

Brenner, R. (2009). La economía de la turbulencia global. Las economías capitalistas avanzadas de la larga expansión al largo declive, 1945-2005. (pp. 24-101). Madrid, Akal. Prólogo a la edición española.

La crisis en la que está actualmente sumida la economía mundial es la más devastadora, sin punto de comparación, desde la Gran Depresión, y podría llegar a ser tan severa como lo fue aquélla, al poner de manifiesto los enormes problemas que arrastra desde hace décadas la economía real, literalmente ocultos bajo una montaña de deudas, así como un crac financiero de una magnitud desconocida desde la Segunda Guerra Mundial. Lo que dificulta tanto a los gobernantes la contención del derrumbe y evidencia su potencial catastrófico es la interacción mutuamente reforzada entre la debilidad de la acumulación de capital y la desintegración del sector financiero.

Los comentaristas, naturalmente, han puesto el acento en la licuefacción del sector bancario y los mercados de valores, epicentro del terremoto; pero, desde el secretario del Tesoro estadounidense Henry Paulson y el presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke, hasta el último ejecutivo han negado, con pocas excepciones, los pertinaces, profundos y acrecentados problemas de la economía real. Admiten que la crisis es grave, pero, aseguran que proviene del sector financiero y que en un primer momento se circunscribió a él, aunque luego se haya extendido mucho más allá: que los cimientos de la economía son firmes y no hay por qué cuestionarlos. En marzo de 2008, Paulson afirmó en una entrevista radiofónica que, antes de que estallara la crisis de las hipotecas *subprime*, «tuvimos seis años de crecimiento económico muy sólido»¹, y Bernanke venía proclamando desde principios de 2004 que, durante las dos últimas décadas, gracias sobre todo a una mejor política monetaria, la economía había logrado mayor estabilidad y menor infla-

¹ «All Things Considered», NPR, entrevista con Melissa Bloch, 13 de marzo de 2008.

Prólogo a la edición española

Los orígenes de la crisis actual

Lo que es bueno para Goldman Sachs es bueno para Estados Unidos

ción, lo que propiciaba un mejor rendimiento y una mejor perspectiva a largo plazo². En septiembre de 2008, cuando el sector financiero estaba al borde del abismo y Paulson proponía su descomunal rescate de los bancos, doscientos economistas de las más prestigiosas universidades, como Harvard, Chicago y el MIT, entre los cuales se hallaban varios galardonados con el Premio Nobel, escribieron una carta abierta al Congreso advirtiendo que «pese a los recientes trastornos, el dinámico e innovador mercado estadounidense de capital ha aportado al país una prosperidad sin precedentes. Debilitar seriamente ese mercado [mediante la intervención gubernamental] para calmar perturbaciones pasajeras sería terriblemente miope»³. Eso es lo que venía proclamando la ortodoxia actual, al menos hasta ahora; pero no podría estar más equivocada.

El origen fundamental de la crisis actual es la persistente pérdida de vitalidad durante más de tres décadas, un ciclo económico tras otro, de las economías capitalistas avanzadas. Ese largo debilitamiento de la acumulación de capital y de la demanda agregada, enraizado en un profundo declive y ausencia de recuperación de la tasa de ganancia del capital a escala sistémica se debe, en gran medida —aunque no únicamente—, a una prolongada tendencia al exceso de capacidad —esto es, de oferta— en la industria mundial. Desde el comienzo del largo declive en 1973, las autoridades económicas se han esforzado por evitar las crisis que habían aquejado históricamente al sistema capitalista, recurriendo a un endeudamiento público y privado cada vez mayor para subvencionar la demanda; pero la relativa estabilidad así conseguida tuvo como contrapartida una agravación del estancamiento, un aumento cada vez mayor de la deuda y una progresiva insensibilización de la economía frente a los estímulos. En 1993, el gobierno de Clinton y a continuación sus homólogos de la Unión Europea, en un intento muy pregonado de acabar con la adicción al endeudamiento, se comprometieron a equilibrar el presupuesto: objetivo que se había alcanzado con creces al final de la década. Se trataba así de liberar a la economía del peso muerto del Estado, con lo que se vería propulsada permanentemente por el mercado libre que todo lo sabe. Pero lo que trajo consigo aquel cambio espectacular en la política presupuestaria fue la manifestación de la larga estasis de la economía global, tan aquejada como antes por el grave menoscabo de la rentabilidad y la acumulación de capital. La consiguiente contracción de la demanda contri-

² Véanse Ben S. Bernanke, «The Great Moderation», observaciones en la asamblea de la Eastern Economic Association, Washington DC, 20 de febrero de 2004, y «The Benefits of Price Stability», conferencia en el Center for Economic Policy Studies, Princeton University, Princeton, New Jersey, 24 de febrero de 2006, ambos en la web de la Reserva Federal.

³ «Economists Against the Paulson Plan: To the Speaker of the House of Representatives and the President Pro Tempore of the Senate», 24 de septiembre de 2008.

buyó a arrastrar al mundo capitalista avanzado entre 1991 y 1995 a su peor declive cíclico desde la Segunda Guerra Mundial, evidenciando la ausencia de un motor capaz de impulsar el sistema y propiciando una sucesión de importantes crisis financieras desde Japón al Reino Unido, pasando por Escandinavia, México y Brasil.

Para poner coto a la sangría y asegurar el crecimiento, la Junta de la Reserva Federal recurrió desde mediados de la década de 1990 al remedio desesperado aplicado por el gobierno japonés una década antes en circunstancias parecidas. A partir de entonces, iban a ser las empresas y los hogares, y no el gobierno, los que impulsarían la economía mediante explosiones titánicas de endeudamiento y gasto gracias al aumento histórico de su riqueza nominal, posibilitado por subidas récord de las cotizaciones bursátiles animadas por el bajo coste del endeudamiento, de forma que el déficit privado de empresas y familias vino a sustituir al denigrado déficit público. La clave de todo aquel proceso fue la oferta incesante de crédito barato para estimular los mercados de activos durante todo el periodo, asegurada en última instancia por la propia Reserva Federal.

Así se dispuso durante todo el periodo subsiguiente de dinero fácil. La debilidad de la inversión empresarial provocó una brusca reducción de su *demand*a de crédito por parte de las empresas. La incesante compra de títulos denominados en dólares por los gobiernos de Asia oriental, con el fin de mantener, bajo el valor de sus monedas, la acrecida competitividad de su industria y la mayor capacidad de endeudamiento y de compra de los consumidores estadounidenses dieron lugar, a su vez, a una creciente *oferta* de créditos subvencionados, de forma que el coste real del endeudamiento a largo plazo iba disminuyendo constantemente, al tiempo que las autoridades monetarias estadounidenses prometían que los tipos de interés a corto plazo nunca se iban a elevar hasta el punto de poner en peligro la obtención de beneficios —ya fuera en el mercado financiero o en la economía real—, reduciendo el tipo de fondos federales a la mínima señal de intranquilidad. Durante los últimos doce años, poco más o menos, hemos contemplado así el espectáculo extraordinario de una economía mundial en la que la acumulación de capital ha dependido *literalmente* de oleadas históricas de especulación, cuidadosamente impulsadas y públicamente argumentadas por las agencias reguladoras y las autoridades públicas; primero en los títulos de la Nueva Economía entre 1995 y 2000, y luego en la vivienda y los préstamos apalancados entre 2000 y 2007, presentando como bueno para Estados Unidos lo que era bueno para Goldman Sachs, sustituto paradigmático de la General Motors.

Pero la sustitución, desde 1996 en adelante, del indigesto keynesianismo del pasado, por el keynesianismo del precio de los activos no detuvo la implacable tendencia subyacente al debilitamiento económico a escala de todo el sistema, al tiempo que aumentaba considerablemente el riesgo de colapso. Las subidas meteóricas del pre-

cio de las acciones propulsaron el *boom* de la Nueva Economía de Alan Greenspan, en una prodigiosa oleada de inversión y consumo, como no se había visto desde la larga expansión de posguerra; pero ya a finales del verano de 1998 el alza del dólar y la crisis originada en Asia oriental, que amenazaba cobrar proporciones globales, comenzaron a frenar la expansión económica estadounidense, como atestiguaba la caída de los beneficios empresariales y de las cotizaciones bursátiles. Durante el otoño de aquel año se produjo el más aterrador colapso financiero conocido hasta aquel momento desde la Segunda Guerra Mundial, y la economía parecía abocada a un profundo declive cíclico o a algo peor. Aunque la Reserva Federal logró superar aquella crisis reduciendo drásticamente los tipos de interés, e introduciendo otras medidas para facilitar el crédito, lo cual permitió reanimar la burbuja bursátil y proporcionar así otros dos años de respiro a la economía estadounidense, no pudo evitar que volviera a caer en una seria recesión en 2000-2001, cuando el hundimiento histórico de las empresas de tecnología de la información, tan ensalzadas por Greenspan, privó a la economía de su motor principal, esto es, de la burbuja bursátil. Su implosión reveló una vez más la profundidad de las dificultades agravadas de la economía en cuanto a la rentabilidad y acumulación de capital y su consiguiente dependencia de una demanda (en consumo e inversión) generada en gran medida por el endeudamiento posibilitado por el efecto riqueza del alza del precio de los activos.

Si la economía se salvó en aquella ocasión fue gracias a su propia debilidad. Las sucesivas crisis de la economía mundial en 1997-1998 y 2000-2001 dieron lugar a una notable mengua de la demanda empresarial de créditos, al tiempo que los préstamos soberanos procedentes de Asia oriental hacían posible que Estados Unidos se embarcara en otro programa récord de estímulos y reflación, sorteando el déficit interno y externo que solían acompañarlos. Los tipos de interés a largo plazo siguieron así bajando, proporcionando la base para una nueva ronda de burbujonía, esta vez en la vivienda y los préstamos apalancados. La caída espectacular de los tipos de interés hipotecarios propulsó la mayor subida del precio de la vivienda y de la riqueza de las familias desde la Segunda Guerra Mundial, que dio lugar a su vez a un sensacional aumento del endeudamiento de los hogares volcado en el consumo personal y la inversión residencial, manteniendo así la economía en marcha durante la subsiguiente expansión. Pero pese al estímulo expansivo del efecto riqueza propiciado por la burbuja inmobiliaria, por no mencionar el déficit presupuestario del gobierno de Bush —que recordaba los de Reagan—, en 2003 la inversión privada, el empleo y las exportaciones no sólo no habían alcanzado su nivel de 2000, sino que el mercado hipotecario había alcanzado su nivel máximo al empezar a resultar inasequibles las nuevas viviendas, amenazando poner fin al aumento de la riqueza nominal de las familias y con él a la expansión y evidenciando la ausencia de un motor endógeno capaz de impulsar la economía real.

Como en 1998, se hizo precisa una intervención espectacular de la Reserva Federal para que la burbuja especulativa siguiera inflándose y la economía creciendo. Su regalo durante dos años de tipos de interés a corto plazo negativos en términos reales, así como su decisión de pasar por alto la relajación histórica de los requisitos normalmente exigidos para la concesión de créditos hipotecarios –por no mencionar una explosión sin precedentes de los préstamos depredadores– allanaron el camino a la concesión indiscriminada desde 2003 de los créditos *subprime* que posibilitaron el sostenimiento del mercado de la vivienda y la prolongación del repunte cíclico. Aun así, es muy dudoso que se hubieran hallado prestamistas suficientes como para financiar esos créditos dudosos y mantener la expansión si el prolongado declive de los tipos de interés a largo plazo que potenció inicialmente la burbuja inmobiliaria, no hubiera reducido también el rendimiento de las inversiones financieras, llevando así a los inversores a buscar desenfrenadamente mayores ganancias. La ilusión de los elevados réditos que aparentemente ofrecían los títulos respaldados por créditos *subprime* indujo a los fondos de pensiones, compañías aseguradoras, *hedge funds*, gobiernos locales y bancos del mundo entero a comprar cantidades ingentes de esos títulos, permitiendo así la financiación de nuevas hipotecas *subprime*, e inflando cada vez más la burbuja inmobiliaria en otra explosión especulativa histórica, ahora en el mercado global del crédito, que permitía mantener el crecimiento de la economía real.

