

REPORTAJE: Primer plano

## ¿Por qué seguimos cayendo?

La inercia de las autoridades presagia una prolongación de la crisis y del alto nivel de paro

PAUL KRUGMAN / ROBIN WELLS 03/10/2010

En el invierno entre 2008 y 2009, la economía mundial estaba al borde del abismo. Los mercados de valores se hundían, los mercados de crédito estaban paralizados y los bancos quebraban como consecuencia de un contagio masivo que se extendía desde EE UU hasta Europa y que amenazaba con arrasar el resto del mundo. Durante la peor época de la crisis, EE UU perdía 700.000 puestos de trabajo al mes y el comercio mundial se reducía más deprisa de lo que lo había hecho durante el primer año de la Gran Depresión.

Sin embargo, hacia el verano de 2009, a medida que la economía mundial se estabilizaba, quedó claro que no habría una repetición de la Gran Depresión en toda su magnitud. Desde junio de 2009, aproximadamente, muchos indicadores han estado apuntando hacia arriba: el PIB ha subido en todas las economías importantes, la producción industrial mundial ha crecido y los beneficios empresariales estadounidenses han vuelto a los niveles anteriores a la crisis.

Sin embargo, el paro apenas ha descendido en EE UU y Europa (lo que significa que la precaria situación de los parados, especialmente en EE UU, donde la red de seguridad es mínima, no ha parado de empeorar a medida que las prestaciones se agotan y los ahorros se acaban). Y hay pocas perspectivas de mejoría: el desempleo sigue creciendo en las economías europeas más afectadas, el crecimiento económico de EE UU se está ralentizando claramente y muchas previsiones económicas apuntan a que la tasa de paro estadounidense seguirá siendo elevada o incluso ascenderá en el transcurso del próximo año.

Teniendo en cuenta estas sombrías circunstancias, ¿no deberíamos esperar cierta urgencia por parte de los políticos y los economistas, cierta prisa por presentar planes que fomenten el crecimiento y creen empleo? Por lo visto, no: un análisis informal de libros y artículos recientes no muestra nada parecido.

Los libros sobre la gran recesión siguen saliendo a raudales de las imprentas; pero, en su mayoría, tienen una visión retrospectiva y se preguntan cómo nos hemos metido en este lío, en vez de decirnos cómo salir de él. Para ser justos, muchos libros recientes sí que dan recetas sobre cómo evitar la siguiente burbuja; pero no ofrecen mucha orientación acerca del problema más acuciante: el de cómo hacer frente a las consecuencias no resueltas de la última.

Esta extraña dejadez tampoco puede explicarse enteramente por los mecanismos del comercio editorial. Es cierto que la mayoría de los libros sobre economía que aparecen ahora llegaron a las imprentas antes de que se hiciese plenamente evidente la naturaleza decepcionante de nuestra mal llamada recuperación. No obstante, incluso un análisis de artículos recientes muestra una llamativa falta de disposición por parte de la abatida ciencia para ofrecer soluciones a los problemas de un paro persistentemente elevado y una economía floja. Ha habido un encendido debate sobre la efectividad de las medidas monetarias y fiscales adoptadas en los peores momentos de la crisis; también ha habido ruidosas declaraciones acerca de lo que no debemos hacer (las advertencias sobre el supuesto peligro de los déficits presupuestarios o de la política monetaria expansiva son incontables). Pero las propuestas de medidas positivas que nos saquen del agujero en el que estamos son pocas y muy distanciadas entre sí.

En las páginas siguientes presentaremos un análisis relativamente breve sobre un tema en el que se ha

hecho mucho hincapié, pero que sigue siendo controvertido: los orígenes de la crisis de 2008. Luego nos fijaremos en los debates políticos en curso acerca de la respuesta a la crisis y sus consecuencias. Para no dejar a los lectores en suspenso: creemos que la relativa ausencia de propuestas para hacer frente al paro masivo es un caso de "parálisis autoinducida" (una expresión utilizada por el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, hace una década, cuando era un investigador que criticaba a los responsables políticos desde fuera).

Hay margen para la acción, tanto monetaria como fiscal. Pero tanto los políticos como los funcionarios y los economistas han sufrido una crisis nerviosa, una crisis por la que millones de trabajadores pagarán un alto precio.

#### 1.

Podríamos llamarlo la gran burbuja inmobiliaria del Atlántico Norte: en la primera década del tercer milenio, los precios de las viviendas y los inmuebles comerciales se dispararon en algunas zonas de Europa y Norteamérica. Entre 1997 y 2007, el precio de la vivienda subió un 175% en EE UU, un 180% en España, un 210% en Reino Unido y un 240% en Irlanda.

