

La recesión, y la pobreza de la teoría macroeconómica

Hace ya más de un año que – al ritmo de las frenéticas fluctuaciones de los mercados financieros cada vez que los bancos centrales hacen, o dejan de hacer, un movimiento – pasamos el tiempo debatiendo sobre la creciente crisis ocasionada por el derretimiento del mercado americano de las hipotecas *subprime*. Me equivoco: aparentemente, los mercados financieros fluctúan también en ausencia de cualquier tipo de noticias sobre la actividad de los bancos centrales o los resultados de las empresas que cotizan en bolsa. ¿De qué otro modo podría explicarse la repentina caída de la mayor parte de los índices asiáticos y europeos tal día como el 21 de enero? Y es más, aunque volveré a este punto hacia el final, ¿cómo se supone que debemos interpretar las muy diferentes reacciones de los mercados bursátiles asiático, europeo y americano a los movimientos de la FED y el BCE el 22, 23 y 24 de enero (última fecha disponible)? En particular, ¿quién tiene “la razón”? ¿Bernanke, con su dramático corte de 75 puntos base antes de la apertura del mercado el 22 de enero, o Trichet, con su decisión de no actuar por el momento?

Deberíamos fijarnos en los hechos disponibles, dejando las hipótesis y las especulaciones para después. Durante el pasado año, muy pocas instituciones financieras de cualquier tamaño relevante, han declarado bancarrota, aunque varias ya han reconocido pérdidas substanciales y se han visto obligadas a buscar nuevas inyecciones frescas de capital. Tales inyecciones de capital parecen haberse encontrado, un signo inequívoco de que los mercados financieros internacionales todavía funcionan decentemente. Algunas decenas de miles de personas trabajando en los sectores financieros e inmobiliarios han sido despedidos, mientras que muy pocos de los grandes banqueros han perdido su trabajo. Ninguno se ha visto obligado a devolver los mega-salarios y bonos que se han embolsado durante los anteriores años de falsos beneficios, un signo de que el sector bancario se enfrenta a serios problemas de gobierno corporativo y los actuales esquemas de compensación no están aportando los incentivos adecuados a los directivos. Varios cientos de miles de familias americanas han perdido la casa que acababan de adquirir y ahora están viviendo en alquiler o mudándose a casas más pequeñas (no existen informes sobre el repentino aumento del número de personas sin hogar). La estructura temporal de los tipos de interés ha fluctuado y está

ahora a un nivel más bajo que hace un año, mientras que las hipotecas se cubren con tipos más altos; los índices bursátiles están por los suelos, probablemente más abajo que hace un año. Puede que todavía bajen más en las próximas semanas. Cierta número de empresas que operan en áreas ajenas al sector financiero han empezado a reducir sus beneficios y a revisar a la baja sus expectativas de ganancias para el 2008. En resumidas cuentas, hemos pasado de una crisis hipotecaria a una “crisis tout court”, es decir: una recesión.

Probablemente sea el caso, hasta donde puedo decir. No estoy seguro de si realmente podríamos estar hablando de lo que técnicamente sería una recesión (un periodo prolongado de crecimiento negativo, con desempleo y el resto de ingredientes...) o sólo una seria desaceleración, aunque yo diría que esto último es casi seguro. Puesto que España ya empezaba a desacelerarse, algo antes de que la nueva turbulencia emergiera, existen posibilidades de que continúe decayendo aún más. Como suelo decir, no se puede crecer eternamente y tras 14 años de fuerte crecimiento, una desaceleración, o incluso una recesión, puede considerarse probable. Entre tanto, las economías asiáticas (China e India en particular, con la primera anunciando un crecimiento del 12% para 2007) están creciendo a un ritmo saludable. En el evento de que las economías occidentales se desaceleraran, también se podría reanudar el crecimiento dentro de seis meses o incluso en un año. Pero, ahora mismo, olvidémonos de predicciones y aferrémonos al presente, intentando entender qué ha pasado y respondiendo a la pregunta de si todo esto tiene sentido. Porque, tal y como afirmaré, no lo tiene. O mejor dicho: lo que actualmente está sucediendo es un absoluto sin sentido dentro del paradigma macroeconómico dominante, dándonos una razón más para descartarlo. Pero algo así, obviamente, no sucederá, y de nuevo se permitirán los mismos errores de política en todas partes.

