperación y el riesgo inflacionista–, es seguro que los políticos –y bastantes economistas«New Fed view? Build inflation leeway», *The Wall Street Journal*, Europe, 11 de septiembre de 2009, p. 21.– presionarán a favor del crecimiento a corto plazo, es decir, a favor de mantener tipos de interés reales muy bajos, negativos, si es posible, aunque sea a costa de más inflación.

Las reformas regulatorias y de supervisión que están planteadas, y las nuevas iniciativas para mejorar la cooperación internacional que, con mayor o menor éxito, se llevarán a la práctica, no van a transformar el capitalismo intervenido en el que vivimos y cuyas dos características verdaderamente cruciales (y en esto parece difícil negarle la razón a Hyman MinskyEsta es la idea central de su libro *Stabilizing an Unstable Economy*, publicado en 1986.) son el manejo (es decir, la creación) de la liquidez bancaria por los bancos centrales y el manejo del déficit público (es decir, la deuda pública) por los gobiernos.
La política de los bancos centrales creando dinero y prestándolo a coste casi cero para apuntalar los balances de las entidades financieras; el salvamento por los gobiernos de empresas industriales y financieras en bancarrota, poniendo en juego enormes sumas de fondos públicos, incluso en una situación fiscal muy degradada (déficit galopante e incremento muy rápido de la deuda pública en relación con el PIB); la doctrina, ya completamente asentada, acerca de los bancos cuyo gran tamaño genera, en caso de crisis, lo que se denomina «riesgo sistémico» (es decir, sus crisis pueden terminar afectando a todo el sistema financiero nacional e internacional), por lo que son «too big to fail», demasiado grandes para permitir su quiebra, teniendo que ser ayudados con fondos públicos a cualquier coste (ayudas directas y ayudas para garantizar los depósitos de los clientes): todo esto ha sido tan masivo y tan contundente que es difícil imaginar políticas aún más intervencionistas, salvo, naturalmente, si se abandona el marco, debilitado, pero todavía dominante, de la economía de mercado y se entra en algún nuevo (que sería muy viejo) territorio «socialista».

No es probable que salgamos de este «capitalismo intervenido». Nadie ha propuesto otro modelo que parezca políticamente posible en el marco de las democracias occidentales, tal como hoy existen y funcionan, y que, a la vez, ofrezca alguna perspectiva de mayor eficiencia económica. Aunque decir esto sea, quizá, demasiado optimista: a veces, las sociedades se vuelven locas y deciden empeorar su suerte.

Autor: Charles K. Rowley, Nathanael Smith

Autor-2: Richard Posner

Edicion: The Locke Institute/The Institute of Economic Affairs, Fairfax (Virginia)

Edicion-2: Harvard University Press, Cambridge y Londres

Titulo: ECONOMIC CONTRACTIONS IN THE UNITED STATES: A FAILURE OF GOVERNMENT

Titulo-2: A FAILURE OF CAPITALISM: THE CRISIS OF ’08 AND THE DESCENT INTO DEPRESSION