

*Enrique Alejo González**

REGULACIÓN, POLÍTICA MONETARIA Y CRISIS FINANCIERA EN LOS ESTADOS UNIDOS

La crisis que ha sacudido al sistema financiero americano y mundial en los últimos meses ha puesto de manifiesto algunas deficiencias graves tanto en los modelos de análisis del funcionamiento de la economía como en los procesos de supervisión y regulación económica. La conclusión es que el propio sistema capitalista no genera las instituciones que permiten su sostenibilidad. El sistema es inherentemente inestable, y resulta necesario refinar los procedimientos de supervisión y control a través de un entramado institucional equilibrado que permita atenuar la ocurrencia de las crisis y sus efectos indeseados.

Palabras clave: inestabilidad financiera, hipotecas, sistema financiero americano, política económica.

Clasificación JEL: E12, E32, E58, E63.

1. Introducción

Nos encontramos en medio de la crisis económica y financiera más importante que se recuerda a escala global desde los tiempos de la gran depresión en 1929. Desde su inicio en agosto de 2007, los acontecimientos se han venido precipitando de manera vertiginosa en una espiral en la que, a fecha de hoy, todavía no acaba de encontrarse un final. Y sin embargo, hasta poco antes, las autoridades económicas y de regulación de los Estados Unidos continuaron alabando la excelente gestión del riesgo que los nuevos instrumentos financieros estaban ofreciendo. Por el contrario, desde que se desató la crisis, las críticas, la búsqueda de culpables y el intento de averiguar las razones de la crisis han dominado la discusión política y económica.

Muchos han querido buscar la culpa en el comportamiento de determinados individuos (la avaricia de Wall Street) o determinadas agencias de regulación y supervisión financiera. Otros han puesto énfasis en los problemas estructurales y de diseño institucional, tanto en el ámbito financiero como desde la política económica, no sólo en Estados Unidos sino a escala global. Muchos han culpado a los créditos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*) de la crisis, aunque éstos más que la causa han sido la espoleta de la misma. Como casi siempre, el origen de los problemas no está exclusivamente en uno u otro lado. La crisis se desencadenó mucho tiempo antes como consecuencia de la interacción de una serie de factores que pueden resumirse en tres: el propio funcionamiento del sistema capitalista, el papel de las instituciones en la prevención de la crisis y la reacción de los agentes económicos a la información y los incentivos disponibles. En realidad, las causas profundas de ▷

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Oficina Comercial de España en Chicago.

la crisis subyacen en una estructura financiera cada vez más frágil, alentada por una política económica y monetaria cada vez más laxa.

A finales del verano 2008, las autoridades económicas, tanto en Estados Unidos como a escala global, decidieron actuar rescatando al sistema financiero para preservar el funcionamiento de la economía. Queda pendiente, sin embargo, la tarea de reconstruir una estructura más eficaz del sistema financiero y el diseño de los correctos incentivos a los agentes que participan en el mismo.

El presente trabajo tiene como objetivo revisar la evolución de la política económica y del sistema financiero americano que han conducido y provocado la actual situación de crisis. El artículo, sin embargo, no entra a analizar las medidas emprendidas recientemente por las autoridades americanas.

2. Las lecciones de la Gran Depresión

Todavía subsiste la polémica sobre si la Reserva Federal con su actuación en 1929 fue la causante de la Gran Depresión. Se sabe que hubo errores en la estructura financiera corporativa y social que, combinados, dieron lugar a una mala política económica. Lo cierto es que, como consecuencia de la crisis, la estructura institucional americana fue renovada en los años treinta con el fin de promover como objetivo prioritario el crecimiento económico. Ello condujo al incremento de la intervención del Gobierno en la economía y a la creación de un régimen regulatorio mucho más restrictivo, que limitó la competencia entre instituciones financieras separándolas en función de su especialización, mediante la ley *Glass-Steagall* de 1933. Los depósitos en los bancos comerciales fueron asegurados por una nueva institución federal, la Corporación Federal Aseguradora de Depósitos (FDIC, en inglés). Asimismo, la financiación hipotecaria fue sometida a restricciones y se creó la *Federal National Mortgage Association* (FNMA) más conocida como *Fannie Mae*, que ha funcionado como un agente del mercado secundario

de hipotecas comprándolas y asegurándolas, incrementando con ello la disponibilidad de liquidez de los bancos para nuevos préstamos. Se creó también en 1934 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) como agencia encargada de supervisar los mercados financieros. Se reforzó el papel de la Reserva Federal, que con un doble mandato podría reaccionar a las crisis financieras no sólo a través del manejo de los tipos de interés sino también de su actividad como prestamista de última instancia. Todo este entramado de regulación financiera redujo de forma muy notable la ocurrencia de crisis durante el periodo de posguerra y consiguió una mayor estabilidad en las relaciones de crédito entre los bancos y las empresas.

3. La bonanza keynesiana

Este modelo económico permitió que la economía americana creciera a una tasa anual del 3,2 por 100 entre el año 1950 y 1975, con niveles de inflación moderada y sin ciclos económicos apreciables. Fue un modelo básicamente keynesiano, que se sustentaba sobre la tesis de que la intervención pública era imprescindible para atenuar las fluctuaciones intrínsecas del sistema capitalista. La estructura industrial americana, la hegemonía económica mundial de Estados Unidos, y un sistema de negociación colectiva con los sindicatos, a la vez que un crecimiento muy robusto de la productividad fueron los pilares de un crecimiento estable de los salarios y de los beneficios.