La razón fundamental que se esconde tras la burbuja inmobiliaria americana y el desastre de las hipotecas, ya ha sido ilustrada en el BIAM de septiembre de 2007, y mucho antes en otro contexto. Los nuevos datos que han aparecido desde entonces, y las contribuciones analíticas escritas hasta ahora, no han podido demostrar que me equivocara. Más bien al contrario: lo que era



una posición minoritaria uno y dos años atrás (que fue Greenspan quien creó la burbuja) está ahora ganando una amplia aceptación. Ya es demasiado 2004, por la FED (y también en parte por el BCE). Tales políticas se sustentaban en el, injustificado, miedo a una “deflación generalizada”, ese Ave Fénix reinventado por el dominante paradigma monetario. Los hechos están haciendo cada día más claro que la política de crédito de la FED interactuó con la pobremente regulada y colusiva naturaleza del mercado americano de hipotecas y el mercado de bonos con colateral, para generar el cóctel infernal que lleva quemando la garganta del sistema financiero americano desde hace un año. Los efectos nocivos de la política monetaria de Greenspan se han magnificado gracias a los efectos distorsionantes de la política regulatoria de Greenspan. ¡Vaya legado!

A la luz de tal diagnóstico, el problema de las “hipotecas podridas” parece tener una solución que, pese a ser dolorosa, resulta relativamente sencilla. Dejemos que el sistema financiero se purgue a sí mismo a través de fracasos, fusiones, adquisiciones, reducciones de capital y subsecuentes recapitalizaciones. Este proceso tendrá que ser más profundo y más doloroso en EEUU que en Europa, pero está claro que cierto número de instituciones financieras del norte de Europa puede verse severamente afectado por este proceso. Al mismo tiempo, los bancos centrales deberían permanecer alerta para evitar cualquier fallo en el sistema de pagos y en el mercado interbancario, o de forma más general, en los mercados de liquidez. Los miedos se sienten claramente respirar y se alimentan a sí mismos dadas las circunstancias, provocando el pánico bancario y otros fenómenos perniciosos. No obstante, esto se puede evitar con la cauta y severa presencia de un banco central, sin la necesidad de recurrir a las masivas y generalizadas inyecciones de crédito u otras acciones espectaculares, tales como la llevada a cabo por la FED el 22 de enero de 2008. Además, se tiene la impresión de que, en lo que respecta a los mercados europeos, los peores momentos de “falta de liquidez inmediata” ya han pasado, y que el BCE ha hecho un muy buen trabajo al manejar la situación sin generar demasiado jaleo.

Al mismo tiempo, no obstante, es absolutamente necesario que aquellas instituciones financieras que más severamente se equivocaron en sus estrategias de inversión y asumieron riesgos que no podrían ser soportados, fracasen o se recapitalicen en el mercado. Los rescates, como los de las empresas aseguradoras de bonos (o monoline) de quienes se habla en EEUU desde hace unos días, no son ni la cura, ni la solución. A la luz de la horrorosa experiencia japonesa de los

tarde. Aún así, es importante mantener en mente que la burbuja inmobiliaria se debe a las políticas de “crédito fácil” puestas en práctica, entre 2001 y años noventa, la peor elección sería escuchar la insidiosa sirena de los banqueros, pidiéndonos que socialicemos sus pérdidas. El falso riesgo de una “crisis del sistema”, que ha de ser evitada sin importar el coste, es el apoyo ideológico de una nueva versión de la economía del bienestar: El estado de bienestar de la Ciudad de Londres, Wall Street y algunas otras calles elegantes de Milan, Frankfurt, Paris o Madrid. Hasta aquí, Ed Phelps, George Soros y yo parecemos estar de acuerdo. Puesto que es la primera vez que esto ocurre, será que tenemos razón.