¿Por qué subieron tanto los precios de los inmuebles y en tantos sitios? Hablando de manera general, hay cuatro explicaciones populares (que no son excluyentes entre ellas): la política de tipos de interés bajos de la Reserva Federal después de la recesión de 2001; la "superabundancia mundial de ahorros"; las innovaciones financieras que disfrazaban el riesgo, y los programas gubernamentales que generaban riesgo moral.

### **La política de tipos de interés bajos de la Reserva Federal**

Después del estallido de la burbuja tecnológica a finales de los años noventa, los bancos centrales rebajaron drásticamente los tipos de interés a corto plazo que controlaban directamente en un intento por contener la consiguiente recesión. La Reserva Federal tomó la medida más radical al rebajar el tipo diario de los préstamos interbancarios del 6,5% registrado a principios de 2000 a un mero 1% en 2003, y al seguir manteniéndolo muy bajo durante 2004.

Y hay una escuela de pensamiento -con la que Raghuram Rajan simpatiza claramente en su libro *Fault Lines (Líneas de falla)*, no publicado en España, y que recibe un apoyo más matizado por parte de Nouriel Roubini y Stephen Mihm en *Cómo salimos de ésta (Destino)*- que considera que este periodo prolongado de tipos bajos fue un terrible error político que sentó las bases para la burbuja inmobiliaria.

Sin embargo, este punto de vista presenta algunas pegas importantes. Para empezar, había buenos motivos para que la Reserva Federal mantuviese bajo su tipo interbancario, o *político*. Aunque la recesión de 2001 no fue especialmente profunda, la recuperación fue lenta; en EE UU, el empleo no recuperó los niveles anteriores a la recesión hasta 2005. Y con una inflación que alcanzó su valor más bajo en 35 años había razones para preocuparse por una posible trampa deflacionista en la cual una economía deprimida hace que bajen los salarios y precios, lo que a su vez deprime aún más la economía. Resulta difícil imaginar, incluso con la perspectiva que da el tiempo, de qué manera podría haber justificado la Reserva Federal el hecho de no mantener los tipos bajos durante un periodo prolongado.

El hecho de que la burbuja inmobiliaria fuese un fenómeno más noratlántico que puramente estadounidense también hace que resulte difícil achacar la culpa de esa burbuja principalmente a la política de los tipos de interés. El Banco Central Europeo no fue ni mucho menos tan agresivo como la Reserva Federal, y redujo los tipos de interés que controlaba solo la mitad de lo que lo hizo su homóloga estadounidense, pero no obstante, las burbujas inmobiliarias europeas fueron perfectamente comparables en escala a la de EE UU.

Estos argumentos dan a entender que sería un error atribuir toda o parte de la culpa por la burbuja inmobiliaria a una política monetaria descaminada.

## La superabundancia mundial de ahorros

La expresión "superabundancia mundial de ahorros" proviene en realidad de un discurso que pronunció Ben Bernanke a principios de 2005. En dicho discurso, el futuro presidente de la Reserva Federal sostenía que el gran déficit comercial de EE UU -y los grandes déficits de otros países como Reino Unido y España- no reflejaba tanto un cambio en el comportamiento de esos países como un cambio en el comportamiento de los países con superávit.

Históricamente, los países en vías de desarrollo han tenido déficits comerciales respecto a los países desarrollados, ya que compran maquinaria y otros bienes de equipo con el fin de aumentar su nivel de desarrollo económico. En los albores de la crisis financiera que golpeó Asia en 1997 y 1998, esta práctica habitual se invirtió: las economías en vías de desarrollo de Asia y Oriente Próximo tenían grandes superávits comerciales respecto a los países desarrollados, con el fin de acumular enormes reservas de activos extranjeros como seguro contra otra crisis financiera.

Alemania también contribuyó a este desequilibrio mundial al alcanzar grandes superávits comerciales respecto al resto de Europa a fin de financiar la reunificación y el rápido envejecimiento de su población. En China, cuyo superávit comercial equivale a la mayor parte del déficit comercial de EE UU, el deseo de protegerse contra una posible crisis financiera ha dado forma a una política en la que la moneda se mantiene infravalorada, lo cual beneficia a las empresas exportadoras con conexiones políticas, a menudo a expensas de la población trabajadora en general.