Provista de su doble mandato, y tras el establecimiento de un *status* independiente y autónomo en 1951, la Reserva Federal inició un periodo de política monetaria denominada como «apoyarse contra el viento», bajo la cual atacaría el problema más significativo a que se enfrentara la economía, subiendo los tipos de interés para contener la inflación, y disminuyéndolos para estimular el empleo y el crecimiento en los tiempos de recesión. En este contexto, la política monetaria encajó bien dentro de los objetivos tanto de los sectores industriales ▷

y de los trabajadores como del sistema financiero. Por su parte, las instituciones financieras tenían un carácter marcadamente local y orientado al consumidor. A diferencia de otros países industriales, EEUU tenía casi 20.000 pequeños bancos a principios de los años sesenta, muy en contacto con sus clientes y que se beneficiaron ampliamente de la estabilidad y crecimiento del periodo de posguerra. Aunque individualmente no ejercía gran poder de negociación, este conjunto de pequeños bancos constituían una fuerza política a la que la Reserva Federal prestaba mucha atención.

4. Un cambio de modelo

A principios de los setenta este modelo de crecimiento empezó a venirse abajo. La hegemonía política y económica de Estados Unidos empezó a ser cuestionada. El enorme coste financiero que supuso la guerra de Vietnam y la quiebra del sistema financiero de Bretton Woods en 1973 hizo que la competencia internacional fuera más pronunciada. La política económica fue acomodaticia y, como consecuencia de ella, empezaron a producirse tensiones inflacionistas. Al principio, la Reserva Federal se mostró reacia a llevar a cabo una política de control de la inflación, pero el incremento de los precios del petróleo en 1973 desencadenó una espiral inflacionista que llevó a que, finalmente, en 1979 el nuevo presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, decretara un cambio de la política monetaria predominante, orientándola hacia la lucha contra la inflación.

Esta política monetaria provocó la recesión en los años 81-82 suponiendo una quiebra del modelo de política económica predominante, ya que la Reserva Federal renunciaba a ser impulsora del crecimiento económico, centrandose su actuación en mantener niveles reducidos de inflación. Se fraguó entonces un nuevo consenso sobre la política monetaria, cuyo único objetivo, siguiendo los principios monetaristas, sería el control de la inflación, a través de la masa monetaria, al principio y, posteriormente, mediante los tipos de interés.

A pesar de que la teoría económica neoclásica sobre el funcionamiento autorregulado de los mercados había sido puesta en tela de juicio con la crisis del veintinueve, las tesis monetaristas de Milton Friedman lograron imponerse. Este nuevo paradigma de política económica neoclásico-monetarista logró mantener la inflación en niveles anormalmente bajos y la economía siguió creciendo a tasas relativamente altas y similares a las del periodo de posguerra, a pesar de las sucesivas y periódicas crisis financieras.

5. Hacia una nueva estructura del sistema financiero

Esta nueva política monetaria forzó a los bancos y otras instituciones de crédito a orientarse más al mercado. Mientras que los bancos necesitaban un margen de intermediación de 450 puntos básicos, los mercados financieros y los bancos de inversión podían operar con márgenes mucho más pequeños, debido a la ausencia de requisitos de capital y a sus menores gastos comerciales. En vista de la creciente competencia, y para restaurar su posición dentro del mercado, los bancos empezaron a cobrar comisiones por la emisión de préstamos e iniciaron un proceso de innovación financiera en forma de nuevos instrumentos, nuevos mercados, nuevos productos y servicios, nuevas formas de organización y sistemas de atención al cliente. Al principio fueron innovaciones como los *money market mutual funds* y las *cash management accounts* que permitieron a los bancos competir con los bonos del tesoro. Posteriormente, se desarrollaron nuevas formas de títulos, opciones, opciones sobre futuros y una amplia gama de instrumentos sobre activos como los instrumentos respaldados en hipotecas (MBS). Estas innovaciones incrementaron la divisibilidad y capacidad de ofrecer al mercado riesgos específicos, y la habilidad de los intermediarios financieros para transferir riesgos a otros participantes en el mercado. Ello permitió a los bancos trasladar sus posiciones ▷

de riesgo fuera de balance y desplazarla hacia nuevos intermediarios como inversores institucionales y *hedge funds*.

A pesar de ello, se produjo una erosión continua en la participación de los bancos en el conjunto de activos y pasivos del sistema financiero, de manera que a principios de los ochenta, la estructura del sector bancario en EEUU había sufrido un profundo cambio marcado fundamentalmente por el descenso en el número de bancos comerciales y cajas de ahorro, y con una creciente concentración de los activos entre unos pocos bancos de gran tamaño y en los bancos de inversión de Wall Street, que empezaban a crecer de forma importante.

6. Una nueva regulación

El sistema regulatorio de las instituciones financieras del periodo de posguerra en EEUU mostró en esos momentos dos deficiencias básicas. Por un lado, las instituciones financieras tenían un poderoso incentivo así como la capacidad para evadir las regulaciones financieras. En segundo lugar, existía un serio problema de información asimétrica asociado con la posibilidad de prestamista de última instancia de la Reserva Federal. Su compromiso de rescate de entidades financieras en situación de crisis creaba un enorme incentivo para llevar a cabo actividades de alto riesgo que no estaban sujetas al control de la Reserva Federal.

Estos dos problemas generaron importantes retos tanto teóricos como prácticos al proceso de regulación financiera en EEUU, propiciándose un cambio fundamental en el modelo regulatorio. Dos fueron las legislaciones claves en este cambio: la ley *Gramm-Leach-Bliley* de 1999 que permitió la formación de grupos financieros diversificados así como la eliminación de la separación, establecida en 1933, entre bancos comerciales y de inversión. Y por otro lado, la ley *Riegle-Neal* de 1994 que desreguló la actividad bancaria entre estados.