Esto no es todo lo que se debe hacer. Una vez más, en una dramática y rápida, demasiado rápida, réplica de los escándalos “dot-com”, los sistemas de regulación y supervisión financiera han demostrado ser inadecuados. Dramáticamente inadecuados. Y hay más: el mecanismo de gobierno corporativo de la mayor parte de bancos parece estar defraudando a inversores y accionistas, permitiendo que los ejecutivos se escapen con gigantescos bonos que resultan ser completamente injustificados. Los enormes beneficios de los cuatro o cinco años se han empequeñecido con las actuales pérdidas, y así, todo lo que se puede hacer es despedir a los CEOs. Los billones de dólares en compensaciones inmerecidas que se han estado llevando a casa no serán devueltas a los accionistas, quienes terminan pagando la cuenta. Gobiernos, agencias reguladoras y bancos centrales deben trabajar duro para diseñar un sistema de incentivos en pro de una verídica producción y revelación de información en el sistema financiero. Además, el gobierno corporativo de grandes compañías, ya sean bancos o empresas petroleras, son claramente inadecuados para servir los intereses de millones de accionistas que poseen sus activos. No tengo una solución de bolsillo, pero este es un tema en el que pensar concienzudamente en un futuro inmediato.

Las preocupaciones actuales, sin embargo, están en otra parte: están en la amenaza de una recesión en EEUU, que se extiende a las ya de por sí débiles economías europeas. Permítanme que sea claro en este punto: Las recesiones vienen y van. Para cuando nos damos cuenta de que están llegando, el daño ya está hecho (todos esos horribles e inapropiados préstamos ya han sido concedidos, y todas las viviendas inútiles que nadie quiere han sido construidas) y poco se puede hacer para rebobinar la cinta. Cuando los recursos reales se han desperdiciado, se han perdido de la misma forma que la leche derramada sobre el suelo. Intentar compensar la pérdida absorbiéndola con



una bufanda de seda sólo empeorará las cosas. Puesto que estamos en un año de elecciones en EEUU, esto es exactamente lo que desgraciadamente terminará sucediendo. De ahí la orgía de recortes en los impuestos federales y otros gastos adicionales, por un valor total de 150 miles de millones de dólares, que la administración de Bush ha anunciado a los cuatro vientos en los medios de comunicación. Y así, también se explica la presión sobre la FED para cortar los tipos de interés una y otra vez. Esto está sucediendo en unos momentos en que, tanto en EEUU como en Europa, las presiones inflacionistas están por todas partes y no se espera que vayan a desvanecerse. ¿Tiene sentido esta elección de la FED? ¿Acaso está Bernanke salvándonos de un desastre o sólo empujándonos hacia el borde del precipicio? Estas son cuestiones complicadas, y a pesar de ello, debemos afrontarlas.

Tal y como argumenté en mi artículo correspondiente a la edición del BIAM de agosto, la burbuja del mercado inmobiliario era (todas las burbujas lo son) "inflación local" y, en un sentido perfectamente tautológico, si hubiéramos tenido una inflación generalizada, no estaríamos hablando de una burbuja. Cierto, pero ello no significa que sea una buena tener una explosión repentina de la inflación generalizada, ni ahora, ni para el año que viene. La razón debería ser obvia, pero quizá no lo es a la luz de las políticas adoptadas hasta ahora, ni a las recomendaciones que apoyan los "gurús" del sector financiero.

Por tanto, permítanme que repita una serie de trivialidades:

La inflación no es buena por muchas razones: porque es un impuesto sobre nuestras tenencias de dinero, porque erosiona el valor verdadero de los sueldos nominales que no cambian mensualmente, porque erosiona el verdadero valor de las deudas (¿podría esto ser un argumento a favor de la inflación para reducir el valor verdadero de la deuda pública que los EE.UU. mantiene con China?), porque genera confusión sobre verdaderos precios relativos, decelerando las transacciones económicas en general. Finalmente, porque, como la experiencia de los años 70 nos enseñó ¿recuerdan la estanflación? También por aquel entonces, el precio del petróleo se incrementó inesperadamente...), en absoluto se aumenta mágicamente el nivel de la actividad económica.