Una confirmación adicional de lo mal que andaba la economía estadounidense fue que, por medio de Henry Paulson, y a pesar del mayor estímulo en tiempos de paz de su historia –posibilitado por el enorme déficit federal y el endeudamiento récord de las familias–, el subsiguiente ciclo económico (2001-2007), fuera el más débil, sin punto de comparación, desde la Segunda Guerra Mundial, con un panorama igualmente sombrío en Europa occidental y Japón. Cuando la burbuja inmobiliaria perdió fuelle en 2006, la economía real, sin nada que la impulsara, se precipitó inexorablemente hacia la recesión, al tiempo que se hundía el sector financiero volcado en los sobrevalorados títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo. La caída del precio de la vivienda provocó la disminución de la riqueza de las familias y de la demanda de consumo, debilitando a su vez el capital de las instituciones financieras, lo cual hizo que la interacción entre el declive de la economía real y el deterioro del sector financiero pusiera sobre la mesa la posibilidad de una grave recesión.

Pero lo que de pronto convirtió la perspectiva de una profunda recesión en la realidad de una crisis sistémica desastrosa fue algo que sucedió en el sector financiero de lo que pocos se percataron, incluso entre los más enterados: la revelación de la existencia de un «sistema bancario en la sombra». Según el mantra recitado incansablemente en Wall Street, el frenesí del mercado del crédito no suponía en realidad una gran amenaza para el sistema, ya que los grandes bancos de los que dependía la economía para la obtención de crédito estaban convirtiendo las hipotecas, que había originado o comprado,

en títulos que se vendían en el mundo entero, dispersando así el riesgo entre miles o millones de inversores individuales. Pero cuando se posó el polvo tras el primer crac crediticio acaecido en Wall Street a principios de agosto de 2007, se hizo patente de inmediato que la realidad era exactamente la opuesta. Las mayores instituciones financieras del país, como respuesta a la intensificación de la competencia y a la caída de la rentabilidad –en relación con el riesgo– que atenazaban al sector financiero, y manifestando una codicia y un exceso de confianza asombroso incluso para Wall Street, habían conservado para sí una parte sorprendentemente grande de los títulos respaldados con hipotecas que habían emitido, registrándolos o no en sus balances de situación, y estaban financiando sorprendentemente esos mismos activos recurriendo a los mercados de crédito a corto plazo. Así, cuando la mareante caída del precio de la vivienda recorrió de principio a fin toda la cadena de las hipotecas convertidas en títulos puestos a la venta, esas instituciones se encontraron de repente desprovistas de capital, *de facto* en bancarrota. Habría sido una especie de justicia poética, pero sus propietarios y gestores consiguieron, como de costumbre, aislarse personalmente del destino de sus propias empresas y las horrosas pérdidas recayeron, ante todo, sobre los compradores de títulos respaldados por hipotecas *subprime*, en su mayoría pertenecientes a la clase trabajadora.

La licuefacción de los mercados financieros socavó la capacidad de los bancos de adelantar fondos a las empresas y a los hogares en un momento en el que aquéllos ya habían endurecido sus normas de concesión de crédito ante el debilitamiento de la economía, provocado por la explosión de la burbuja de la vivienda. Este hecho aceleró la crisis del consumo, del empleo y de los beneficios en la economía real, la cual, al exacerbar la caída de los precios de los bienes inmuebles residenciales y, por consiguiente, de los títulos respaldados por hipotecas residenciales, hizo el crac del sector financiero todavía más desastroso e incontenible. Pero en último término, la reducción de la oferta de crédito era únicamente una parte de la historia, ya que el problema fundamental no era tanto que las empresas y los hogares no pudieran obtener el crédito que necesitaban, sino que no lo pedían o no podían pedirlo. Las empresas casi no habían efectuado inversión alguna ni contratado nuevos trabajadores, porque apenas se habían endeudado con vistas a la expansión durante el resto del ciclo económico. ¿Cómo podía esperarse que iniciaran nuevas actividades en ese momento dado el colapso de la demanda y el hundimiento de los beneficios? Los hogares habían rescatado a la economía durante los últimos siete años con su histórica explosión de endeudamiento, consumo e inversión residencial, pero ante el hundimiento abismal del precio de las viviendas y el enorme exceso de deuda que habían acumulado, sumados al debilitamiento del mercado de trabajo, ¿cómo podía esperarse que hicieran otra cosa sino retirarse del endeudamiento y del gasto y, por las buenas o por las malas, comenzar de nuevo a ahorrar? La economía se enfrentaba a una espiral autorreforzada a la baja, de extraordinaria ferocidad, en la que las señales

del mercado indicaban a las empresas privadas, y a los hogares por igual, que se contuvieran tanto como les fuera posible. No únicamente la voluntad de los gobiernos de detener la caída, sino también su capacidad, iban a ser puestas a prueba.

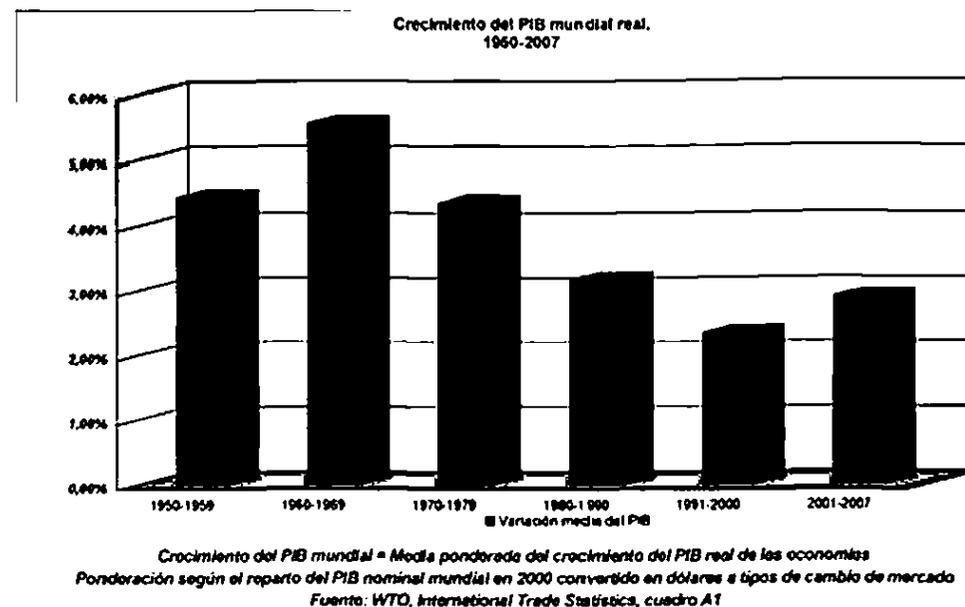
El largo declive, 1973-2007

Durante la primavera de 2007, casi todo el mundo creía en la buena salud de la economía. Algunos admitían que la expansión era irregular, pero la perspectiva general difícilmente podía ser más favorable. Aun así, y pese a que veces quedara disfrazada por las sucesivas y espectaculares subidas en los mercados de activos de las décadas de 1980, 1990 y 2000 –con su masiva redistribución de riqueza e ingresos hacia la capa más rica de la sociedad–, la realidad era muy diferente. Desde 1973 hasta ahora, según todos los indicadores macroeconómicos estándar, el comportamiento económico en Estados Unidos, Europa occidental y Japón se ha deteriorado, ciclo tras ciclo y década tras década, exceptuando el segundo quinquenio de la década de 1990 y su *boom* impulsado por la burbuja de la Nueva Economía. Igualmente significativo es que, durante ese mismo período, la inversión de capital, a escala mundial y en todas las regiones excepto en China, incluyendo los países recién industrializados de Asia oriental desde mediados de la década de 1990, haya sido cada vez menor⁴. La expansión del conjunto de la economía mundial, adecuadamente medida, tampoco ha contradicho esa tendencia general, pese a las exageradas afirmaciones de casi todos los gerifaltes políticos y académicos. De acuerdo con la OMC, el crecimiento anual medio del PIB mundial durante el periodo 2001-2007 fue menor que el registrado en cualquier otro comparable desde 1950, con la excepción de 1991-2000, sin acercarse a las cifras de la muy vilepudiada de la década de 1970, por no hablar de las de la expansión global de las décadas de 1950 y 1960⁵. La verdad es que, pese a toda esa fervorosa retórica, el último ciclo económico, iniciado en marzo de 2001, fue el más débil desde la Segunda Guerra Mundial en Estados Unidos, Europa occidental y Japón, y ello pese al mayor estímulo económico en tiempos de paz de toda la historia estadounidense. A falta de un motor capaz de impulsarla una vez que la burbuja de la vivienda había comenzado a desinflarse, la economía se iba deslizándose hacia la recesión mucho antes de que golpeará con inusitada fuerza la crisis bancaria y del mercado del crédito a mediados del verano de 2007.

⁴ FMI, «Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective». *World Economic Outlook April 2005*, pp. 92-95, figuras 2.1, 2.2, 2.4.

⁵ Respecto a las exportaciones, producción y PIB mundiales véase, WTO, *International Trade Statistics 2007*, cuadro A1, página web de WTO. Cifras similares son ofrecidas por el UN Department of Economic and Social Affairs.

Figura 1. Crecimiento del PIB mundial real, 1950-2007.



Fuente: WTO, *International Trade Statistics*, cuadro A1, WTO web site.

La menguante vitalidad de las economías capitalistas avanzadas era consecuencia del importante declive de la tasa de beneficio y del repetido fracaso en restablecerla, cuya causa fundamental (aunque no única) es la tendencia persistente al exceso de capacidad en el sector industrial global derivada de la intensificación de la competencia internacional entre mediados de la década de 1960, y mediados de la de 1970. Ese exceso de capacidad industrial surgió, se reprodujo y se ha ido agravando en un largo proceso de desarrollo desigual, en el que una sucesión de nuevas potencias industriales emergentes ha podido, gracias a la intervención sistemática del Estado y a formas de capitalismo muy organizadas, materializar las ventajas potenciales de su llegada tardía al mercado mundial, combinando una sofisticación tecnológica creciente con una mano de obra relativamente barata, y el vuelco de la producción en la exportación. Primero Alemania y Japón, luego Corea del Sur y Taiwán, más tarde los tigrecitos del sureste asiático y finalmente el gigante chino, han realizado, de este modo, enormes adiciones de capacidad industrial al mercado mundial, a menudo redundantes, que tendían a contraer los precios y beneficios globales. El exceso de capacidad se ha visto a su vez exacerbado y cronificado como consecuencia de la resistencia de las grandes empresas de los países más avanzados a ceder cuota de mercado a sus rivales, a pesar de la caída de la tasa de ganancia, manifestándose proclives a defender sus posiciones establecidas reduciendo costes, en lugar de trasladarse a líneas nuevas o inexploradas, mediante el recurso a su patrimonio neto y, sobre todo, a su capacidad de innovar.

Figura 2. Tasas de beneficio y crecimiento de las retribuciones en Estados Unidos, Alemania y Japón, 1949-2007.