Sin embargo, la posibilidad de integración entre las actividades de banca de inversión y banca

comercial presentaba algunos riesgos. En primer lugar, la concentración que podía dar lugar a prácticas contrarias a la competencia. Pero, todavía más importante, una posible distorsión en el proceso de asignación del crédito, ya que los bancos podrían dar apoyo a sus subsidiarias proporcionándoles créditos a tipos de interés por debajo del mercado, y dándoles la posibilidad de rechazar crédito a competidores solventes. Adicionalmente, la extensión de la garantía de depósitos (y las distorsiones de mercado a ella asociadas) a instituciones fuera del sector bancario, podría producir un contagio más fácil entre distintos sectores del ámbito financiero. La nueva regulación promovía la eficiencia pero también la fragilidad del sistema.

7. La «gran moderación»

La política monetaria centrada en la lucha contra la inflación se mantuvo inalterada desde primeros de los ochenta, cuando fue nombrado presidente Alan Greenspan. Ello no significa que la «era Greenspan» no estuviera dominada por evidentes contradicciones. Mientras ante la crisis financiera asiática de 1998 y el colapso de la burbuja de las *punto.com* en 2001 respondió con el descenso de los tipos de interés, la Reserva Federal rechazó incrementar los tipos de interés entre 1995 y 1999 y a partir de 2003, a pesar del crecimiento económico muy notable y una caída importante en la tasa de desempleo. Contraviniendo los postulados de su modelo económico, Greenspan permitió en ambos casos que la tasa de desempleo estuviera por debajo de lo que se consideraba como la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) que, al principio, fue del 6 por 100 y después del 4 por 100¹. Adicionalmente, la FED renunció a prestar atención a la evolución de los precios de ▷

¹ Durante esos periodos la inflación no se disparó como consecuencia del incremento de la competencia internacional, especialmente China, el traslado de parte de la producción americana fuera de sus fronteras y la reducida capacidad de los sindicatos para negociar incrementos significativos en los salarios.

los activos, lo que se demostraría como un error crucial. Fue, no obstante, también una época en la que la FED demostró tanto la disposición como la capacidad para atender rápidamente a las amenazas del sistema (por ejemplo, como cuando acudió al rescate de *Long-Term Capital Management* en 1998).

En todo caso, y a pesar de las turbulencias, se dio en llamar a esta época como la de la «gran moderación» (Bernanke 2004, Chancellor 2007) basada en la creencia de que el mundo era más estable y de que la nueva economía nos había hecho menos vulnerables a los choques externos. El fundamento teórico de esa moderación era la denominada «nueva arquitectura financiera» surgida en el contexto del predominio de una ideología pro mercado y de gobiernos de carácter conservador tanto en el Reino Unido como en los Estados Unidos. El supuesto básico de esta nueva arquitectura es que los inversores conocen los verdaderos fundamentos de los flujos futuros de los instrumentos financieros así como de los riesgos asociados a ellos. Ya que se supone que los mercados están en equilibrio o cerca de él todo el tiempo, los precios de los instrumentos reflejan de manera verdadera la relación riesgo-retorno de los activos. Asimismo, la nueva arquitectura financiera consideraba que la innovación permitía descomponer el riesgo en sus partes y que era posible venderlo en los mercados de capitales, y de esta manera se generaría un mínimo riesgo sistémico o estructural, como consecuencia de su amplia distribución a lo largo del sistema y de que ninguna institución financiera concreta soportaba un riesgo excesivo.

8. Los riesgos de la innovación

La política de bajos tipos de interés de Greenspan y la nueva regulación financiera propició el surgimiento de un nuevo modelo bancario denominado de «originar y distribuir», que permitió hacer la oferta de crédito cada vez más elástica. Los bancos empezaron a mover muchos de los activos fuera de

su balance², a lo que contribuyó también la regulación internacional de Basilea II (2004) de manera que se profundizó en el desconocimiento de las instituciones que originan un crédito o de los activos que proporcionan garantías subyacentes a los préstamos titularizados.

Sin embargo, eso no hizo que los bancos disminuyeran su nivel de exposición al riesgo sino que, más bien, los activos en manos de los bancos se multiplicaron por 2 entre el año 2000 y el 2006. Buena parte del riesgo había sido empaquetado y vendido a diversos inversores en todo el mundo en forma de títulos «sintéticos».

Warren Buffet llamó a los nuevos instrumentos productos de la innovación «armas financieras de destrucción masiva», al incrementar no sólo la dificultad de valoración del riesgo sino también la concentración del mismo y la opacidad general del sistema. Es sabido que la efectividad de los mercados financieros depende en buena medida de la presencia de entidades que sean capaces de arbitrar los posibles desequilibrios de precios, lo que va unido a la capacidad de adquirir grandes posiciones en un número reducido de instrumentos y, por lo tanto, acumular un riesgo sustancial. Este es el papel que los *hedge funds* desempeñan en los mercados financieros. La flexibilidad de estos fondos les permite dar respuesta rápida a lo que perciben que son ajustes en los precios, y esta flexibilidad proviene, en buena parte, de su carácter de entidades libres de regulación. En definitiva, el incremento de la eficiencia que producen las innovaciones financieras puede ser difícil de separar del incremento en el número de intermediarios no regulados.