Para los países con déficit comercial como EE UU, España y Reino Unido, la otra cara del desequilibrio comercial fueron unos grandes flujos de capital entrante debido a que los países con superávit compraban cantidades ingentes de bonos y otros activos estadounidenses, españoles y británicos. Estas entradas de capital también hicieron bajar los tipos de interés; no los tipos a corto plazo fijados por las políticas de los bancos centrales, sino los tipos a largo plazo, que son los que importan con vistas al gasto y al precio de la vivienda y que dependen de los mercados de bonos. Tanto en EE UU como en los países europeos, los tipos de interés a largo plazo experimentaron un drástico descenso después de 2000 y permanecieron bajos incluso cuando la Reserva Federal empezó a subir su tipo a corto plazo. Su presidente en aquel momento, Alan Greenspan, llamó a esta divergencia el "enigma" del mercado de obligaciones, pero es perfectamente comprensible, dadas las fuerzas internacionales implicadas. Y merece la pena señalar que, aunque, como hemos dicho, el Banco Central Europeo no fuese ni mucho menos tan agresivo como la Reserva Federal a la hora de rebajar los tipos a corto plazo, los tipos a largo plazo cayeron igual o más en España e Irlanda que en EE UU, un hecho que invalida la idea de que fue la política monetaria flexible la causante de la burbuja inmobiliaria.

De hecho, en aquel discurso de 2005, Bernanke reconocía que el impacto de la superabundancia de ahorros se estaba dejando sentir principalmente en el sector de la vivienda: durante estos últimos años, las principales repercusiones de la superabundancia mundial de ahorros en el precio de los activos parece haberse producido en el mercado de la inversión residencial, ya que los tipos hipotecarios bajos han propiciado unos niveles récord de construcción de casas y unas fuertes subidas del precio de las viviendas.

Algo en lo que, por desgracia, no reparó fue que los precios de las casas estaban subiendo mucho más de lo que deberían haber subido, incluso teniendo en cuenta los tipos hipotecarios bajos. A finales de 2005, tan solo unos meses antes de que la burbuja inmobiliaria estadounidense empezase a deshincharse, declaraba -desechando implícitamente los argumentos de diversas Casandras prominentes- que los precios de la vivienda "son, en gran medida, el reflejo de unas bases económicas sólidas". Y como casi todos los demás, Bernanke no se percató de que tanto las instituciones financieras como las familias estaban asumiendo riesgos que no comprendían, porque daban por hecho que los precios de las viviendas nunca bajarían.

A pesar de la extraordinaria falta de clarividencia de la que ha hecho gala Bernanke con respecto a la crisis que se nos venía encima, la historia de la superabundancia mundial ofrece, no obstante, una de

las mejores explicaciones sobre cómo tantos países se las arreglaron para meterse en problemas tan parecidos.

### **La innovación financiera descontrolada**

*Mary tenía un corderito y, cuando vio que estaba enfermo, lo envió al polígono industrial de Packingtown, y ahora es pollo envasado.*

La famosa cancioncilla que resume *La jungla* de Upton Sinclair parece muy apropiada como descripción de las prácticas financieras que contribuyeron a alimentar la burbuja inmobiliaria, especialmente en el caso de las hipotecas subpreferenciales. A estas alturas, la letanía resulta familiar: el viejo modelo de banca, según el cual los bancos se quedaban con los préstamos que concedían, fue sustituido por la nueva práctica de generar y distribuir. Los generadores de hipotecas -que, en muchos casos, no poseían un negocio bancario tradicional- concedían préstamos para comprar casas y, acto seguido, vendían esos préstamos a otras empresas.

Luego estas empresas reempaquetaban esos préstamos agrupándolos, y a continuación vendían participaciones de estos paquetes de valores; y las agencias de calificación estaban dispuestas a etiquetar el producto de pollo resultante, es decir, a poner su sello de aprobación, la calificación AAA, en los más privilegiados de estos valores hipotecarios, aquellos que tenían preferencia para reclamar el interés y el reembolso del capital principal.

Todo el mundo desconocía tanto los riesgos que planteaba un retroceso general del mercado inmobiliario como la degradación de las reglas sobre garantía bancaria a medida que la burbuja se inflaba (esa ignorancia, sin duda, se veía favorecida por las enormes cantidades de dinero que se ganaban). Cuando llegó la crisis resultó que gran parte de ese papel de categoría triple A apenas valía unos cuantos céntimos por dólar.

Es una historia vergonzosa. Sin embargo, es importante volver atrás y preguntarse por la importancia que tuvieron estas prácticas financieras poco fiables a la hora de sentar las bases de la crisis.