(medias del ciclo económico)	1949-1959	1960-1969	1970-1979	1980-1990	1991-2000	2001-2007*
<i>Sector privado</i>						
Tasa de beneficio del sector no financiero estadounidense	0,133	0,146	0,105	0,098	0,108	0,100
Aumento de la retribución real en el sector no financiero estadounidense	0,031	0,020	0,010	0,001	0,010	0,011
Tasa de beneficio del sector privado alemán		0,177	0,132	0,128	0,094	0,095
Aumento de la retribución real en el sector privado alemán		0,028	-0,005	0,009	0,012	-0,004
Tasa de beneficio del sector privado japonés		0,190	0,126	0,119	0,085	0,086
Aumento de la retribución real en el sector privado japonés		0,069	0,051	0,015	0,008	-0,001
<i>Sector industrial</i>						
Tasa de beneficio del sector industrial estadounidense	0,250	0,245	0,134	0,118	0,164	0,141
Aumento de la retribución real en el sector industrial estadounidense	0,037	0,021	0,014	0,006	0,012	0,014
Tasa de beneficio del sector industrial alemán		0,189	0,124	0,104	0,052	0,122
Aumento de la retribución real en el sector industrial alemán		0,022	-0,001	0,014	0,027	0,004
Tasa de beneficio del sector industrial japonés		0,364	0,297	0,198	0,103	0,083
Aumento de la retribución real en el sector industrial japonés		0,106	0,085	0,027	0,026	0,036

* 2001-2006 para Japón; Alemania República Federal Alemana hasta 1990
Fuente: Véase Apéndice 1.

Ni siquiera al final del milenio la tasa de beneficio en Estados Unidos, Japón, Alemania o Corea del Sur, ya fuera en el sector industrial o en el conjunto de la economía privada, lograba recuperar sus niveles anteriores, y pese a las ofuscantes alharacas que proclamaban lo contrario, tampoco lo logró durante el pasado ciclo económico. El declive de la tasa de beneficio y la incapacidad para recuperarla dejó a las empresas menores excedentes para financiar nuevas inversiones y crear nuevos empleos, debilitó los incentivos para expandirse y las hizo cada vez más vulnerables a eventuales convulsiones, al tiempo que las incitaba cada vez más compulsivamente a reducir costes, especialmente los laborales. Como no tenían otra alternativa que disminuir el ritmo de su acumulación en nuevas plantas y equipo, tampoco podían evitar una importante caída del aumento de productividad, que ejercía a su vez más presión a la baja sobre los beneficios. De hecho, si el declive de la tasa de beneficio en las economías avanzadas no fue aún más pronunciado fue gracias a una reducción considerable y universal de los aumentos salariales, manteniendo la rentabilidad a costa de un menor aumento de la capacidad de compra de los consumidores, y en virtud de una incesante presión a la baja sobre su nivel de vida. El largo decli-

ve desde 1973 en el crecimiento de nuevas instalaciones y equipo, del empleo y de los salarios reales –junto con las reducciones del gasto público en la mejora de los servicios sociales en pro de los beneficios empresariales– conducían inexorablemente a un aumento cada vez más lento de la demanda de bienes y servicios desde las empresas, los consumidores y las instituciones públicas –y por lo tanto de la demanda agregada–, con la excepción de lo sucedido durante la segunda mitad de la década de 1990. Esa debilidad crónica de la demanda agregada, debida en último término a la caída de la tasa de beneficio, constituye desde hace tiempo la razón inmediata de la pérdida de vitalidad de la economía.

Keynesianismo, estancamiento y reaparición de las crisis financieras

Ceteris paribus, cabía esperar que el creciente exceso de capacidad –resultante de la insuficiente eliminación de medios de producción de alto coste y bajo beneficio, especialmente en el centro de la economía mundial, y de la prematura incorporación de productores muy competitivos con menores costes, especialmente en los países emergentes de Asia oriental– condujera más pronto o más tarde a graves crisis; pero los gobiernos de los países capitalistas avanzados pudieron evitarlas durante mucho tiempo poniendo a disposición de empresas y familias –a través de canales cada vez más variados, complejos y arriesgados– ingentes cantidades de crédito. Durante la larga expansión acaecida entre 1945 y 1970, mientras la rentabilidad se mantuvo alta y el crecimiento económico acelerado, lo normal en Europa occidental y Japón era el superávit del presupuesto estatal y no el déficit; y hasta el déficit federal estadounidense era mínimo. Pero desde finales de la década de 1960 y principios de la de 1970, con el declive de la rentabilidad y el consiguiente menor aumento del PIB y la inversión, los gobiernos se vieron obligados a afrontar la creciente insuficiencia de la demanda agregada y optaron por medidas keynesianas tradicionales, optando crecientemente por un aumento cada vez mayor del endeudamiento público y privado y acompañando los estímulos fiscales con un crédito cada vez más barato. Estados Unidos desempeñó un papel cada vez más dominante e indispensable en ese proceso, especialmente a partir de 1980, cuando los gobiernos de todo el mundo optaron cada vez más claramente por la austeridad y la lucha contra la inflación para mantener los beneficios empresariales, provocando con ello un menor crecimiento de su mercado interno y haciendo depender cada vez más su economía de las exportaciones y, en definitiva, del mercado estadounidense como último recurso. El déficit federal estadounidense crecía así cada vez más en proporción al PIB, a medida que se prolongaba el largo declive, alcanzando su punto más alto durante la década de 1980 y

principios de la de 1990, como consecuencia del incremento récord del gasto militar y las reducciones de impuestos a las empresas y a los ricos bajo el gobierno de Reagan.

Pero la gestión keynesiana de la demanda, al tiempo que estabilizaba relativamente las economías capitalistas avanzadas, también las dejaba cada vez más estancadas, dado que el aumento adicional del PIB que podían obtener los gobiernos con un aumento determinado del gasto deficitario era cada vez menor. El mayor endeudamiento público –y como consecuencia también privado– mantenía la capacidad de compra y, con ello, evitaba una caída aun mayor de la rentabilidad manteniendo la economía en marcha, lo que fue especialmente decisivo para invertir los declives cíclicos de 1974-1975, 1979-1982 y los primeros años de la década de 1990, mucho más severos que los que se habían producido entre 1945 y 1970, y que probablemente habrían provocado graves trastornos económicos en su ausencia. Sin embargo, el creciente endeudamiento público y privado que permitía mantener la demanda agregada insensibilizaba cada vez más a las empresas y a las familias frente a las nuevas rondas de estímulos, y hacía a la economía cada vez más vulnerable a eventuales conmociones, además de frenar la eliminación de medios de producción de alto coste y bajo beneficio necesaria para aminorar el exceso de capacidad a escala sistémica, obstaculizando así una recuperación de la rentabilidad. Como consecuencia, la acumulación de capital en forma de instalaciones, equipo y *software*, la creación de empleo y el aumento de los salarios y del gasto social siguieron menguando en las principales economías desde 1973, hasta el primer quinquenio de la década de 1990.

Con ese trasfondo de crecimiento cada vez más lento, tanto del mercado mundial, como de las economías individuales que dependían de forma creciente de él, la eventual aceleración económica en cada una de las principales regiones económicas conllevaba la deceleración en otra u otras, dando lugar a un juego de suma cero en una especie de dinámica de fluidos que evidenciaba el decreciente aumento del PIB global, por la que alguna o algunas de las principales economías aprovechaban la reducción de su tipo de cambio para emprender una expansión encabezada por un sector industrial orientado a la exportación, a expensas de otras lastradas por el correspondiente aumento de su tipo de cambio. Estas últimas, no sólo sufrían el aumento de costes y el deterioro de su competitividad internacional, sino también el aflujo de capitales procedentes del exterior que pretendían aprovechar, con la compra de activos financieros, la ventaja que para ellos suponía el tipo de cambio más elevado; así, al tiempo que su sector industrial se deterioraba, se henchían sus mercados financieros. Con frecuencia la sobrevaloración de una moneda daba lugar a un declive del sector industrial y también a burbujas e implosiones financieras.

A partir de 1979-1980 la serie continuada de altibajos del dólar desempeñó así un papel protagonista en las fluctuaciones de la competitividad internacional y la

rentabilidad industrial, que a su vez indujeron sucesivas oleadas de expansión y contracción a escala regional centradas en la industria, acompañadas por espectaculares subidas y hundimientos bursátiles. Cuando el dólar estaba bajo, en particular entre 1985 y 1995-1997, Estados Unidos y los países de Asia oriental cuyas monedas estaban ligadas al dólar experimentaron impresionantes recuperaciones basadas en la industria, poniendo en cambio en serias dificultades, que a veces desembocaron en auténticas crisis, a la industria japonesa, alemana y europea en general; en Japón, en particular, se inflaron y desinflaron así las burbujas bursátil e inmobiliaria. Cuando el dólar subía, como entre 1980 y 1985 y de nuevo entre 1995-1997 y mediados de la actual década, se observaba el fenómeno opuesto: crisis en la industria y burbujas e implosiones financieras, como sucedió en Estados Unidos a mediados de la década de 1980, en Asia oriental y Estados Unidos en 1997-1998, y de nuevo en Estados Unidos y otros lugares en 2000-2002, como vuelve a suceder ahora con la crisis iniciada en Estados Unidos en 2007-2008. El largo declive a escala sistémica se ha visto así acompañado por sucesivos ciclos de expansiones y contracciones regionales, centradas en la industria, en los que un país o grupo de países del mundo capitalista avanzado se veía obligado a sobrellevar durante un tiempo el peso del exceso de capacidad global, como consecuencia de su elevado tipo de cambio, para ser luego rescatado por la acción coordinada de las principales economías, que desplazaba la carga sobre otro país o conjunto de países.

Sin embargo, los efectos de esos movimientos de los tipos de cambio de esos países o regiones no eran en absoluto uniformes ni simétricos, dado que las consecuencias de la subida del dólar para la economía mundial eran mucho más profundas que la de cualquier otra moneda; no sólo porque el mercado estadounidense era mucho mayor que cualquier otro, sino también porque la posición clave del dólar permitía a las autoridades económicas estadounidenses compensar, mucho más fácilmente que las de cualquier otro país, el efecto negativo sobre su crecimiento de la menor competitividad de la industria alentando el endeudamiento interno. De hecho, durante el periodo transcurrido desde 1980 hasta el presente –con la importante excepción de los años 1985-1995/1997– se pudo contemplar el funcionamiento de una especie de nuevo sistema internacional informal, consistente en un «nuevo Bretton Woods», que articulaba una especie de keynesianismo y que se demostró indispensable para la prosperidad de la economía de otros países, por problemático que fuera para la producción estadounidense⁶. En este emergente sistema

⁶ Sobre ese nuevo sistema internacional que combinaba el keynesianismo con un «nuevo Bretton Woods», véanse especialmente Richard Duncan, *The Dollar Crisis. Causes, Consequences, Cures*, Hoboken, New Jersey, 2005, y Michael Pettis, «Can China Adjust to the US Adjustment?», *RGE Monitor*, 28 de noviembre de 2008.