9. La difícil valoración del riesgo

Por otro lado, los nuevos instrumentos financieros eliminaron la necesidad de desarrollar rela- ▷

² Los vehículos de inversión especial fuera de balance (SIV) permitieron tomar prestado a corto plazo e invertir a largo en activos poco líquidos pero muy rentables como los CDS (*Credit default swaps*).

ciones con prestamistas concretos y la de evaluar su capacidad de crédito. A diferencia de las prácticas bancarias tradicionales de otorgar créditos siguiendo las características relevantes del prestatario (como la renta, el historial crediticio y los activos), la nueva forma de financiación ofrecía aparentemente una casi infinita oferta de crédito impersonal que no necesitaba de evaluación de los prestatarios y de su capacidad de repago. El proceso de diversificación de riesgos, y la posterior evaluación de los mismos por parte de las agencias de calificación, así como el aseguramiento de las pérdidas a cargo de las aseguradoras hacían posible este proceso. Curiosamente, esto suponía que los bancos estaban ahora expuestos al riesgo de impago por parte de prestatarios a los que no conocían y de los que nunca habían evaluado su riesgo. Por eso el problema no se restringía al ámbito de hipotecas de alto riesgo, sino de un problema sistémico que resulta de la creencia de que el mercado puede evaluar correctamente los riesgos y que es capaz de trasladárselos sin coste a terceros. Eso hizo además que el riesgo no fuera arbitrado correctamente y que buena parte de él volviera a los bancos a través de garantías de recompra, facilidades de sostenimiento de crédito y otras. Como la Reserva Federal americana puso de manifiesto «una parte del riesgo asociado con la titularización de hipotecas de alto riesgo no fue distribuido al mercado sino retenido por los bancos».

La compleja estructura del sistema financiero americano complicó cada vez más la correcta evaluación de los riesgos implícitos dentro del mismo³. Los modelos utilizados por las agencias calificadoras para valorar los instrumentos financieros no tenían en cuenta los cambios estructurales o sistémicos de la economía. Estos modelos están basados en datos de años anteriores, que habían coincidido con un período inusualmente prolongado de bonanza de los precios de la vivienda y de otros activos. Además,

³ El propio Banco Internacional de Pagos de Basilea consideró ya en 1996 que los reguladores deberían dejar a los bancos evaluar su propio riesgo a través de modelos internos, lo cual hizo que las estimaciones fueran claramente a la baja para minimizar los requisitos de capital y maximizar los préstamos.

al extenderse el uso indiscriminado de estos modelos⁴, ellos mismos se encargaron de dirigir las fuerzas del mercado generando un comportamiento en manada, cuyos efectos devastadores, al propagarse la sensación de pánico, ya conocemos.

10. Un sistema financiero inestable y en «la sombra»

En definitiva, la naturaleza del sistema financiero cambió de tal manera que se hizo más frágil, dando lugar a un sistema de incentivos perversos, por un lado, en los operadores, que encontraban beneficioso generar más operaciones para lograr una mayor remuneración y, por otro, en las calificadoras de riesgo que justificaban así valoraciones muy favorables. Este sistema asimétrico convierte en racional una asunción excesiva del riesgo, incluso ante la hipótesis de que la recesión se encuentre a la vuelta de la esquina. De lo que se trata no es otra cosa que generar crecimiento financiero rápido que produzca el mayor beneficio posible a los agentes que en él participan. Y para ello fue necesario continuar endeudándose. El deseo de apalancamiento tiende a ser cíclico, de manera que durante las bonanzas, cuando el riesgo se reduce, los inversores altamente apalancados buscan de forma activa proyectos que financiar, lo que unido a bajos tipos de interés, dio lugar a lo que se llamó «la paradoja del riesgo».

Al mismo tiempo, la opacidad del sistema financiero iba en aumento. Tanto el proceso de desregulación como la intensificación de la competencia en el sistema financiero y bancario americano produjo la creación de un «sistema bancario en la sombra» cuyas instituciones, en ausencia de regulación, pueden llevar a cabo estrategias de negocio más arriesgadas que las del resto de instituciones del sector⁵. De acuerdo con los datos del Banco Internacional ▷

⁴ Los modelos matemáticos utilizados para realizar estas valoraciones son muy complejos, fáciles de manipular y en ocasiones muy inexactos.

⁵ En estimaciones recientes se muestra, en promedio, las instituciones «en la sombra» que realizan operaciones tres veces más apalancadas que los bancos comerciales. (Greenlaw *et al.* 2008).

de Pagos de Basilea, en junio de 2007, alrededor del 84 por 100 de todas las transacciones financieras en derivados tenían lugar en mercados denominados *Over the Counter* (OTC)⁶. Ello supone que, prácticamente, la mitad de la financiación internacional se canaliza a través de centros financieros *offshore*, y que las pirámides financieras en dichos centros pueden alcanzar proporciones descomunales. No se sabe muy bien quién es quién en esos mercados.

Todo esto hizo que el proceso de control y supervisión del sistema financiero por parte de las autoridades fuera increíblemente complicado y difícil. Por un lado, como ya se ha comentado, la correcta valoración de los riesgos asociados con ellos se ve notablemente complicada debido a su complejidad y opacidad. Por otra parte, el *sistema bancario en la sombra* sobre el que la Reserva Federal no tenía capacidad regulatoria hizo que su actividad como prestamista de última instancia fuera mucho más compleja y menos efectiva. Si ya de por sí, el papel de asegurador de última instancia de la FED tiene el potencial efecto negativo de incentivar la toma de riesgo de las instituciones protegidas, su extensión implícita a todas las demás instituciones que operaban así con la casi certeza de ser rescatadas, redujo su incentivo a manejar de forma prudente su posición de riesgo. La mera posibilidad de un salvamento global del sistema ante la aparición de pérdidas «sistémicas» hizo que algunos participantes estuvieran dispuestos a tomar riesgo por encima del que tomarían en caso de que no existieran dichas garantías implícitas.