Hay tres puntos que nos parecen importantes. Primero, la versión habitual de la historia transmite la impresión de que Wall Street no tenía ningún incentivo para preocuparse por los riesgos de los préstamos basura, porque era capaz de deshacerse de los residuos tóxicos y encajárselos a inversores incautos de todo el mundo.

Pero esta afirmación parece ser en gran parte errónea, aunque no del todo: aunque había muchísimos inversores ingenuos comprando valores hipotecarios complejos sin comprender sus riesgos, las empresas de Wall Street que emitían estos valores mantenían los activos de más riesgo en sus propios libros de cuentas. Además, muchos de los activos relativamente menos arriesgados los compraban otras instituciones financieras, normalmente consideradas inversores especializados, y no los ciudadanos corrientes. El efecto final fue el de concentrar los riesgos en el sistema bancario, no el de cargar a otros con ellos.

Segundo, la comparación entre Europa y EE UU es instructiva. Europa se las arregló para inflar unas burbujas inmobiliarias gigantescas sin recurrir a complejos esquemas financieros como los de EE UU. Los bancos españoles, en concreto, ampliaron enormemente el crédito; lo hicieron vendiendo garantías sobre sus préstamos a inversores extranjeros, pero estas garantías eran simples, contratos sin florituras que, en última instancia, dejaban el pasivo en manos de los prestamistas originales, los propios bancos españoles. La relativa simplicidad de sus técnicas financieras no impidió que se creara una burbuja enorme ni el estallido posterior.

Un tercer argumento en contra de la idea de que las finanzas complejas desempeñaron una función esencial es el hecho de que la burbuja inmobiliaria vino acompañada de una burbuja simultánea de los inmuebles comerciales, que seguían financiándose fundamentalmente mediante préstamos bancarios tradicionales. De modo que las finanzas exóticas no fueron una condición necesaria para el descontrol de los préstamos, ni siquiera en Estados Unidos.

Lo que sí es posible es que esa innovación financiera hiciera que los efectos de la crisis inmobiliaria fuesen más generalizados: en vez de quedarse en una crisis concentrada geográficamente, en la que solo las instituciones crediticias locales estaban en peligro, la complejidad de la estructura financiera extendió la crisis a instituciones financieras de todo el mundo.

### **El riesgo moral generado por los programas gubernamentales**

La idea de que la culpa fue del Gobierno -que los préstamos avalados por el Gobierno, las órdenes gubernamentales y las garantías gubernamentales explícitas o implícitas condujeron a compras irresponsables de casas- es un dogma de fe de la derecha política. También es un tema central, aunque no el único, del libro *Fault Lines*, de Raghuram Rajan.

En el mundo, según Rajan, catedrático de Finanzas en la escuela de empresariales de la Universidad de Chicago, las raíces de la crisis financiera se hunden en la creciente desigualdad adquisitiva en EE UU y en la reacción política a esa desigualdad: los congresistas, con la intención de ganarse el favor de los votantes y mitigar las consecuencias de la creciente desigualdad, canalizaron fondos hacia familias con pocos ingresos que querían comprar casas. Fannie Mae y Freddie Mac, las dos instituciones crediticias patrocinadas por el Gobierno, facilitaron el crédito hipotecario; la Ley de Reinversión en la Comunidad, que animaba a los bancos a adaptarse a las necesidades crediticias de las comunidades en las que operaban, les obligó a prestar dinero a prestatarios con pocos ingresos, independientemente del riesgo; y de todas formas, a los bancos no les preocupaba mucho el riesgo porque creían que el Gobierno les respaldaría si algo salía mal.

Rajan afirma que el Programa de Eliminación de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés), convertido en ley por el presidente Bush el 3 de octubre de 2008, ratificaba la creencia de los bancos de que no tendrían que pagar ningún precio por su desenfreno. Aunque Rajan tiene la precaución de no dar nombres y echa la culpa a los "políticos" en general, está claro que los demócratas son los principales culpables, según su visión del mundo. En general, quienes afirman que el Gobierno ha sido el responsable tienden a centrar su ira en Bill Clinton y en el congresista Barney Frank, que supuestamente estaban detrás de la gran campaña para dar préstamos a los pobres.