Espera un momento, alguien pensará, un poco de inflación podría parar la caída de los precios de las propiedades inmobiliarias, evitando la reducción de la riqueza personal que esto puede causar. ¿Eh?

Por muy estúpido que suene, esta discusión está circulando en más de un lugar. Sus defensores parecen olvidar el hecho trivial de que quienes no han sido capaces de pagar su hipoteca y ya han perdido su casa, la inflación no va a devolvérsela. Piensen en aquellos, como yo, que aún conservan su casa y pagan una hipoteca. Descubriremos que el valor nominal de nuestras casas ha caído sólo en un 5% y no en un 10%, pero que, para compensar, el coste de la vida ha aumentado en 5%, ¡lo que significa que el valor real de la casa baja al 10% y que el poder adquisitivo de nuestra renta también ha caído en 5%! Y es más, cuando la inflación aumenta, también los tipos de interés nominales aumentan, con lo cual, para la gente con los hipotecas de tipo variable, no es una buena noticia.

Aparte de los gobiernos endeudados, solo hay un grupo de agentes económicos que podrían ganar con la renovada inflación: aquellos bancos cuyos clientes no tuvieron más remedio que dejar de pagar su hipoteca y se ven obligados a rendir la propiedad de su casa al propio banco. Puede que ustedes quieran darse cuenta de que son estos bancos quienes están actualmente en apuros porque no supieron hacer su trabajo en los cinco o seis años anteriores: prestaron dinero a gente que no podría devolverlo. Si alguien debe quebrar, son esos bancos. Sin embargo, son los únicos posicionados para ganar como consecuencia de la política monetario de la FED.

¿Sobre qué argumentos, entonces, están estas políticas inflacionistas justificadas? Sobre ninguno, que yo sepa.

Vamos a lanzar primero el modelo del ciclo económico que, quizás debido a mi larga asociación con Minnesota, alguien puede pensar que lo considero valioso. El llamado modelo del "Real Business Cycle" (RBC), no tiene ninguna capacidad de explicar qué nos está sucediendo. En el origen de esta crisis hay cantidades de dinero lanzadas al viento en inversiones con mucho riesgo que no finalmente no funcionaron. No hay choques tecnológicos negativos o como se quieran llamar, a menos que alguien esté dispuesto a argumentar que cuando una inversión no funciona es debido a un choque tecnológico negativo. En tal caso, se podría decir que el modelo del "Ciclo Real de los Negocios" (RBC) recurre a un elegante diseño de contabilidad que no explica nada, tal y como siempre he creído. Fin de la historia.

Hay una segunda familia de modelos elegantes que tampoco puede explicar qué ha sucedido. Éstos son los modelos de "cadenas de crédito", modelos del sistema bancario que han ido



apareciendo y reapareciendo cíclicamente en la teoría macroeconómica. Estos modelos tienden para predecir catástrofes en el sistema, porque el sistema bancario se retrata como un castillo de naipes, en donde la falta de un banco puede fácilmente echar abajo todo el sistema. Desafortunadamente estos modelos no pueden darnos ninguna explicación de porqué la primera inversión fracasa, ni puede predecir “cuándo” caerá el castillo de naipes. Las inversiones fracasan cada dos por tres, y el sistema bancario no suele derrumbarse cada seis meses. Por lo tanto, uno puede preguntarse, ¿cuándo debemos intervenir para evitar que los bancos se vayan abajo? ¿Qué nos hace creer que, si dejáramos quebrar hoy seis o siete bancos, el efecto dominó nos destruiría a todos? Además, asumiendo que éste es el caso y, que por lo tanto, es bueno salvar pocos bancos: ¿no deberían los bancos centrales autolimitarse sólo a esto, en vez de inyectar grandes cantidades de dinero barato en el sistema? Nada hay en los modelos de “cadenas de crédito” que recomiende el uso generalizado de la inflación para parar el riesgo del sistema, y tampoco nada que nos diga cuándo usarlo.