11. Los orígenes de la crisis: crece el endeudamiento

De forma lenta pero segura, se fue generando una enorme masa de deuda que, en última instancia, provocaría la crisis. Algunas cifras ponen de manifiesto este proceso de apalancamiento masivo. Los mercados financieros en EEUU crecieron

⁶ Es decir en mercados no regulados, que tienen lugar entre un comprador y un vendedor de forma independiente en el que no existe información sobre precios o volúmenes de las transacciones.

de forma desorbitada, duplicando su volumen en tan sólo 7 años, entre 2000 y 2007⁷. Los mercados de deuda se expandieron desde un 168 por 100 del PIB en 1981 hasta más del 350 por 100 en 2007. El valor teórico de todos los contratos de derivados se disparó desde 3 veces el PIB en 1999 hasta 11 veces en 2007. Por su parte, los bancos de inversión alcanzaban una ratio de activos sobre capital cercano a 30 y los *hedge fund* incluso estaban más altamente apalancados. Los bancos comerciales parecían adecuadamente capitalizados pero sólo porque un alto porcentaje de sus activos permanecían fuera de balance. En apenas 20 años, la cuota de participación de los instrumentos financieros en el mercado de deuda no financiera privada había subido del 27 por 100 en 1980, al 55 por 100 en el año 2000. Todo ello supuso un enorme beneficio para los participantes en los mercados, llegando a representar a finales de 2006 casi un 4 por 100 del Producto Interior Bruto de Estados Unidos.

Los últimos años habían sido, en palabras de Greenspan, de «calma perfecta» en los mercados financieros. Los tipos de interés, los márgenes de riesgo, la volatilidad y los impagos llegaron a niveles excepcionalmente bajos, y la liquidez a niveles anormalmente altos, así como los beneficios empresariales. La creencia en la eficiencia de los mercados financieros alcanzó no sólo a los agentes que trabajaban en ellos sino también a los inversores individuales e institucionales, a los gobiernos y a los reguladores. La sabiduría convencional que se fue consolidando durante estos años generó un progresivo desprecio del riesgo que incluso permitió olvidar las burbujas financieras de finales de los noventa y la de los *punto.com* de principios de este siglo.

En este contexto de «calma perfecta» con valoraciones muy positivas de las agencias de calificación, se estaba subestimando claramente la posibilidad de pérdidas de capital y ello provocó un exceso de demanda de los instrumentos financieros, lo que ▷

⁷ Mientras que en 1980 los activos financieros eran tan sólo cinco veces mayores que el PIB americano, en el año 2007 alcanzaron a ser 20 veces superiores a esa cifra.

convirtió al sistema financiero en excepcionalmente sensible ante un posible descenso en el precio de los mismos.

12. El sueño americano: hipotecas para todos

La paradoja de la economía americana durante estos años ha sido que el rápido crecimiento no ha hecho nada para mejorar la situación de la clase media del país. Como resultado de ello, la única forma de mantener el consumo ha sido el endeudamiento. La ratio de endeudamiento por familia con respecto al ingreso anual ha sido del 120 por 100, mientras que la ratio de ahorro en términos del Producto Interior Bruto fue del 1,5 por 100. Las hipotecas fáciles fueron un sustituto de una inexistente política de rentas en Estados Unidos.

Al final de los años noventa, el mercado hipotecario de alto riesgo era relativamente pequeño y con un crecimiento lento. Fue entonces cuando el Gobierno federal y el Congreso americano impulsaron que las agencias semi-públicas *Fannie Mae and Freddie Mac* compraran y aseguraran hipotecas de dudosa solvencia, con el fin de promover un incremento en la propiedad de la vivienda para las clases desfavorecidas. Al principio se concedieron créditos hipotecarios a personas «con pocos documentos», después evolucionaron hacia personas «sin documentos» o incluso «con documentos falsos» y, finalmente, a lo que se denominó «créditos ninja» (*no income, no job, no assets*). Buena parte de esta actividad hipotecaria se basó en la creencia de que los valores de la propiedad inmobiliaria sólo podían subir indefinidamente.

Después de la recesión del año 2001, el mercado hipotecario de alto riesgo creció de manera impresionante, y a finales de 2007 alcanzó los 7 millones de hipotecas, lo que suponía un 13 por 100 del total del mercado. Durante todo este tiempo, el asunto parecía estar controlado, con los precios de la vivienda subiendo sin parar y los impagos en niveles bajos.

Varios factores contribuyeron a esta crisis del mercado hipotecario de alto riesgo, entre las que se incluyen las condiciones económicas generales, las del mercado de la vivienda y el riesgo de los préstamos. En el año 2003, la Reserva Federal tomó la decisión de reducir los tipos de interés de corto plazo en un 1 por 100, y al mismo tiempo se multiplicaron las entradas de capital procedente del exterior, fundamentalmente desde China. Con unos costes de crédito hipotecario en mínimos históricos, una burbuja especulativa del sector inmobiliario empezó a instalarse en la economía, alcanzando magnitudes muy superiores a la de la anterior burbuja, la tecnológica.