informal, la demanda generada por el endeudamiento cada vez mayor de las empresas, las familias y las instituciones públicas estadounidenses, ampliada por el alza del dólar, acrecentó sus importaciones industriales, su déficit comercial industrial y, naturalmente, su déficit por cuenta corriente, y así ese déficit exterior creciente potenció la expansión, sobre todo industrial, de los países de Europa occidental y Asia oriental, incluido Japón, que como reverso de la moneda acrecentaban sus exportaciones industriales y su superávit comercial y por cuenta corriente. *Ceteris paribus*, cabía esperar que el deterioro de la balanza externa estadounidense diera lugar a un ajuste mediante la caída del tipo de cambio del dólar y la correspondiente mejora de la competitividad estadounidense pero, a fin de evitarlo, los gobiernos de Asia oriental —en particular el japonés y más tarde el chino— realizaron compras cada vez mayores de activos denominados en dólares, financiando así con tipos de interés artificialmente bajos el déficit comercial y presupuestario estadounidense: para ello imprimían cantidades cada vez mayores de sus propias monedas con el fin de mantener bajos su tipo de cambio frente al dólar y los tipos de interés en Estados Unidos, y subvencionar el endeudamiento y el consumo estadounidense, de los que dependía su propio crecimiento industrial basado en las exportaciones. A su vez, la economía estadounidense, con su moneda al alza y mayores facilidades de endeudamiento, disfrutaba de importaciones baratas, menor inflación, sobreconsumo subvencionado y un notable desarrollo del sector de bienes no transables, en particular la construcción, las infraestructuras urbanísticas y el comercio minorista, al tiempo que sufría una creciente pérdida de competitividad abocada al declive en su sector industrial, y sus corporaciones multinacionales incrementaban sus inversiones en el extranjero. Dado que el alza del dólar hacía automáticamente más valiosas las acciones y bonos estadounidenses en términos de otras monedas, la economía estadounidense también experimentó vastos aflujos de dinero desde el exterior que, junto al crédito barato proporcionado por los gobiernos de Asia oriental, daban lugar a espectaculares subidas de los precios de los activos, así como la expansión del sector financiero, y una sucesión de crisis financieras cada vez más profundas y amenazadoras. Entretanto las economías de Asia oriental, no sólo se beneficiaban del aumento de sus exportaciones industriales gracias a su tipo de cambio reducido, sino que en virtud de la mayor oferta monetaria que financiaba la compra de dólares estadounidenses, su crédito interno se abarataba artificialmente y generaba un exceso de inversión en la industria propiciando la aparición de burbujas del precio de los activos. El resultado global era extremadamente paradójico: los propios mecanismos que permitían a Estados Unidos impulsar la economía mundial socavaban su capacidad para seguir haciéndolo, al tiempo que exacerbaban el exceso de capacidad industrial a escala global que presionaba a la baja sobre la rentabilidad y el dinamismo económico.

La trayectoria seguida por la economía mundial desde 1980 difícilmente podría haber sido más contradictoria, y los gobernantes estadounidenses se han visto permanentemente confrontados a un dilema: podían optar por un programa de regeneración industrial, como habían intentado repetidamente sus predecesores durante la década de 1970, manteniendo bajo el dólar y aplicando un disimulado proteccionismo, lo cual podía reanimar la producción, pero haría entrar a Estados Unidos en conflicto directo con sus principales socios comerciales y más potentes competidores, al restringir el crecimiento económico fuera de Estados Unidos lo que, en último término, amenazaba la propia expansión estadounidense; o bien podían promover mediante un dólar al alza una política de expansión financiera, globalización neoliberal y desarrollo del sector de bienes no transables, como se propuso inicialmente el gobierno de Reagan entre 1980 y 1985, lo que estaría en consonancia con las necesidades de sus principales socios y más potentes competidores comerciales, y facilitaría su crecimiento, pero propiciaría —como sucedió durante los primeros años de su mandato— un déficit por cuenta corriente cada vez mayor en Estados Unidos, la contracción de su sector industrial y burbujas y colapsos financieros que, seguramente, deteriorarían su capacidad como potencia hegemónica para mantener el crecimiento estable del que dependía la economía global. Entre 1973 y 1995-1997 se produjo un desplazamiento vacilante, pero en último término decisivo, de la primera de esas estrategias a la segunda, que iba a definir la trayectoria de la economía global hasta el momento actual, haciéndola cada vez más vulnerable a eventuales crisis a escala sistémica.

Aun así, durante el largo periodo comprendido entre 1973 y 1995, la economía estadounidense y la de otros países capitalistas avanzados consiguió mantener algo más que una apariencia de estabilidad gracias al endeudamiento, pese a su crecimiento cada vez más lento. No pudieron evitar una sucesión de expansiones y contracciones industriales a escala regional ni la reaparición —después de tres décadas durante las que apenas habían existido— de colapsos financieros cada vez más amenazadores, pero sí, durante casi un cuarto de siglo, las crisis sistémicas, por no hablar de una depresión como la de la década de 1930, a costa de un estancamiento cada vez más patente.

Callejón sin salida y nueva estrategia

Hasta la década de 1990, no intentaron los gobiernos estadounidenses y europeos, orientados hacia la derecha y guiados por el pensamiento neoliberal, acelerar el crecimiento liberándose de su dependencia de la creación keynesiana de crédito. Las consecuencias, no pretendidas, fueron espectaculares. En su campaña electoral de 1980, Ronald Reagan había prometido equilibrar el presupuesto, pero acabó

como el mayor keynesiano de la historia, con lo que le tocó a un demócrata, Bill Clinton, restaurar el equilibrio presupuestario. Desde que comenzó a gobernar, guiado por su mentor económico Robert Rubin –un antiguo directivo de Goldman Sachs– y el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, optó por el equilibrio macroeconómico, y la Comunidad Europea siguió a continuación su ejemplo durante los preparativos del Tratado de Maastricht que la iba a convertir en Unión Europea con una moneda común. En 1993 Clinton comenzó a reducir seriamente el déficit federal mediante una importante subida de impuestos y una ley que prohibía cualquier aumento del gasto que no se viera compensado por un aumento de los ingresos; en 1998, gastos e ingresos estaban aproximadamente equilibrados, pero antes, en 1994, cuando el desempleo había caído al 6 por 100 –lo que se consideraba entonces como «pleno empleo»–, la Reserva Federal restringió repentinamente el crédito, duplicando el tipo de interés del 3 al 6 por 100 y precipitando el gran crac bursátil de aquel año. Aunque apenas se mencione en la mayoría de los estudios económicos de aquel periodo, el giro espectacular hacia lo que Clinton denominó secamente «economía de estilo Eisenhower» resultó enormemente contraproducente, y en último término dio lugar a una forma de intervención macroeconómica nueva, mucho más poderosa y arriesgada, con la que se pretendía emprender una nueva vía para la economía.

El giro hacia el equilibrio presupuestario pretendía eliminar los dos lastres gemelos, ya antiguos, de la deuda y la capacidad productiva redundante, reduciendo la inflación y los tipos de interés, así como la presión del mercado laboral, para reducir los aumentos salariales, y dejar que el mercado dirigiera la economía sin el estorbo de la pesada mano del Estado. Su objetivo era aumentar simultáneamente la capacidad de la industria estadounidense para afrontar la intensa competencia internacional, posibilitar altos beneficios en el sector de bienes no transables –lastrado por el escaso aumento de productividad–, y alentar al sector financiero. Pero como la rentabilidad a escala sistémica no se había recuperado, las empresas de todo el mundo capitalista avanzado respondieron como cabía prever a la caída de la demanda y la intensificación de la competencia provocada por la reducción del déficit federal estadounidense, tratando de preservar su cuota de mercado mediante la purga de medios de producción de alto coste y bajo beneficio, y la reducción de los aumentos salariales, el empleo y la inversión, en lugar de incrementar su dotación en instalaciones y equipo para elevar la productividad. La consecuencia fue una importante reducción de la capacidad de compra global, en un momento en que las economías capitalistas avanzadas, que ya sufrían una larga desaceleración del crecimiento, estaban particularmente mal preparadas para hacerle frente.

Alemania y Japón se vieron en una situación especialmente difícil cuando, a la par que sus monedas se revaluaban frente al dólar entre 1985 y 1995, se desvaneció,

la acostumbrada subvención a la demanda proporcionada por el déficit federal estadounidense. Los gobiernos de ambos países ofrecieron un alivio temporal mediante estímulos económicos masivos, pero breves: el japonés, alimentando un alza histórica del mercado bursátil e inmobiliario, y el alemán mediante gastos gigantes en la reconstrucción de Alemania oriental tras la reunificación. Pero a raíz de la subida del coste del endeudamiento en Japón para frenar su burbuja bursátil y el giro alemán hacia la austeridad para contrarrestar la inflación, ambas economías cayeron en crisis, como lo hizo el conjunto de Europa occidental. Tampoco facilitó las cosas que, precisamente durante aquellos años, los países recién industrializados y los tigrecitos de Asia oriental, ayudados por sus monedas vinculadas al dólar que declinaban al compás de la caída de éste, estuvieran alcanzando la cumbre de su dinamismo, inundando con exportaciones de bajo precio el mercado mundial en un abanico cada vez más amplio de sectores –no sólo ropa, zapatos o electrónica para el consumo, o acero y buques, sino también automóviles, chips y ordenadores–, exacerbando considerablemente el exceso de capacidad a escala sistémica.

Tras la pérdida continua de fuelle durante las décadas de 1970 y 1980, la economía global alcanzó su nadir durante el primer quinquenio de la de 1990, cuando Europa occidental y Japón sufrieron sus recesiones más graves desde 1950, que manifestaban la profunda crisis de rentabilidad de sus sectores industriales estratégicos. Durante aquel mismo quinquenio, Estados Unidos experimentó la llamada «recuperación sin aumento del empleo» y registró, al igual que el conjunto del mundo, el aumento más bajo del PIB desde la Segunda Guerra Mundial hasta aquel momento. La economía global conoció su peor comportamiento en términos de crecimiento registrado en un intervalo comparable durante la segunda mitad del siglo XX. A mediados de la década de 1990, las economías avanzadas se hallaban pues en un callejón sin salida. Habían renunciado con grandes alharacas al keynesianismo tradicional, pero la entrega del timón macroeconómico al mercado libre había expuesto abiertamente la fragilidad subyacente de la economía y la ausencia de un motor que la impulsara. Para empeorar las cosas, esto coincidió con el inicio de una cadena de crisis financieras que recorrieron la economía mundial, desde Japón hasta México y Brasil pasando por Reino Unido y Escandinavia. Parecía como si el sistema económico, no sólo estuviera condenado a un crecimiento cada vez más lento, sino que, de repente, corriese el riesgo de la conversión de la larga desaceleración en una seria crisis.

Los gobernantes estadounidenses afrontaban así un dilema especialmente arduo. Durante los aproximadamente doce años anteriores, la economía estadounidense parecía haber establecido, aunque de forma lenta y vacilante, los cimientos para una recuperación importante a partir de un giro significativo de su sector industrial basado en una recuperación impresionante, aunque incompleta, de su tasa de beneficio. Ese aumento de la rentabilidad industrial se debía, en parte, a la signi-

ficativa purga de medios de producción de alto coste y bajo beneficio durante la recesión de 1979-1982 y los años posteriores pero, sobre todo, a un espectacular aumento de su competitividad internacional y dinamismo exportador, derivado a su vez, principalmente, de la misma caída durante casi una década del tipo de cambio del dólar, que resultaba tan problemática para Alemania y Japón. El gobierno estadounidense había decidido devaluar el dólar, persuadiendo a sus principales aliados y rivales en el Acuerdo del Plaza de 1985, convencido de que así se saldría de la profunda crisis que había agarrado al sector industrial estadounidense como consecuencia del alza del dólar, y de los elevados tipos de interés prevalecientes durante el quinquenio anterior. El consiguiente aumento de la tasa de beneficio industrial, aunque no quepa exagerarlo, elevó *por sí solo* la rentabilidad en el conjunto del sector privado hasta cerca de su nivel de 1969, por primera vez, en veinticinco años (aunque no hasta los niveles más altos del *boom* de posguerra), posibilitando así una salida del estancamiento, al menos en Estados Unidos. A partir de 1993-1994, la economía estadounidense cobró impulso y parecía de repente bastante más vigorosa que durante las dos décadas anteriores.