No obstante, a pesar de ser una historia en la que todo encaja a la perfección, choca claramente con los hechos. Y resulta decepcionante ver que Rajan, un economista respetado por todos que fue uno de los primeros que advirtieron sobre el descontrol de Wall Street, se traga algo que esencialmente es un mito con motivaciones políticas. El libro de Rajan se basa en gran medida en estudios del American Enterprise Institute, un comité de expertos de derechas. No menciona ninguno de los numerosos estudios y comentarios que demuestran la falsedad de la tesis que echa la culpa al Gobierno.

Roubini y Mihm, por el contrario, captan bien la idea: el enorme crecimiento del mercado de las hipotecas basura estuvo respaldado principalmente no por Fannie Mae y Freddie Mac, sino por instituciones privadas de crédito hipotecario como Countrywide. Además, la Ley de Reinversión en la Comunidad es muy anterior a la burbuja inmobiliaria. Las afirmaciones exageradas sobre que Fannie Mae y Freddie Mac provocaron por sí solos la crisis de las hipotecas subpreferenciales son sencillamente descabelladas.

Como han señalado otros, Fannie y Freddie representaban en realidad una parte muy reducida del conjunto del mercado de los préstamos inmobiliarios durante los años de mayor crecimiento de la burbuja. En la medida en que compraron préstamos inmobiliarios dudosos, lo hicieron buscando beneficios, no persiguiendo objetivos sociales (de hecho, estaban tratando de alcanzar a los prestamistas privados). Por otra parte, pocas de las instituciones implicadas en la concesión de préstamos hipotecarios subpreferenciales -como Countrywide Financial- eran bancos comerciales sujetos a la Ley de Reinversión en la Comunidad.

Aparte de eso, había otras burbujas; la burbuja de los inmuebles comerciales de EE UU, que no estaba en absoluto promovida por políticas públicas, y las burbujas en Europa. El hecho de que los inmuebles residenciales estadounidenses solo fuesen parte de un fenómeno mucho mayor parece ser una

presunta prueba en contra de cualquier opinión que dependa demasiado de supuestas distorsiones creadas por los políticos estadounidenses.

¿Era la política gubernamental completamente inocente? No, pero sus pecados eran más de omisión que de acción. A Fannie y Freddie no se les debería haber permitido tratar de obtener beneficios en las últimas etapas de la burbuja inmobiliaria; y los reguladores no fueron capaces de usar la autoridad que tenían para impedir que se asumieran riesgos excesivos. Pero por mucho que los conservadores quieran colocar a los políticos bondadosos en el centro de esta historia, ese no es su lugar. Y el respaldo que da Rajan a la versión conservadora de la historia, sin siquiera reconocer los problemas de dicha versión, resulta poco fiable y evasivo.

### **La burbuja como un cisne blanco**

Sean cuales sean las causas exactas de la burbuja inmobiliaria, es importante darse cuenta de que las burbujas en general no son ni mucho menos algo fuera de lo habitual. Por el contrario, como explicaba detalladamente Robert Shiller, de Yale, en su libro *Exuberancia irracional* (Turner), elogiado con razón, son una característica recurrente de los mercados financieros. (No es una coincidencia que Shiller avisase desde el principio de que estábamos experimentando una burbuja inmobiliaria masiva). Las burbujas se han producido en las economías pequeñas y en las grandes, en países concretos y en la economía mundial en su conjunto, en periodos de intensa intervención pública y en épocas de mínima injerencia gubernamental. La burbuja inmobiliaria del Atlántico Norte, como dicen Roubini y Mihm, fue un "cisne blanco", un tipo de acontecimiento normal, no uno tremendamente inusual, aunque mucho más grande que la mayoría.

Nosotros opinamos que la burbuja surgió en gran parte gracias a la superabundancia mundial de ahorros, pero que cobró bríos (que es lo que hacen las burbujas). Puede que las innovaciones financieras como la titularización de hipotecas hayan contribuido a inflar la burbuja, pero los bancos europeos se las apañaron para ampliar en exceso el crédito sin tantas florituras. Sin embargo, está claro que hubo fallos de supervisión garrafales. En concreto, Ben Bernanke ha reconocido que la Reserva Federal no empleó su autoridad reguladora para frenar los excesos de las entidades de crédito hipotecario (un descuido trágico). Greenspan hizo caso omiso de la clara advertencia que hizo un miembro de la junta directiva de la Reserva sobre los préstamos hipotecarios, que se habían vuelto peligrosamente excesivos. Y la titularización generalizada de los préstamos hipotecarios ha hecho que el problema sea mucho más difícil de resolver.