A finales de 2005, los mercados inmobiliarios empezaron a desinflarse y empezaron los impagos en las hipotecas. Muchos propietarios habían utilizado su vivienda para obtener financiación con la que hacer frente a circunstancias imprevistas como enfermedades, divorcio o desempleo. Con precios de la vivienda en caída o estables, los prestamistas con hipotecas recientes y casi sin pagos iniciales decidieron abandonar sus viviendas y dejarlas en manos de los bancos que se veían obligados a embargarlas, desencadenando un proceso de venta de los activos que las respaldaban (MBS), que, a su vez, provocaba aun mayores bajadas de precios, que acabó afectando a los SVI, *special purpose vehicles* y a los *monoline* que proporcionan seguros a los MBS y a los bonos municipales y a los *credit default swaps* (CDS). A fecha de hoy la situación dista mucho de ser halagüeña: casi el 20 por 100 de las hipotecas de alto riesgo está en situación de impagos o directamente embargadas.

13. Una respuesta tardía

Las nuevas técnicas financieras habían producido una extraña sensación de optimismo y confianza en la fortaleza de los mercados. Todavía en febrero de 2007 el presidente de la Reserva Federal, Bernanke, era optimista y consideraba que «a pesar del proceso de ajuste en el sector inmobiliario, ▷

las perspectivas generales para las economías familiares son positivas». Una vez iniciada la crisis, se extendió la confusión entre las autoridades de política económica y los reguladores financieros que no acaban de entender cómo, en buena parte, la crisis surgía de sus propias políticas. La liberalización y la desregulación financiera tan alabada en los últimos años había resultado ser una bestia difícil de dominar. Además, durante todo este tiempo la FED se había resistido a atajar la burbuja inmobiliaria dando la impresión de que consideraba que estaba justificada

La explosión de la burbuja inmobiliaria afectó a la economía de dos formas: sobre el sistema financiero, ya que muchos intermediarios iniciaron un proceso de desapalancamiento y generación de liquidez con la venta de activos⁸. Eso forzó a los bancos a mover parte de sus activos dentro de sus balances, con lo cual se incrementó la insuficiencia del capital, que a su vez no hizo otra cosa que empeorar la restricción crediticia estructural. Y por otro lado, la crisis comenzó a deprimir el crecimiento de la demanda agregada de la economía dependiente en un 80 por 100 de un consumo privado que había venido siendo sostenido por el endeudamiento. Para Keynes, cuando prevalece la incertidumbre, el crédito se encoge como consecuencia del predominio de la preferencia por la liquidez.

Parece claro que las autoridades económicas americanas no esperaban la crisis, y que este factor puede hacer que sus consecuencias sean imprevisibles y desastrosas. La tardía respuesta de la FED y de la mayoría de los bancos centrales a la actual crisis financiera es debida probablemente a tres factores: por un lado, la muy compleja y poco transparente naturaleza de los riesgos asociados a los instrumentos financieros que convierte en extremadamente difícil y compleja la labor de prevención de las crisis financieras por parte de los bancos centrales. En segundo lugar, la Reserva Federal estaba dispuesta a evitar el «riesgo moral» asociado con su

⁸ Sólo en el año 2007 el valor del papel comercial emitido en Estados Unidos cayó desde 1,2 billones de dólares en agosto de 2007 a 750 mil millones al final de ese mismo año.

actividad del prestamista de última instancia y a no intervenir más que cuando fuera absolutamente imprescindible. Y por último, su obsesión por un control de la inflación que ha convertido la credibilidad antiinflacionista en sinónimo de prestigio para los bancos centrales, lo que explicaría el comportamiento extrañamente pro cíclico tanto del Banco Central Europeo como del Banco de Inglaterra, que incrementaron los tipos de interés justo en vísperas de esta crisis financiera.

A lo largo del otoño de 2008, según la crisis se agravaba, la Reserva Federal y el Tesoro americano se dieron cuenta de que una reducción convencional de los tipos de interés no sería suficiente para contener la crisis y se vieron obligados a tomar medidas de mayor envergadura.

14. La inherente inestabilidad del sistema financiero

Muchos analistas consideran que estamos viviendo lo que han denominado un momento «Minsky»⁹, en referencia a un punto del ciclo financiero en el cual resulta patente que la expansión ha terminado y que la crisis se ha puesto de manifiesto con toda su crudeza. Es un momento en el que los inversionistas sobreendeudados se ven forzados a vender incluso sus inversiones más sólidas para hacer frente a sus préstamos, lo cual da lugar a un vertiginoso incremento de la demanda de liquidez.

Durante mucho tiempo, la visión postkeynesiana de Minsky hizo de él un economista marginal y no ha sido hasta el surgimiento de la presente crisis cuando muchos han vuelto la vista a sus escritos. Su principal contribución a la teoría económica fue su insistencia en el hecho de que los mercados financieros desempeñan un papel más importante en la dinámica del capitalismo moderno de lo que normalmente se piensa. El modelo propuesto ▷

⁹ Fallecido en 1996, exactamente medio siglo después que Keynes, Hyman Minsky, fue un economista americano de origen ruso que desarrolló su teoría de la inestabilidad financiera en los años sesenta y setenta.

por Minsky no es un modelo evolutivo sino un modelo de comportamiento endógeno, en el cual la innovación genera cambios constantes en las estructuras institucionales y en los procesos de los mercados financieros así como en la interacción entre sector real y financiero de una economía.