No podía, en última instancia, sin embargo, superar el estancamiento que agarraba el conjunto del sistema y el juego de suma cero que implicaba. Para las principales economías regionales seguía siendo imposible un largo progreso sin suscitar, más pronto o más tarde, problemas a sus socios y rivales. Los mismos factores que propiciaban un gran avance de la economía estadounidense estaban así haciendo naufragar a Europa occidental y especialmente a Japón, amenazando con una convulsión global. En marzo de 1995, el yen alcanzó el nivel histórico de 79 yenes por dólar y el motor industrial exportador del país parecía a punto de pararse. Pocos meses después, las autoridades económicas estadounidenses se vieron obligadas a rescatar la economía mexicana para poner fin a una crisis que, extendiéndose rápidamente a Sudamérica, había sacudido la economía mundial. Una licuefacción de la economía japonesa, la segunda mayor del mundo, suponía una amenaza de una escala totalmente diferente, y el gobierno estadounidense no vio otra opción que acudir a rescatarla. Con el llamado «Acuerdo del Plaza inverso» de la primavera-verano de 1995, el G-3 decidió darle la vuelta a la situación. En el Acuerdo del Plaza de 1985, las principales potencias capitalistas habían acordado elevar el marco y el yen para frenar la crisis del sector industrial estadounidense, atenazado por el alza del dólar; diez años después hicieron lo contrario, acordando rebajar el marco y el yen para reanimar los sectores industriales alemán y japonés paralizados por el descenso del dólar.

Pero si las razones inmediatas que llevaron a ratificar el Acuerdo del Plaza inverso son evidentes, más misteriosas parecen sus motivaciones profundas, en parte porque con él se repudiaba repentina e inesperadamente una política que parecía estar dando su fruto, pero sobre todo porque suponía un planteamiento diametralmente opuesto

que se ha mantenido hasta el presente. El giro del gobierno de Clinton hacia el equilibrio presupuestario y la contención monetaria pretendía complementar la búsqueda incesante de un dólar bajo, con el fin de reanimar la competitividad y las exportaciones estadounidenses. Con la nueva subida del dólar el gobierno volvió, en ciertos aspectos clave, a la economía de la era de Reagan. La construcción, el comercio minorista y el sector de bienes no transables, en general, se iban a ver ahora favorecidos en detrimento de la industria, como lo iban a ser el consumo a costa de la inversión y las importaciones a expensas de las exportaciones. El sector financiero y sus mercados iban a ocupar el centro de la escena. Era una modificación decisiva, que retrospectivamente lo parece aún más porque supuso el abandono, de hecho, de cualquier intento real de Estados Unidos de hacer frente a la competencia cada vez más intensa de Asia oriental, sobre todo, de China, y por su amparo sin ambages a la producción internacional integrada a través de las cadenas de oferta, la inversión directa en el extranjero, la reubicación de la industria en lugares de bajos salarios, en particular en China, y la penetración de los servicios financieros estadounidenses en cualquier resquicio de la economía mundial. Tan sólo una década antes, una insólita intervención política concertada de los directores ejecutivos de las principales corporaciones industriales del país, a la que se dio mucha publicidad, había obligado al gobierno de Reagan a abandonar su sostén al alza del dólar y su plan para convertir a Estados Unidos en centro financiero del mundo, y a vigorizar la producción industrial interna mediante el Acuerdo del Plaza y otras medidas proteccionistas; pero en 1995, las fuerzas económicas estadounidenses más poderosas, encabezadas como siempre desde la Segunda Guerra Mundial por las corporaciones multinacionales y los bancos de orientación internacional, estaban dispuestas a volver a tomar la iniciativa y dieron la bienvenida al Acuerdo del Plaza inverso, y al giro del gobierno de Clinton hacia la globalización neoliberal y el predominio de las finanzas mediante los acuerdos de libre comercio, la liberalización de los mercados de capital y la desregulación, fueran cuales fueran sus consecuencias para la producción en el propio país y la estabilidad sistémica internacional.

En cualquier caso, y sea cual fuera su razón última, el Acuerdo del Plaza inverso planteaba una pregunta acuciante y fundamental: ¿cuál iba a ser ahora el motor de la economía estadounidense y de la economía mundial que tanto dependía de ella? La reanimación industrial había desempeñado el papel central en el impulso a la reciente recuperación económica estadounidense, pero cuando el dólar comenzó a subir en lugar de bajar, ya no se podía esperar que catalizara el crecimiento. El déficit keynesiano había posibilitado durante varias décadas, si no el dinamismo, al menos cierta estabilidad económica, pero ahora había quedado proscrito políticamente. Sólo iba a ser cuestión de tiempo que se evidenciara la necesidad de una nueva forma, mucho más radical, de estímulo económico... que iba a llevar a la economía global a un territorio desconocido.

Desde principios de 1995, las cotizaciones bursátiles comenzaron a subir meteóricamente en Estados Unidos, con un alza del índice S&P500 que llegaba al 62 por 100 a finales de 1996. Durante los doce años anteriores ya habían experimentado un notable ascenso del 200 por 100, pese a los notables retrocesos de 1987 y 1989, pero aquella subida espectacular estaba en cierta medida justificada –de hecho se había visto impulsada– por el correspondiente aumento de los beneficios empresariales, con una recuperación de la tasa de beneficio que había llevado a la «economía estadounidense a la rampa de lanzamiento de un nuevo despegue. Sin duda, el largo ascenso de la Bolsa predisponía a los inversores a seguir comprando acciones; pero lo que la elevó a las alturas fue, casi con seguridad, la repentina y considerable caída del coste del endeudamiento, tanto a largo como a corto plazo. Para ganar estabilidad tras la devaluación del peso mexicano y el subsiguiente «efecto tequila», en Sudamérica, la Reserva Federal estadounidense abandonó su política de elevación gradual del tipo de interés a corto plazo durante el año anterior y lo redujo bruscamente del 6,05 por 100 en abril de 1995 al 5,2 por 100 en enero de 1996, sin volver a subirlo hasta 1999, excepto un cuarto de punto en marzo de 1997. Entretanto, para poner en práctica el Acuerdo del Plaza inverso, y reducir la cotización del yen, Japón redujo su tipo de descuento y, junto con otros gobiernos de Asia oriental que pretendían devaluar su propia moneda, inició una gran oleada de compras de activos denominados en dólares, especialmente bonos del Tesoro. La reducción del coste del endeudamiento en Japón tuvo, como consecuencia, un aumento de la oferta global de crédito al ingeniar los grandes inversores internacionales un «carry trade» muy rentable, consistente en tomar prestados yenes en Japón, con tipos de interés muy bajos, para convertirlos en dólares e invertirlos a continuación en todo el mundo, en particular en el mercado de valores estadounidense. La compra de deuda pública estadounidense por parte de los países de Asia oriental fue, al parecer, la causa principal de la reducción del endeudamiento a largo plazo en nada menos que un 23 por 100 durante 1995. Como suele suceder en las burbujas del precio de los activos, fueron las repentinas facilidades de crédito las que catalizaron la nueva subida de la bolsa; pero ahora, con el dólar al alza, ésta había perdido el fundamento material de la recuperación de la rentabilidad industrial a largo plazo, y se elevaba por sí misma.

Ahí fue donde entraron en escena Alan Greenspan y la Reserva Federal. En la reunión del 24 de septiembre de 1996 del Federal Open Market Committee –la institución que establece los tipos de interés a corto plazo en la economía estadounidense–, el gobernador de la Reserva Federal, Lawrence Lindsey, expresó su inquietud por los disparatados aumentos de las cotizaciones en bolsa, que al superar con mu-

cho el aumento potencial de los beneficios empresariales, podían dar lugar a una burbuja distorsionadora que desviara equivocadamente la inversión de capital, y acabara en una gran implosión. El presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan no contradujo en ningún momento la observación de Lindsey: «Reconozco que en este momento existe una burbuja bursátil y estoy de acuerdo con el gobernador Lindsey en que es un problema con el que tendremos que estar atentos». Pero arguyó que la Reserva Federal contaba con medios para desinflar la burbuja, si lo creía necesario: «Tenemos la posibilidad de enfriar la alegría crediticia, elevando el margen de provisión de fondos. Garantizo que si queremos desinflar la burbuja, cualquiera que sea, eso lo logrará. Lo que me preocupa es qué otras consecuencias puede tener»⁷. De hecho, Greenspan dejó claro en aquella reunión y en otras posteriores que no tenía intención de combatir la burbuja de ningún modo. La economía parecía ir ganando fuelle, pero no estaba convencido de que la expansión estuviera garantizada y era reacio a elevar los tipos de interés, por no hablar de socavar directamente los mercados de valores elevando al margen de provisión de fondos de los bancos, al menos hasta estar seguro de la firmeza de la expansión⁸.

En la siguiente reunión del Federal Open Market Committee, el 13 de noviembre de 1996, el gobernador Lindsey, apoyado por otros, insistió en su preocupación por la sobrevaloración de las acciones empresariales y la amenaza de inflación, y recomendó un significativo aumento del tipo de interés, pero Greenspan se mantuvo en sus trece y, como siempre, impuso su criterio. En diciembre pronunció su famosa advertencia sobre la notoria «exuberancia irracional» perceptible en los mercados de valores pero, a pesar de que las cotizaciones seguían subiendo sin freno, la Reserva Federal no hizo absolutamente nada al respecto⁹. Greenspan, no sólo no elevó los tipos de interés como solía ser habitual cuando se ampliaba la expansión económica, sino que entre 1995 y 1999 sólo subió una vez el tipo de los fondos federales, un cuarto de punto. También redujo el coste del endeudamiento cada vez que la Bolsa experimentaba el menor escalofrío, algo que no se les escapó a los inversores, que pronto dieron por garantizado el famoso «impulso de Greenspan».

Sin embargo, en la locura de Greenspan había cierto método. El presidente de la Reserva Federal entendía bien la presión a la baja sobre la economía derivada del alza del dólar, de la desaparición del déficit federal y de la menor capacidad del res-

⁷ FOMC Minutes, 24 de septiembre de 1996, pp. 23-25, 30-31, web de la Reserva Federal; William A. Fleckenstein, *Greenspan's Bubbles. The Age of Ignorance at the Federal Reserve*, Nueva York, 2008, p. 135. El texto de Fleckenstein, que he utilizado abundantemente, ofrece una información muy detallada del desarrollo de la burbujonomía de Greenspan.

⁸ FOMC Minutes, 24 de septiembre de 1996, *ibid.*, pp. 30-31, web de la Reserva Federal.

⁹ FOMC Minutes, 13 de noviembre de 1996, *ibid.*, pp. 23-26, 35-37, web de la Reserva Federal.

to del mundo para impulsar su propia expansión, por no hablar de la estadounidense. Una vez abandonado el keynesianismo tradicional, tenía que encontrar una forma distinta de asegurar el aumento de la demanda. Aunque no lo manifestó explícitamente, era muy consciente de que, durante la década anterior, el gobierno japonés había puesto en práctica una nueva forma de estímulo económico. En 1985-1986, tras el Acuerdo del Plaza, Japón había afrontado una situación bastante parecida a la de Estados Unidos en 1995-1996. La rápida subida del yen había puesto fin bruscamente a la expansión centrada en la industria exportadora durante el quinquenio anterior: estaba ejerciendo una fuerte presión a la baja sobre los precios y los beneficios y estaba llevando a la economía a una recesión. Para contrarrestar el incipiente declive cíclico, el Banco de Japón redujo radicalmente los tipos de interés y se ocupó de que los bancos y otros agentes financieros canalizaran la avalancha resultante de crédito fácil hacia los mercados bursátil e inmobiliario. El histórico ascenso de las cotizaciones y del precio del suelo, durante la segunda mitad de la década, proporcionó el aumento de riqueza nominal, que se requería para que empresas y familias aumentaran su endeudamiento, la inversión y el consumo y mantuvieran la expansión de la economía. El resultado fue el gran *boom* –y la subsiguiente burbuja– que tuvo lugar en Japón durante el segundo quinquenio de la década de 1980.