En un mercado inmobiliario que ahora está deprimido en todos los aspectos de la economía, los titulares de hipotecas y prestatarios con problemas estarían en mejor situación si pudieran renegociar sus préstamos y evitar las ejecuciones hipotecarias. Pero cuando las hipotecas se han rebanado y troceado para agruparlas y luego se han vendido en el mercado internacional, de forma que ningún inversor posee más que una fracción de cualquier hipoteca, esas negociaciones son imposibles. Y por culpa de los *lobbies* del sector financiero que impidieron que las hipotecas estuviesen cubiertas por los procesos de quiebra personal, ningún juez puede imponer una solución. El fenómeno de la titularización, creado con la creencia de que nunca se produciría un hundimiento a gran escala en el sector de la vivienda, ha atrapado a los inversores y a los prestatarios con problemas en una espiral descendente mutuamente destructiva.

### **2.**

¿Qué pasa cuando las burbujas estallan? Invariablemente, un montón de riqueza en activos desaparece. Pero eso, en sí mismo, no basta para convertir el estallido de una burbuja en una catástrofe para la economía en general. La crisis de la Bolsa de 2000-2002 asestó un golpe de cinco billones de dólares al patrimonio de las familias estadounidenses. Hizo sufrir mucho a aquellas personas que contaban con las plusvalías para su jubilación, pero no desencadenó ninguna crisis sistémica generalizada. La crisis inmobiliaria representó un golpe de ocho billones de dólares, que tampoco fue mucho más grande que el del hundimiento de la Bolsa, si se tienen en cuenta la inflación y el crecimiento económico que hubo de por medio. Pero dio lugar a la peor crisis mundial desde los

años treinta. ¿Por qué?

La mayor parte de *Cómo salimos de ésta*, de Roubini y Mihm, está, de hecho, dedicada a esta pregunta. Curiosamente, teniendo en cuenta la reputación que tiene Roubini de persona extremista y agorera, el libro depara pocas sorpresas. Pero es una muy buena introducción para explicar la manera en que unas finanzas mal encaminadas pueden destrozar una economía por lo demás saludable.

Hay dos respuestas principales a la pregunta de por qué algunas burbujas de activos hacen tanto daño cuando se pinchan. La respuesta más corta de miras se centra en el sector financiero; la de miras más amplias sostiene que la deuda y el apalancamiento entre agentes no financieros como corporaciones y propietarios de viviendas son igual de importantes. El hecho de que uno suscriba una u otra tiene consecuencias importantes para la visión que tiene sobre el modo en que deberíamos responder ante los pertinaces males de la economía.

Hablemos primero del sector financiero: los bancos y otras instituciones similares. Incluso Adam Smith sabía que los bancos están particularmente sujetos a crisis de confianza. Forma parte de la naturaleza de su negocio: un banco puede prometerle que tendrá acceso a su dinero siempre que quiera pero, dado que la mayoría de los fondos depositados en manos de cualquier banco se invierten en valores a largo plazo, ningún banco puede mantener realmente esa promesa si una gran parte de los depositantes exigen simultáneamente que se les devuelva su dinero. Por eso la banca depende de la confianza: mientras la gente crea que su dinero está seguro y solo saque fondos cuando tenga un motivo personal o empresarial para hacerlo, su dinero probablemente estará a salvo. Pero si los clientes de un banco empiezan a dudar de la solidez de la institución y deciden en masa sacar su dinero -es decir, si hay una retirada masiva de fondos del banco-, el miedo a que el banco quiebre puede convertirse en una profecía hecha realidad.

La crisis mundial del mercado inmobiliario, a diferencia del estallido de la burbuja de las punto.com, hizo que surgieran preocupaciones justificables respecto a la solidez de los bancos. Las instituciones financieras en su mayoría no estaban expuestas a las acciones tecnológicas. Sin embargo, estaban muy expuestas a pérdidas debidas a impagos hipotecarios. Por eso no resulta sorprendente, al menos retrospectivamente, que la crisis del mercado inmobiliario desencadenase una retirada masiva de fondos en grandes partes del sistema financiero. O por usar un término anticuado que vuelve a utilizarse de manera habitual, desencadenó el pánico financiero.

Pero ¿cómo podría darse un pánico de los de antes en el mundo moderno? Generaciones de instructores económicos les han dicho a sus alumnos que las retiradas masivas de fondos en los bancos -como en la famosa escena de la película *Qué bello es vivir*- son algo del pasado, ya que los depositantes modernos saben que su dinero está asegurado por la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés). ¿Por qué se equivocaban? La ahora familiar respuesta es que en 2007 el sistema financiero había evolucionado hasta un punto en el que tanto la regulación bancaria tradicional como la red de seguridad asociada a ella estaban llenas de agujeros.