Minsky decía que las crisis financieras atraviesan por tres periodos: el del arbitraje, el de la especulación, y el de la financiación piramidal. En el primer periodo, el del arbitraje, los flujos generados por las operaciones son suficientes para hacer frente a todas las obligaciones financieras de la empresa. Pero según crece la economía, las empresas tienden a asumir más riesgos. Entonces se llega a la fase de las finanzas especulativas en la que los flujos de cajas son suficientes para cubrir únicamente los pagos de la deuda; la deuda es postergada. Por fin, se entra en el último estadio, que se denomina de finanzas piramidales, en el cual los flujos de caja generados por operaciones no son ni siquiera suficientes para cubrir los pagos por intereses. De esta manera, las empresas tienen que, o bien obtener más dinero prestado, o bien vender de manera precipitada los activos para poder pagar la deuda. Este período es el que antecede a la crisis total, después del cual las empresas volverán al estadio inicial del arbitraje, y de nuevo el proceso se reinicia, lo que convierte al sistema en inherentemente inestable¹⁰.

15. Hacia otra política económica

La economía americana puede estar acercándose a lo que se denomina «trampa de la liquidez» en la cual, a pesar de los intentos de inyectar liquidez al sistema, la oferta real de la misma no sólo no se incrementa sino que incluso disminuye, como consecuencia, fundamentalmente, del incremento del pánico y la desconfianza de los agentes económicos.

¹⁰ Para Minsky los periodos de estabilidad financiera son el germen de una futura inestabilidad, la que dará lugar a burbujas especulativas, en las cuales los inversores piensan que todos los instrumentos financieros son seguros, de manera que el dinero fluye hacia ellos sin tener conciencia del riesgo. La preferencia por la liquidez se evapora y disminuye la aversión al riesgo.

A corto plazo hay dos problemas urgentes a los que se enfrenta la economía americana. En primer lugar, el exceso de instrumentos financieros ilíquidos existentes en el sistema con el riesgo de que una corrida de fondos pueda reducir todavía más la liquidez de los balances de las instituciones financieras. El segundo problema está relacionado con los casi 2,7 billones de instrumentos emitidos por los Gobiernos locales, la mayoría de los cuales se basan en un sistema de seguro a través de bonos que está al borde del colapso debido a los problemas de liquidez y solvencia generales del sistema.

Una nueva política económica deberá tener en cuenta que existen fallos de mercado inherentes a los mercados financieros, con riesgos que no son debidamente valorados. Además, la política económica debe partir del supuesto de que los mercados no procesan espontáneamente ni de forma eficiente la información disponible y que buena parte de ella tiene una naturaleza asimétrica.

La política económica debe basarse en que los agentes económicos no tienen expectativas racionales¹¹. Como decía Keynes, las expectativas y la aversión al riesgo son endógenas al sistema, de forma que los inversores son más optimistas y menos adversos al riesgo en las épocas de bonanza, mientras que se vuelven pesimistas en las épocas de recesión, así que las expectativas son totalmente procíclicas.

Por último, y dado que las distorsiones financieras pueden significar un riesgo importante para el resto de la economía, la definición de papel del sector público en la economía resulta decisiva. Esta definición debe partir del reconocimiento de las limitaciones de los reguladores para diagnosticar los problemas sistémicos a tiempo y actuar sobre ellos, lo que pone de manifiesto la necesidad de una mayor transparencia en la información y una mayor responsabilidad, tanto de las instituciones ▷

¹¹ Que tengan expectativas racionales puede ser cierto en condiciones de riesgo, es decir donde sabemos de antemano las probabilidades asociadas con distintos resultados posibles. Pero que no lo es en condiciones de incertidumbre, en las cuales resulta imposible conocer la distribución de riesgos de antemano.

reguladoras como de las propias instituciones del sector financiero y de la economía real.

16. Conclusiones

Esta crisis ha puesto de manifiesto que el mercado no genera las instituciones que necesita para sobrevivir. Una política económica sin el entramado institucional apropiado puede no servir para estabilizar la economía, sino al contrario. De hecho, en estos momentos, en el epicentro de la crisis financiera, la respuesta de las autoridades económicas se está encontrando con más problemas de los previstos y generándose otros inesperados.

Enfrentados como estamos a problemas sistémicos son precisas soluciones estructurales. Buena parte de la acción de la política económica en EEUU se ha dirigido a dar respuesta a los problemas coyunturales que han ido surgiendo, pero la respuesta en profundidad y a largo plazo requiere de un enfoque sistemático. Es necesaria una nueva estructura financiera que sea menos propensa a las crisis y que produzca una eficiente provisión de servicios financieros y crediticios y asegure un crecimiento económico más estable a largo plazo.

Es necesaria una regulación financiera que restrinja o elimine los vehículos fuera de balance, extienda la supervisión al sistema bancario «en la sombra», extreme las medidas precautorias y disminuya el «riesgo moral» asociado con la actividad de la Reserva Federal.

Los bancos centrales y la Reserva Federal no pueden limitarse a un objetivo único; tienen que interactuar con los gobiernos, ya que la independencia completa no resulta significativa a la hora de abordar las crisis económicas y financieras. No puede haber una separación tajante entre el sector real y financiero, las finanzas deben sostenerse en un funcionamiento apropiado de la economía real, y viceversa.

La incertidumbre se ha apoderado de las decisiones empresariales y de consumo, y no es posible predecir hasta dónde llegará esta fase bajista

del ciclo económico y, de momento, según estima el Fondo Monetario Internacional, el coste de la crisis financiera en EEUU puede ser tan alto como del 7 por 100 del PIB.