Greenspan siguió el ejemplo japonés; al alentar en lugar de frenar la subida de las cotizaciones bursátiles, creó las condiciones para que familias y empresas pudieran endeudarse fácilmente, invertir en Bolsa y hacer subir más aún las cotizaciones. A medida que aumentaba el valor de mercado de las empresas, crecía igualmente su patrimonio neto y podían obtener dinero con gran facilidad –ya fuera a crédito con la mayor garantía representada por su acrecida valoración en el mercado de capitales o vendiendo sus acciones sobrevaloradas– y sobre esa base aumentar su inversión. Al inflarse el patrimonio neto de las familias ricas, podían reducir su ahorro, endeudarse más e incrementar su consumo. El gobierno estadounidense, en lugar de alentar el crecimiento mediante su propio endeudamiento y gasto deficitario –como en el keynesianismo tradicional–, iba así a estimular la expansión permitiendo a las empresas y familias ricas aumentar *su propio* endeudamiento y gasto deficitario haciéndolas más ricas (al menos sobre el papel) gracias a la especulación bursátil (lo que se podría llamar «keynesianismo del precio de los activos»). El «efecto riqueza» procedente del incremento de éstos iba así a fomentar una expansión que carecía notoriamente de su fundamento subyacente tradicional, esto es, la perspectiva de una tasa de ganancia suficiente sobre las inversiones. El programa de estímulos de Greenspan era un sueño hecho realidad para las empresas y los ricos, así como para los bancos y otras instituciones financieras, que difícilmente podían dejar de aprovechar aquella oportunidad para obtener grandes beneficios, dado el

compromiso implícito de la Reserva Federal de moderar los tipos de interés a corto plazo y reducirlos cuando fuera necesario para evitar que cayeran las cotizaciones bursátiles. Su puesta en práctica resulta incomprensible si no se tiene en cuenta el acelerado desplazamiento hacia la derecha que condujo a lo que se ha denominado acertadamente la Nueva Era Dorada pero, al inflar una impresionante burbuja del precio de los activos, estaba también propiciando su implosión.

Al igual que en Japón, el aliento de la Reserva Federal al mercado de valores indujo una subida de las cotizaciones de proporciones colosales que volvía a poner en escena el drama clásico de las burbujas a lo largo de la historia. La condición básica para su inflado era, como de costumbre, un acceso fácil al crédito barato, tanto a largo plazo –inicialmente proporcionado por las enormes compras de bonos del Tesoro estadounidense, por los gobiernos de Japón y Asia oriental, a raíz del Acuerdo del Plaza inverso–, como a corto plazo, suministrado y aparentemente garantizado por la Reserva Federal; al abaratarse tanto el crédito y hacerse tan fácil la obtención de créditos mediante activos crediticios, los bancos y otras instituciones financieras no pudieron resistir la tentación de abrir las esclusas y proporcionar fondos de forma prácticamente ilimitada. El aumento del endeudamiento posibilitó el de la inversión en acciones, lo que elevó su cotización y, con ella, la riqueza de las familias y la capitalización de mercado de las empresas. La consiguiente mengua de la proporción entre deuda y capital, tanto para los inversores en Bolsa, como para las empresas, hacía a ambos más dignos de crédito, al menos en apariencia. Los financieros pudieron así justificar –como han hecho repetidamente en tales situaciones a lo largo de la historia– la concesión de créditos para nuevas compras de activos financieros, así como instalaciones y equipo, lo que daba nuevo aliento a la especulación, a la subida de precios de los activos y, por supuesto, a nuevos préstamos, en una espiral al alza autoalimentada.

El resultado fue que a las empresas y a las familias ricas estadounidenses se les dio acceso a fondos prácticamente ilimitados en el mismo momento en que la rentabilidad de las empresas estaba dejando de aumentar y comenzando a disminuir –como consecuencia en gran medida del alza del dólar que contribuía a elevar las cotizaciones bursátiles–, y en el que la economía se veía amenazada por una recesión. Hasta entonces, desde la Segunda Guerra Mundial, las empresas habían dependido, casi por completo, de las ganancias obtenidas para financiar la compra de nuevas instalaciones y equipo, y contratar nuevos trabajadores, evitando el endeudamiento siempre que podían, excepto en momentos de recesión, y recurriendo raramente a emitir acciones para obtener dinero. Pero ahora, bien endeudándose para expandirse aun más en el caso de firmas de larga tradición, bien realizando ingentes emisiones de acciones en el caso de las nuevas estrellas recién aparecidas en el sector de la alta tecnología, durante la segunda mitad de la década de 1990, pu-

dieron financiar una oleada masiva de acumulación de capital, y acelerar la inversión y la creación de empleo, aun a pesar de la caída de la tasa de ganancia y en último término de los beneficios absolutos. Entretanto, el 20 por 100 más rico de las familias por sus ingresos, al que correspondía la mayor parte del aumento de riqueza nominal inducido por la subida las cotizaciones bursátiles, porque acaparaban el 90 por 100 de las acciones, protagonizó *por sí solo* un extraordinario aumento del consumo y, al mismo tiempo, una repentina y asombrosa reducción de la tasa de ahorro familiar que, entre 1950 y 1990, había mantenido un promedio del 10,5 por 100, y que nunca había caído por debajo del 7,3 por 100, pero que bajó del 8,9 por 100 en 1992 al -2,2 por 100 en 2000. ¿Para qué ahorrar, cuando el aumento de valor de tus propiedades ahorra por ti? En la historia del capitalismo ha sido muy habitual el surgimiento de burbujas bursátiles como expresión exuberante de una expansión económica impulsada por nuevas tecnologías, por un aumento más rápido de la productividad y por beneficios crecientes, en una especie de anticipación exagerada en los mercados de valores de las importantes ganancias en la economía real; pero en el caso del *boom* de la Nueva Economía a finales de la década de 1990, esa cadena causal se invirtió, produciéndose la expansión en la economía real como consecuencia directa de la burbuja bursátil y de su efecto riqueza, aun a pesar del menor rédito de las inversiones. Pronto iba a quedar en evidencia su dependencia de aquel arrebató histórico de especulación.

La acumulación basada en la especulación

Entre 1995 y 1997, Estados Unidos disfrutó de un breve periodo de calma antes de la tormenta, una especie de transición de la era de la recuperación de la rentabilidad desde la industria, a la expansión impulsada por el mercado de valores, antes de que se hiciera notar el efecto del alza del dólar, que siempre se retrasa un par de años. Por primera vez en varias décadas, la economía parecía estar funcionando a pleno rendimiento, cosechando los frutos del significativo aumento de la tasa de beneficio durante el decenio anterior, mientras comenzaba a disfrutar del efecto riqueza, debido a la rápida subida del precio de los activos. El PIB, la inversión, la productividad y las exportaciones estadounidenses crecieron de forma impresionante y el consiguiente aumento del consumo y las importaciones galvanizó durante un breve periodo al resto de la economía mundial. Europa occidental y Japón emergieron del abatimiento y por un momento pareció estar configurándose un *boom* global sincronizado.

Sin embargo, bajo la superficie, comenzó a manifestarse de nuevo el mismo juego de suma cero que había condicionado la trayectoria de la expansión a escala glo-

bal durante más de dos décadas con un trasfondo de desaceleración global, anunciando que aquel veranillo otoñal sería muy breve. Durante el largo declive iniciado hacia 1973, ninguna de las principales economías había conseguido mantener su rentabilidad y dinamismo con una moneda al alza, ni una aceleración económica sin que como contrapartida, declinara alguna otra; como se vio entonces, en ese aspecto fundamental nada había cambiado. La caída del yen y del marco parecían haber preparado la escena para nuevas recuperaciones impulsadas por la exportación en Japón y en Alemania pero, como reverso de la moneda, la meteórica subida del dólar y de las monedas vinculadas a él de Asia oriental socavaban la competitividad duramente alcanzada de la industria estadounidense y asiático-oriental, iniciando una reacción en cadena de crisis que pronto iban a afectar a toda la economía mundial, incluida la estadounidense.

Los países recién industrializados de Asia oriental y los tigrecitos del Sureste, liderados por Corea del Sur, se habían expandido considerablemente durante la primera mitad de la década de 1990, y no sólo gracias a su gran aumento de competitividad con respecto a sus rivales japoneses, resultante de la caída del tipo de cambio de sus monedas –vinculadas al dólar– con respecto al yen. La acumulación de capital, impulsada por la creciente tasa de beneficio, se había acelerado notablemente en toda la región, y poco después de la mitad de la década, la inversión anual de capital en ella era casi cuatro veces mayor que en 1990, exacerbando el exceso de capacidad industrial a escala global. Pero cuando, a partir de 1995, tras el Acuerdo del Plaza inverso, el dólar y las monedas a él vinculadas se dispararon sin previo aviso, lo hicieron igualmente los costes relativos de producción en esos países y, en consecuencia, la carga del exceso de capacidad mundial se desplazó desproporcionadamente sobre ellos, contrayendo la rentabilidad de los sectores industriales que habían propiciado su pujante dinamismo económico.

No obstante, al igual que en Estados Unidos, aunque la tasa de beneficio industrial dejó de subir, e incluso comenzó a caer en la mayor parte de Asia oriental, las cotizaciones bursátiles se dispararon en toda la región, impulsadas por la misma subida de las monedas locales que presionaba, a la baja, sobre la tasa de beneficio en la industria, y por el influjo desde el extranjero del mismo tipo de especulación que hacía subir la Bolsa en Estados Unidos, inflando en ella el mismo tipo de burbuja. Sin embargo, la creciente divergencia entre el declive de los beneficios derivados de la producción, y el aumento de los precios de los activos financieros registrados en la región, no podía mantenerse mucho tiempo. Desde principios de 1997, cuando disminuyeron sus exportaciones, una serie de importantes *chaebol* de Corea del Sur –los grandes conglomerados financiero-industriales que dominaban su economía– fueron a la quiebra, víctimas de la misma dependencia de la deuda que tanto los había favorecido durante la anterior fase de expansión. Los capitales huyeron de la re-

gión tan rápidamente como habían llegado, haciendo caer las monedas y el mercado de valores. Cuando los gobiernos elevaron los tipos de interés para contener la fuga de capitales, las instituciones financieras se hundieron y los sectores industrial y financiero de la región entraron en espirales a la baja mutuamente reforzadas.

La crisis de Asia oriental —que durante dos décadas había sido la única región realmente dinámica de la economía mundial— se agravó constantemente durante el siguiente año y medio, con efectos devastadores sobre todo el sistema. Mientras los principales sectores industriales de la región entraban en su peor declive, sus mercados de activos seguían desmoronándose, los capitales seguían huyendo y las monedas locales seguían desplomándose. Los saldos obligados de los productores de Asia oriental se multiplicaron y el precio de sus artículos se hundió, ejerciendo una enorme presión a la baja sobre los precios y beneficios en todo el planeta. Durante la década anterior, la economía japonesa, tambaleándose bajo el peso del alza del yen, había llevado a cabo una extraordinaria reorientación hacia las economías aparentemente imparables de Asia oriental. Las empresas exportadoras japonesas habían reorientado su capital y bienes intermedios hacia Corea del Sur y Taiwán, sus corporaciones transnacionales habían reubicado su producción en el sureste de Asia, y sus bancos habían invadido la región con créditos a las principales empresas; pero cuando ésta entró de repente en crisis, todos se vieron en graves dificultades. La incipiente recuperación japonesa se interrumpió casi inmediatamente y Japón volvió a caer en su larga recesión de la década de 1990, de la que sólo había conseguido salir por un momento. Durante el verano de 1998, la crisis se propagó a otros países menos desarrollados. A medida que la economía global frenaba su crecimiento, la demanda y el precio del petróleo cayeron y el gobierno ruso tuvo que suspender los pagos de su deuda. La economía brasileña que, como la mayoría de las de Asia oriental había mantenido su paridad con el dólar mientras éste subía meteoricamente, comenzó a desmoronarse poco después. La propia economía estadounidense, hasta entonces embarcada en un *boom* histórico pero muy inestable, tampoco podía permanecer inmune.