Sin embargo, estos son dos modelos minoritarios, pero que están de moda en el mundo académico. Para ser consistente con al menos ciertos hechos estilizados en macroeconomía, y para no perder las bases de la teoría económica construida entre los 70 y los 80, tales modelos no son tomados muy en serio y ni por los ejecutores de la política monetaria, que tienen una actitud práctica, ni por otros genios. Demasiado complicado. En esos círculos, lo que se lleva es el llamado modelo “nuevo”-Keynesiano (también está el “neo”). El modelo nuevo-keynesiano es fundamentalmente como el viejo-keynesiano de cuando éramos pequeños, que sólo tiene ecuaciones y símbolos, las expectativas son racionales (pero confusas) y el dinero tiene aparentemente poco que ver con el nivel de precios, que tiende ajustarse para satisfacer a la autoridad fiscal. ¿Qué dice este modelo acerca de las causas de la actual crisis? Que yo sepa, absolutamente nada.

Obviamente, este modelo no está preparado para explicar dónde ha ido el dinero y por qué. Pero este fallo es común a todos los modelos macroeconómicos disponibles, así que olvidémoslo. Lo que es verdaderamente preocupante es que el modelo NK hace predicciones y se basa en supuestos que están en frontal oposición a todo lo que ha pasado hasta ahora, y, por ello, es probable que sus recomendaciones para curar la enfermedad, la empeoren. Para dar un ejemplo, he aquí una serie de preguntas que soy incapaz de responder:

1. La rigidez de precios es la causa de las recesiones y la razón por la cual los bancos centrales deben ser tan activos en cortar o aumentar tipos de interés nominales. ¿Por qué, entonces, los precios de las casas se han movido tanto en los últimos años? ¿Hay alguna razón por la que debemos asumir que el precio de los calcetines no pueda moverse mientras que el de las casas de la costa de Florida se mueven tanto?
2. Las recesiones vienen, de acuerdo con este modelo, porque la mayor parte de los precios son rígidos a la baja. Sin embargo, los macroeconomistas que apoyan este particular enfoque, están obsesionados, al menos desde mediados de los 90 (aunque también antes), con la amenaza de una deflación generalizada. Ahora bien, la deflación consiste en una caída del nivel de precios: ¿en qué sentido va? Son esos malditos precios rígidos a la baja o susceptibles de dramáticas caídas.
3. Hay una falta de liquidez, se nos dice, y por tanto los bancos centrales deben inyectar grandes cantidades de crédito barato en el mercado, y dejarlo ahí durante meses. ¿Para qué? Los problemas de liquidez no duran tres o seis meses, sino que duran como mucho seis días. De ahí, lo que todos los bancos centrales deberían hacer, es disponerse a prestar cuando la liquidez se seca, y pasar la fregona después. Si las casas de Palm Spring (CA) o Madison (WI) valen un 30% (15%) menos de lo que la gente “creía” que valían hace 18 meses, ¿Qué va a aportar todo ese dinero barato en las manos de los banqueros? ¿Por qué eso debería hacer cambiar el valor fundamental?
4. In el caso de que alguien pensara que el estímulo fiscal es la respuesta a la tercera pregunta (porque aumentamos el déficit del gobierno y entonces habrá más demanda para casas), debo mencionar que, de acuerdo con esta teoría, un aumento en la cantidad de dinero que toma prestado el gobierno compite con los préstamos que demanda el sector privado (efecto “crowding-out”). En otras palabras, el equilibrio más probable que se alcanzaría con esta forma de pensar es que el crédito adicional que los bancos centrales dan a los bancos privados acabará financiando la deuda pública adicional. La aritmética Monetarista predice, en este caso, que sólo



se creará inflación, y no un aumento del valor real de las casas.

5. Reformulemos la pregunta: ¿en qué sentido la inflación en la que todos trabajamos va a facilitar una realocución de trabajadores y capital desde el sector inmobiliario y bancario, a otros sectores más productivos?

6. ¿Alguien se acuerda de Japón? ¿Explica este modelo Japón 1996-2003? La deuda pública fue del 60% al 150% del Producto Nacional Bruto, y sin embargo es estancaron en la “trampa de liquidez”

Tengo unas cuantas preguntas más, pero se está haciendo tarde. Así que, paro aquí y espero con paciencia respuestas inteligentes que sin duda los economistas de bancos centrales van a aportar