En EE UU, la banca convencional fue sustituyéndose progresivamente por diversas alternativas, ahora frecuentemente agrupadas con la expresión "banca en la sombra". Por ejemplo, muchas empresas empezaron a colocar su dinero no en depósitos bancarios sino en *repos* o acuerdos de recompra (préstamos a muy corto plazo a fondos de cobertura y bancos de inversión). Los acuerdos de recompra ofrecían unos tipos de interés más altos que los depósitos corrientes, porque sus emisores no estaban sujetos a los requisitos de reservas ni a otras normas que se aplican a los bancos convencionales. Pero no estaban garantizados por el Gobierno y, por tanto, estaban expuestos a crisis de confianza. Las retiradas masivas de acuerdos de recompra hundieron a Bear Stearns y Lehman Brothers. Y, según muchos cálculos, en 2007, los acuerdos de recompra y otras formas de banca en la sombra representaban alrededor del 60% del sistema bancario estadounidense total (pero la banca en la sombra seguía estando sin regular ni asegurar en su mayoría). "No es de extrañar", escriben Roubini y Mihm, "que el sistema de banca en la sombra estuviese en el centro de lo que se convertiría en la madre de todas las retiradas masivas bancarias".

En Europa, la ruptura de la red de seguridad bancaria tradicional adquirió una forma un tanto distinta. En primer lugar, los bancos de las zonas de burbuja en España, Irlanda, Islandia y Reino Unido concedieron préstamos que superaban con creces sus depósitos, los cuales complementaron con financiación al por mayor, es decir, adquiriendo préstamos de otros bancos e inversores. Esta financiación al por mayor podía agotarse, y de hecho se agotó, cuando la solidez de los prestamistas originales se vio en tela de juicio.

Más allá de eso, los bancos europeos estaban respaldados por sus Gobiernos nacionales, no por una red de seguridad paneuropea, lo cual quiere decir que, cuando en algunos países surgieron problemas bancarios realmente graves, la capacidad de los Gobiernos de esos países para apoyar a sus bancos se vio cuestionada. Islandia, donde un puñado de banqueros desmandados asumió una deuda varias veces mayor que el PIB del país, es el ejemplo más conocido. Pero dudas similares aunque menos importantes relativas a la capacidad del Gobierno para hacer frente a las deudas de la banca han surgido en Irlanda y España.

De modo que la crisis del mercado inmobiliario generó una crisis de confianza en gran parte del sistema financiero mundial y terminó por paralizar partes cruciales de dicho sistema. Los signos de tensión empezaron a aparecer a finales del verano de 2007; el caos se desató después de la quiebra de Lehman en septiembre de 2008. Durante el invierno de 2008-2009 se dispararon los costes de los préstamos para casi todo el mundo -en el caso de que alguien consiguiera un crédito- excepto para los Gobiernos. Y la economía mundial parecía acercarse peligrosamente a una catástrofe total.

Los responsables políticos se apresuraron a evitar ese final. Se rescató a las instituciones financieras a expensas de los contribuyentes; se ampliaron las garantías para restaurar la confianza (Irlanda, por ejemplo, tomó la extraordinaria medida de garantizar toda la deuda bancaria irlandesa); los bancos centrales y los organismos gubernamentales echaron una mano como *prestamistas de último recurso* y ofrecían crédito cuando los bancos no podían o no querían. Estas medidas consiguieron controlar el pánico: a principios del verano de 2009, la mayoría de los índices de estrés financiero habían vuelto a valores más o menos normales. Y como señalábamos al principio de este artículo, la economía mundial dejó de caer en picado y empezó a crecer otra vez.

Pero, como también hemos señalado, no ha sido una recuperación en toda regla. Si el problema fundamental tiene que ver con una crisis de confianza en el sistema bancario, ¿por qué la restauración de la confianza en la banca no ha traído una vuelta del crecimiento económico sólido? Es probable que la respuesta sea que los bancos solo eran una parte del problema. Resulta curioso que sólo uno de los tres libros analizados aquí mencione al menos la obra del fallecido Hyman Minsky, un economista heterodoxo y durante mucho tiempo olvidado, a quien le ha llegado su momento (en más de un sentido). No obstante, Roubini y Mihm aportan una buena visión general de las ideas de Minsky (y Richard Koo, lo sepa o no, es en gran medida un *minskyano*).