La caída de la competitividad debida al alza del dólar y exacerbada por la avalancha de artículos ultrabaratitos procedentes de Asia oriental, hundida en la crisis, destruyó rápidamente la apariencia de dinamismo productivo en Estados Unidos. En 1998, la tasa de aumento anual de las exportaciones de artículos estadounidenses, que había alcanzado la extraordinaria cifra del 13 por 100 en 1997, cayó hasta sólo un 0,6 por 100, por lo que los productores se pusieron muy nerviosos. Ya durante el último trimestre de 1997, los beneficios empresariales (deducidos los intereses) habían comenzado a disminuir en términos absolutos, y en el verano de 1998 ya eran alrededor del 15 por 100 inferiores al máximo del año anterior. En consonancia con esto el índice S&P500, que se había duplicado entre finales de 1995 y ju-

lio de 1998, cayó un 20 por 100 en menos de dos meses, destruyendo una porción sustancial del aumento de la riqueza de las empresas y las familias, la cual había impulsado la economía. En septiembre comenzó a perfilarse en el horizonte la amenaza de una grave crisis financiera al abrirse bruscamente las tijeras entre los tipos de interés y sufrir enormes pérdidas los bancos y *hedge funds*, en particular el gigantesco Long Term Credit Management (LTCM), que pronto se vio obligado a confesar a las autoridades que estaba a punto de quebrar; el sistema financiero internacional, que experimentó la peor crisis desde la Segunda Guerra Mundial hasta aquel momento, parecía a punto de hundirse. El desplome de los beneficios en la economía real, y la inversión del efecto riqueza del mercado de valores, anunciaban una grave recesión o quizás algo peor.

Lo que sucedió a continuación y durante el siguiente año y medio mostró espectacular y definitivamente hasta qué punto una economía real, cada vez más débil, dependía de oleadas de especulación desbocada, deliberadamente alentadas por las autoridades económicas estadounidenses. La Reserva Federal de Nueva York, con la ayuda de los principales bancos del país, organizó rápidamente y con éxito el rescate del LTCM y Greenspan, y sus colegas decidieron, como se recordará, tres reducciones sucesivas de los tipos de interés. Cuando menos de un año después, en octubre-noviembre de 1999, la combinación del temor a la inflación y los modestos aumentos de tipos de la Reserva Federal hicieron perder fuelle a la Bolsa, Greenspan no vaciló en acudir otra vez al rescate de los inversores. Con la excusa de un posible colapso de las redes informáticas internacionales, con ocasión del cambio de milenio, inyectó suficiente liquidez en el sistema bancario como para provocar una reducción asombrosamente rápida del tipo de los fondos federales —del 5,5 por 100 a menos del 4 por 100 en cuestión de semanas—, allanando el camino a la última y mayor escalada bursátil de la década, al tiempo que la Reserva Federal, para asegurar los efectos de su intervención en el mercado del crédito, también indujo a las firmas hipotecarias, con respaldo estatal Fannie Mae y Freddie Mac, a prestar fondos adicionales sin precedentes a los solicitantes de crédito, hasta un total de 600 millardos de dólares durante los años 1998-1999. Su propio endeudamiento para llevar a cabo esas operaciones equivalía a más del 30 por 100 del total negociado en los mercados financieros durante aquel bienio. Ed Yardeni, director de inversiones de Deutsche Bank Securities, resumía la opinión general del mercado cuando aseguraba, poco después, que «los inversores están preocupados por la posibilidad de un brusco aterrizaje, pero yo estoy tranquilo porque creo que la Reserva Federal está de nuestra parte»¹⁰.

¹⁰ P. Despeignes, «"Greenspan Put" Could Be Encouraging Complacency», *Financial Times*, 8 de diciembre de 2000.

A la vista de aquel poderoso y patente apoyo al mercado de valores –y la garantía implícita que había tras él–, nadie podía sorprenderse de que las cotizaciones bursátiles subieran como no lo habían hecho desde la década de 1920, cortando amarras con la evolución de la economía real y su crecimiento y rentabilidad reales. Durante el breve periodo comprendido entre las reducciones de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal en otoño de 1998, y la primavera de 2000, el índice S&P500 recuperó el nivel que había perdido desde el verano anterior y subió otro 30 por 100, alcanzando una ratio precio/ganancia de 35:1: la más alta de toda la historia de Estados Unidos. En el primer trimestre de 2000, el valor total de los títulos de las empresas no financieras estadounidenses –su capitalización de mercado– había alcanzado 15,6 billones de dólares, más del triple de los 4,8 billones de 1994, de forma que en aquel breve intervalo de seis años, pese a que sus beneficios después de impuestos (deducidos intereses) sólo habían aumentado un 41,2 por 100, la proporción entre la capitalización de mercado, y el PIB de las empresas no financieras, subió de 1,3:1 a 3:1 –más del 75 por 100 por encima del nivel máximo anteriormente alcanzado desde la Segunda Guerra Mundial (1,7:1 en 1968)–; mientras que había costado catorce años, desde 1980 hasta 1994, para que la proporción entre la capitalización de mercado y el PIB de las empresas no financieras creciera del 0,9:1 al 1,3:1, pese a que sus beneficios hubieran aumentado un 160 por 100 durante aquel periodo. Sin embargo, en opinión de Greenspan, no había razones para asegurar que aquella subida histórica de las cotizaciones bursátiles constituyera una burbuja. Como declaró repetidamente, al menos en público, «pronosticar una burbuja por adelantado supone juzgar que cientos de miles de inversores bien informados se equivocan completamente. Apostar contra los mercados suele ser bastante aventurado, por no decir insensato»¹¹. Por supuesto, en privado decía otras cosas. Como sabemos por las transcripciones del Federal Open Market Committee, Greenspan había calificado ya aquella subida frenética de la Bolsa como una burbuja más de dos años y medio antes, cuando todavía no era más que un embrión de lo que acabaría siendo.

Contradicciones de la burbujonomía

Como para disipar cualquier duda que les pudiera quedar a los inversores, Greenspan y el Consejo de Asesores Económicos de Clinton no vacilaron en ofrecer una

¹¹ «Testimony of Chairman Alan Greenspan Before the Joint Economic Committee», Congreso de los Estados Unidos de América, 17 de junio de 1999, web de la Reserva Federal.

prolija argumentación justificativa del alza de la Bolsa y el *boom* de la Nueva Economía¹². En su opinión, los mercados financieros sin trabas de la economía estadounidense –y en particular el papel clave desempeñado por el mercado de valores estadounidense en la asignación de capital– la hacían insólitamente capaz de incorporar avances técnicos y de experimentar así un rápido crecimiento. Era la capacidad del mercado de valores de incubar una revolución tecnológica la que estaba permitiendo a Estados Unidos salir de dos décadas de estancamiento, y alcanzar un *boom* sin precedentes, a diferencia de sus rivales, todavía estancados de Europa continental y Japón, y lastrados por sus subdesarrollados sistemas financieros. Según esa concepción, las cotizaciones subían porque el mercado de valores era capaz de anticipar los beneficios que la creciente productividad de la Nueva Economía iba sin duda a generar. La premisa básica era, por supuesto, que «los mercados saben lo que hacen mejor que nadie», y que los mercados bursátiles podían seleccionar las empresas más prometedoras, que en aquel momento se hallaban en su mayoría en el sector de la tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones. Gracias a la subida de sus cotizaciones bursátiles, tales empresas podían así financiar una acumulación acelerada de capital aun antes de obtener beneficios reales, emitiendo títulos de alto precio o endudándose con la enorme garantía que suponía su creciente valor de mercado. Los prestamistas y gestores de fondos suministrarían los recursos de tesorería precisos, con el fin de no perder las extraordinarias oportunidades de beneficio que supuestamente representaban esas empresas. El resultado, según esa explicación, era un dinámico *boom* de la inversión que facilitaba un acelerado aumento de la productividad, que a su vez acrecentaría cada vez más los beneficios, las cotizaciones de las acciones, la inversión y así sucesivamente; lo que Greenspan calificaba como un «círculo virtuoso» de crecimiento.

En realidad, los procesos económicos que se estaban desarrollando entonces iban en dirección casi opuesta a la postulada por los teóricos del mercado libre de capitales y la Nueva Economía. Greenspan afirmó repetidamente que, como respuesta a la revolución tecnológica que estaba teniendo lugar, «las *expectativas* de mayores ganancias a largo plazo pronosticadas por las agencias de calificación han experimentado una continua revisión al alza desde 1995 [...] lo que, a su vez, ha propulsado aun más el precio de las acciones». Pero en realidad, lejos de anunciar una nueva era de beneficios cada vez más altos en la economía real, el histórico despegue en vertical del mercado de valores produjo un extravío igualmente histórico de la inversión de capital. En lugar de elevarse sobre las alas de una revolución de la

¹² Véanse las numerosas conferencias e informes al Congreso de Greenspan entre 1998 y 2000, así como el del Consejo de Asesores Económicos, *Economic Report to the President 2001*, Washington DC, que se publicó a principios de 2001.

productividad, la rentabilidad cayó bruscamente a partir de 1997, presionada a la baja por la precipitada caída del dólar, el agravamiento del exceso de capacidad global en la industria, y la subida de los salarios reales, que finalmente comenzaron a crecer tras décadas de estancamiento o declive. Entre 1997 y 2000 los beneficios de las empresas después de impuestos (deducidos los intereses) *cayeron* en términos absolutos un 26 por 100; pero eso no evitó que las cotizaciones de sus títulos subieran meteóricamente e impulsaran, por vía del efecto riqueza, la mayor oleada de acumulación de capital desde la larga expansión de posguerra. De hecho, la contribución de la inversión al aumento del PIB entre 1995 y 2000 fue mayor que en cualquier otro quinquenio desde 1945, y permitió a la economía crecer más rápidamente que en cualquier otro quinquenio desde 1973.

La burbuja bursátil generó no sólo un enorme exceso de inversión global, sino también un asombroso extravío de la asignación de capital a los diversos sectores de producción. Como era de esperar, la cotización en Bolsa de las empresas *no pertenecientes* al sector de la tecnología de la información permaneció prácticamente estancada durante la fase final de aquel frenesí, desde el otoño de 1998, hasta la primavera de 2000, de forma que la mayor parte de la burbuja se produjo –como a nadie podía sorprender, a la vista de las entusiastas proclamaciones ideológicas sobre la Nueva Economía de los funcionarios económicos del gobierno y los publicistas de Wall Street– en el llamado sector de la tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones, donde las cotizaciones se elevaron por encima de los beneficios de una forma insólita; en particular, por supuesto, las de las empresas de la Nueva Economía inscritas en el índice NASDAQ, que subió más del 250 por 100 entre finales de noviembre de 1998 y marzo de 2000. En el primer trimestre de ese año, el ratio precio-ganancia de las empresas del NASDAQ alcanzó el absurdo nivel de 400:1. Como consecuencia, se produjo un gigantesco aporte de capital a las empresas de la Nueva Economía; el sector de la tecnología de la información, que aportaba sólo el 8 por 100 del PIB, supuso más de *una tercera parte* de su aumento entre 1995 y 2000, con un crecimiento verdaderamente excepcional de las telecomunicaciones y de las empresas que fabricaban sus componentes. Aun suponiendo como mucho el 3 por 100 del PIB, ese subsector representaba en 2000 más de la cuarta parte del aumento de la inversión en equipo y *software* en toda la economía.