Bibliografía

- [1] BAKER, D. (2005): «Financial Bubbles What They Are and What Should Be Done». *Cepr Basic Economics Seminar*, noviembre 10.
- [2] BERNANKE, B. (2008): «Financial Regulation And Financial Stability», julio 8, 2008. At the Federal Deposit Insurance Corporation's Forum on Mortgage Lending for Low and Moderate Income Households, Arlington, Virginia.
- [3] BERNANKE, B. (2004). «Central Bank Talk and Monetary Policy,» speech before the Japan Society, New York.
- [4] CASSIDY, J. (2008): «The Minsky Moment», febrero 4, 2008, *The New Yorker*.
- [5] CHANCELLOR'S, E. (2007): «Ponzi Nation», *Institutional Investor*, 2/7/2007.
- [6] CLARK, T.D., ASTRID, H.B., KEVIN J.S., y ROBARD, W. (2007): «The Role of Retail Banking in the U.S. Banking Industry: Risk, Return, and Industry Structure», diciembre 2007 *Economic Policy Review*, vol. 13, nº 3.
- [7] CROTTY, J. y EPSTEIN, G. (2008): «Costs And Contradictions Of The Lender-Of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis Of 2007-2008», Department of Economics and Political Economy Research Institute (Peri) University of Massachusetts, Amherst.
- [8] DYMSKI, G.A. (2008): «From the Dollar Overhang to the Global Mortgage Meltdown: The Political Economy of Risk in the Era of Deregulation», the Political Economy of Monetary Policy and Financial Regulation: A Conference in Honor of Jane D'Arista.
- [9] FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO (2008): 44th Annual Conference on Bank Structure and Competition Credit Market Turmoil: Causes, Consequences and Cures». mayo 14 a 16
- [10] GALBRAITH, J.K (2008): «The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary Consensus», Policy Notes, mayo. ▷

- [11] GORDON, J.S. (2008): «A Short Banking History of The United States, Why Our System Is Prone To Panics». *Wall Street Journal*
- [12] GREENLAW *et al.* (2008): «Financial crises and the prospects for recession», *National Institute Economic Review*, 01 abril.
- [13] GREENSPAN, A. (2005): «Federal Reserve Board's semiannual Monetary Policy Report to the Congress before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, febrero 16.
- [14] HOENIG, T.M. (2008): «The Financial Crisis and the Regulatory Environment» (octubre 13, 2008) Federal Reserve Bank of Kansas.
- [15] JONES, K.D. y CRITCHFIELD, T. (2005): «Consolidation in the U.S. Banking Industry: Is the 'Long, Strange Trip' About to End?» *FDIC Banking Review*, 17: 31-61.
- [16] KREGEL, J. (2008): «Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis», *Working Paper*, nº 530. The Levy Economics Institute of Bard College.
- [17] LACKER, J. (2007): «How Should Regulators Respond To Financial Innovation?», Federal Reserve Bank of Richmond, diciembre 1, 2006.
- [18] LEBEL, P. (2006): «Cassandra Goes to the Market: How Economists Make Good and Bad Predictions», Montclair State University Humanities In The Schools Program: «From Alpha To Omega: Imagining Beginnings, Foreseeing Ends» diciembre 7.
- [19] MAGNUS, G.(2007): «What This Minsky Moment Means For Business», agosto 23.
- [20] MISHKIN, F. S. J. (2008): «Globalization, Macroeconomic Performance, and Monetary Policy», *NBER Working Papers*, 13948, National Bureau of Economic Research, Inc.
- [21] MISHKIN, F.S.J. (2008): «Monetary Policy Flexibility, Risk Management, and Financial Disruptions», enero 11.
- [22] NESVETAILOVA, A. (2008): «Ponzi Finance And Global Liquidity Meltdown: Lessons From Minsky», *Working Paper Cut*, p. 002
- [23] PRASAD, E. (2008): «Emerging Lessons from the U.S. Financial Crisis» *Project Syndicate*, septiembre 25.
- [24] RANDALL, L. (2008): «Financial Markets Melt-down What Can We Learn from Minsky?», *Public Policy Briefs*, abril.
- [25] SAPIR, J. (2008): «The Financial Crisis And Its Learning's: Theoretical And Policy-Oriented».
- [26] SATO, T. (2008): «Financial Innovation And Global Market Turmoil, Preparing For The Post-Subprime World Of Finance», *Fia Asia Derivatives Conference*, septiembre 18.
- [27] SHILLER, R.J. (2000). *Irrational Exuberance*. (Princeton, Nj: Princeton University Press).
- [28] SKIDELSKY, R. (2008): «Keynes Would Have Seen It Coming», *Washington Post*, octubre 14,.
- [29] STERN, G.H. y FELDMAN, R.J. (2008): «Too Big To Fail: The Hazards Of Bank Bailouts», Federal Reserve Bank Of Minnesota.
- [30] STERN, G.H. (2008): «Repercussions From The Financial Shock», Federal Reserve Bank Of Minneapolis», National Investor Relations Institute, Minneapolis, Minnesota, octubre 9.
- [31] TALEB, N.N. (2008): «The Fourth Quadrant: A Map of The Limits of Statistics» [9.15.08].
- [32] THE FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO (2008): «The Financial Markets, Housing, and The Economy», abril 18.
- [33] WOLFSON, M. (1994): *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience*, M.E. Sharpe.
- [34] WOLFSON, M.H. (2008): «Federal Reserve Priorities and the Influence of Capital: The Evolution of Monetary Policy in the Postwar Period». *The Political Economy of Monetary Policy and Financial Regulation: A Conference in Honor of Jane D'Arista*.
- [35] WRAY, L.R. (2008): «Financial Markets Melt-down: What Can We Learn from Minsky?». *Public Policy Brief Highlights*, septiembre.
- [36] YONGIL, J.M., MILLER, S. (2003): «Deregulation And Structural Change In The U.S. Commercial Banking Industry», *Eastern Economic Journal*.