La teoría de Minsky, en resumen, era que las épocas de estabilidad financiera sientan las bases de las crisis futuras porque incitan a una amplia variedad de agentes económicos a contraer deudas cada vez mayores y a participar en una especulación cada vez más arriesgada. Mientras los precios de los activos siguen subiendo, impulsados por las compras financiadas con deuda, todo parece marchar sobre ruedas. Pero, antes o después, la música se detiene: hay un *momento Minsky* en el que todos los actores se dan cuenta (o los acreedores les obligan a darse cuenta) de que los precios de los activos no van a subir eternamente y de que los prestatarios han asumido una deuda excesiva.

Pero ¿no es esta nueva prudencia algo bueno? No. Cuando un individuo intenta pagar lo que debe, no hay ningún problema; pero cuando todo el mundo trata de hacerlo al mismo tiempo, las consecuencias pueden muy fácilmente ser destructivas para todos los implicados. El proceso de destrucción se observa más claramente en el sector financiero, donde el intento por parte de todo el mundo de pagar su deuda vendiendo activos al mismo tiempo puede llevar a un círculo vicioso de precios que se hunden y angustia creciente. Pero el problema no se limita necesariamente a las finanzas.



De hecho, Richard Koo sostiene en *The Holy Grail of Macroeconomics (El santo grial de la macroeconomía*, sin publicar en España ) que el mayor problema al que se enfrentan las economías después de un momento Minsky (aunque él nunca usa ese término) no reside en el sector financiero, sino en los sectores no financieros con demasiadas deudas en sus balances. Koo es el economista jefe del Instituto de Investigación Nomura. Gran parte de su libro está dedicado a la larga época de estancamiento de Japón que se inició a principios de los años noventa. Este estancamiento, afirma, era en su mayoría un reflejo de los problemas que tenían con las cuentas de resultados las corporaciones no financieras, que se vieron atrapadas en grandes deudas tras el estallido de la burbuja inmobiliaria japonesa en los años ochenta. Sostiene que EE UU se enfrenta ahora a un problema similar, con problemas de deuda concentrados no en las corporaciones sino en los propietarios de viviendas que han asumido grandes deudas tanto al comprar las casas como al usarlas como cajeros automáticos, es decir, rehipotecándolas para obtener dinero en efectivo por la revalorización de la vivienda y gastando ese efectivo en un mayor consumo.

Según el análisis de Koo, los intentos simultáneos por parte de muchos actores privados de pagar sus deudas condujeron a una "falacia de la composición", que está estrechamente relacionada con la famosa (aunque muy a menudo subestimada) "paradoja del ahorro". Cada corporación o familia individual recorta el gasto en un intento por reducir la deuda; pero estos recortes del gasto reducen los ingresos de todo el mundo y mantienen la economía permanentemente deprimida.

Estos problemas más generales de deuda y desapalancamiento posiblemente expliquen por qué el éxito a la hora de estabilizar el sector financiero solo ha servido para alejar un poco la economía del abismo, sin dar pie a una recuperación sólida. La economía está atada de pies y manos, todavía paralizada por la excesiva cantidad de deuda sin pagar. Es decir, los esfuerzos simultáneos de tantas personas por pagar sus deudas al mismo tiempo hacen que la economía siga deprimida.

¿Y cuál es la solución? A corto plazo, la única forma de evitar una recesión profunda cuando casi todo el mundo en el sector privado está tratando de pagar su deuda simultáneamente es que el Gobierno se mueva en la dirección contraria: que se convierta, de hecho, en el prestatario de último recurso, emitiendo deuda y gastando más a medida que el sector privado se retrae. Cuando el momento Minsky es más intenso, los déficits presupuestarios no solo son buenos, son necesarios. En realidad, el aumento de los déficits presupuestarios en todo el mundo entre 2007 y 2009 posiblemente fue más importante aún que los rescates financieros para evitar que la crisis del mercado inmobiliario desencadenase una repetición de la Gran Depresión en toda su magnitud.

Por cierto que, este aumento repentino de los déficits presupuestarios no se debió principalmente a los esfuerzos deliberados por estimular la economía. Al contrario, los factores principales fueron la caída de la recaudación fiscal a medida que las economías se hundían y, en segundo lugar, un crecimiento de los pagos automáticos como los subsidios por desempleo. En EE UU, el déficit federal bianual de 2009-2010 rondará los 2,5 billones de dólares; el plan de estímulo de Obama representa menos de un cuarto del total.

Por tanto, los déficits presupuestarios han evitado que caigamos en el abismo.