Al propulsar la economía estadounidense hasta alturas desconocidas desde la expansión de 1945-1970, la burbuja *high-tech* de 1998-2000, y el consiguiente *boom* de la inversión en ese sector, pusieron fin de forma asombrosamente rápida a la crisis global de 1997-1998, dando lugar, efímeramente, a un nuevo *boom* global impulsado por las exportaciones. Mientras el dólar seguía subiendo –no sólo frente a las monedas en crisis de Asia oriental–, las compras brutas estadounidenses superaban a la producción interna bruta en una proporción cada vez mayor, y las importaciones de artículos

extranjeros crecían para cubrir el hueco, con una tasa media anual superior al 12 por 100 (en términos reales), elevando hasta la estratosfera las exportaciones mundiales. El aumento de las exportaciones estadounidenses, en cambio, se retraía por la debilidad de la economía del resto de países y su dependencia del mercado estadounidense. Entre 1997 y 2000, el déficit comercial industrial de Estados Unidos se multiplicó por 3,5, alcanzando nuevos records cada año, y fue el principal responsable de la triplicación del déficit estadounidense por cuenta corriente en ese mismo intervalo. Al dispararse la demanda estadounidense de instalaciones, maquinaria y equipo en general, y más específicamente de la relacionada con la tecnología de la información, los productores de Asia oriental experimentaron una mudanza asombrosa, saliendo de las profundidades de la peor depresión de su historia, para experimentar un nuevo milagro exportador en sólo dos años. En 2000, gracias a la burbuja bursátil estadounidense, hasta Japón salía de su abatimiento, enviando enormes cantidades de artículos de alta y media tecnología tanto a Estados Unidos como a Asia oriental; Europa occidental y América Latina se incorporaron también a la expansión. Como resumía sentenciosamente el anterior presidente de la Reserva Federal Paul Volcker, «el destino de la economía mundial depende ahora totalmente del crecimiento de la economía estadounidense, que a su vez depende del mercado de valores basado en unas cincuenta empresas, la mitad de las cuales no han registrado nunca ninguna ganancia»¹³.

El talón de aquiles de la nueva economía: la tasa de beneficio

Al igual que en Japón a finales de la década de 1980 y principios de la de 1990, las contradicciones inherentes a la burbuja estadounidense no se pudieron disimular durante mucho tiempo, ya que el mismo mecanismo que inflaba la burbuja bursátil, y con ella el *boom* de la Nueva Economía, también presionaba a la baja sobre la tasa de beneficio que se podía alcanzar invirtiendo en instalaciones, equipo y *software*. La histórica subida de los precios de las acciones en Estados Unidos atrajo una avalancha de dinero desde el extranjero que, de hecho, rompía todos los records. A finales de la década, las descomunales compras de activos financieros estadounidenses por inversores extranjeros desempeñaron un papel indispensable en la prolongación del alza histórica del mercado bursátil y de la vida de la burbuja, ampliando de forma espectacular el aumento de las inversiones y el consumo en Estados Unidos. El gobierno japonés y otros gobiernos de Asia oriental habían creado en 1995-1996 las condiciones iniciales para el inflado de la burbuja con sus enormes

¹³ Citado en David W. Teece, «Increasing Signs of Systemic Stress», *Prudent Bear*, 21 de mayo de 1999.

compras de activos denominados en dólares –en particular bonos del Tesoro–, lo que no sólo hacía subir el dólar y facilitaba sus propias exportaciones industriales, sino que contribuía poderosamente a reducir el coste del endeudamiento en Estados Unidos. Con el inicio de la crisis en Asia oriental en 1997-1998, sus gobiernos se habían visto obligados a cambiar de dirección y liquidar sus propiedades en dólares en un esfuerzo por sostener sus monedas, pero los inversores privados del resto del mundo se precipitaron a cubrir con creces aquel hueco. Durante el primer semestre de 2000, los inversores extranjeros realizaron más del 52 por 100 de las compras totales netas de activos de las empresas no financieras estadounidenses –cuando la cifra había sido del 25,5 por 100 en 1999 y del 8 por 100 en 1998–, y el 44 por 100 de las compras totales de bonos empresariales, desde un 33 por 100 en 1999 y un 20 por 100 en 1998. Difícilmente podría haber sido más evidente la dependencia de la burbuja del precio de los activos y el *boom* estadounidenses, así como de la incipiente expansión global, con respecto a esas compras de activos financieros de Estados Unidos desde el extranjero. En efecto, mediante esas compras, los inversores extranjeros estaban cubriendo el descomunal déficit por cuenta corriente estadounidense, manteniendo el alza del dólar y evitando el aumento de los tipos de interés a largo plazo mientras se prolongaba el *boom*, de forma que la demanda interna en Estados Unidos podía seguir creciendo y tirando de sus propias exportaciones. Pero al espolear el impetuoso ascenso del dólar y, con él, el aumento de las importaciones estadounidenses, también estaban deprimiendo aun más su competitividad, presionando a la baja sobre los beneficios en Estados Unidos y sembrando la semilla de la destrucción de la expansión global.

Los extraordinarios niveles de inversión en instalaciones, equipo y *software* dieron lugar a una importante aceleración de la productividad, en particular en la industria, donde la producción por hora aumentó mucho más rápidamente que en cualquier otro período similar desde la Segunda Guerra Mundial, lo que por supuesto tendía a elevar la tasa de beneficio; pero también exacerbaron, dado el fácil acceso al crédito –muy por encima de las expectativas de beneficio–, el exceso de capacidad industrial, concentrándose obsesivamente en el sector de la alta tecnología y, en particular, de la tecnología de la información. Entre 1995 y 2000, la capacidad industrial en ese subsector se quintuplicó, suponiendo de por sí aproximadamente la mitad de la cuadruplicación de la capacidad industrial global, que también rompía todos los récords. Como consecuencia, el aumento de rentabilidad derivado de la mayor productividad se vio contrarrestado por la disminución proveniente del creciente exceso de oferta, tal como había sucedido en Japón durante su burbuja entre 1985 y 1991.

Entretanto, el agravamiento de la crisis en Asia oriental, inicialmente desencadenada por la misma revaluación monetaria que causaba estragos en Estados Unidos,

obligó a los gobiernos de la región a abandonar su vinculación al dólar y a permitir grandes devaluaciones de sus monedas en relación con éste, lo que aumentó la competitividad internacional de las empresas industriales ubicadas en aquellos países, y las impulsó a acelerar el uso de las plantas y equipo ya pagados e instalados para aumentar sus ventas en general, y sus exportaciones en particular, en un esfuerzo por compensar los declinantes márgenes comerciales. Esto dio lugar a una nueva caída de los precios y sometió a los productores estadounidenses a una mayor presión a la baja sobre los beneficios, la cual se intensificó aun más cuando el aterrador declive global de 1997-1998 se convirtió pronto en el *boom* impulsado por la burbuja en 1999-2000. Durante este último año, la producción y las exportaciones industriales a escala mundial, impulsadas por el endeudamiento estadounidense y el alza del dólar, crecieron un 6,4 y un 12 por 100 respectivamente –los mayores aumentos en ambos casos desde 1973–, excediendo con mucho el aumento de la demanda en el conjunto del sistema, y los precios de las exportaciones industriales mundiales *cayeron* más rápidamente que en cualquier otro momento desde la Segunda Guerra Mundial, con excepción de 1993.

Como consecuencia del rápido aumento de oferta industrial global, la utilización de la capacidad en la industria estadounidense *cayó* bruscamente durante los últimos años del milenio, mientras que los precios industriales disminuían aun más rápidamente que el coste laboral unitario, pese al aumento sin precedentes de la productividad industrial. Entre 1997 y 2000 la tasa de beneficio en el sector industrial disminuyó un 25 por 100. Como consecuencia de la histórica oleada de inversión extraviada –en particular en el sector de la alta tecnología– inducida por la burbuja, la subsiguiente carnicería fue mucho mayor en las empresas de información-comunicación-tecnología –ubicadas en parte dentro del sector industrial y en parte fuera–, mostrando que las declaraciones de Alan Greenspan sobre el milagro de la alta tecnología y los beneficios, cada vez mayores, en el sector no eran sino una fantasía cuando su tasa de ganancia se desplomó, cayendo del 22 por 100 en 1997 al 4,6 por 100 en 2000¹⁴.

Entretanto, grandes sectores de la economía, protegidos frente a la competencia internacional, progresaban beneficiándose de las mismas fuerzas que llevaban la crisis a la industria y a otros sectores que producían artículos transables. Esa divergencia se

¹⁴ Paul Lally *et al.*, «Returns for Domestic Nonfinancial Business». *Survey of Current Business*, mayo de 2008, p. 20, cuadro 1. El sector de la información-comunicación-tecnología consiste en productos informáticos y electrónicos, publicaciones (incluido el *software*), servicios informáticos y de procesamiento de datos, diseño de ordenadores y otros servicios relacionados; mientras que la fabricación de ordenadores y productos electrónicos forma parte de la industria, el resto se incluye en el sector servicios.

iba a hacer cada vez más marcada a medida que aumentaba la dependencia de la economía con respecto a la burbuja bursátil. A los sectores capaces de aprovechar el creciente endeudamiento y el consumo de las familias impulsado por la burbuja y/o el abaratamiento de las importaciones debido al alza del dólar les fue particularmente bien, valiéndose del fácil acceso al crédito para aumentar su gasto en nuevas instalaciones, equipo y *software*, así como para contratar nuevos trabajadores. La construcción en particular, a lomos del histórico aumento de la demanda de viviendas, inició un largo *boom* que iba a durar toda una década y su tasa de beneficio superó todos los récords anteriores en el sector. El comercio minorista explotó el alza del dólar, el aumento desbocado del gasto de los consumidores y el creciente abaratamiento de las importaciones, especialmente desde Asia oriental, para independizarse de la suerte de la industria interna y realizar un impresionante aumento de su productividad, así como de su tasa de beneficio. También prosperó el sector hotelero y el de la restauración, otro de los centrados en el consumo, mientras que el de los servicios sanitarios, cada vez más privatizado, registró un crecimiento continuo, quintuplicando sus beneficios desde finales de la década de 1980 a comienzos de la de 2000.

Entre 1995 y 2000, el conjunto del sector no industrial vio aumentar notablemente su PIB y su *stock* de capital, llegando a igualar o superar su rendimiento durante la larga expansión de posguerra, y mejorando también notablemente su productividad; pero el mismo aumento de la demanda, impulsado por la burbuja que estaba en último término tras la prosperidad del sector, también imponía determinados límites a su dinamismo. La expansión económica, que se remontaba a la primavera de 1991, se prolongó asombrosamente durante todo un decenio, con lo que la retribución real (salario más complementos) de los trabajadores del sector privado, estancada hasta entonces, creció repentinamente a una tasa media anual del 3,0 por 100, contrayendo los beneficios en toda la economía, pero especialmente fuera de la industria, donde el aumento de productividad, aunque ligeramente mayor que hasta 1995, seguía siendo demasiado lento. Entre 1997 y 2000, la rentabilidad en el sector no industrial y no agropecuario cayó un 20 por 100. Dada la vida inevitablemente corta de la burbuja bursátil, la expansión de la década de 1990 no iba a durar mucho en ese sector.

Burbujonomía II

Desde marzo de 2001, una serie de desastrosos informes de beneficios empresariales desencadenó una larga y profunda caída de la Bolsa que redujo los índices S&P 500 y NASDAQ un 185 y un 400 por 100 respectivamente. El crac bursátil privó a la economía de un motor que se había hecho cada vez más indispensable

para su expansión desde 1995-1997: el efecto riqueza provocado por el incremento del valor de los activos. Cuando ese efecto riqueza se convirtió en su opuesto, sin que ningún otro motor pudiera reemplazarlo, la economía entró en caída libre. Las empresas, enfrentadas al hundimiento de sus excedentes, no podían hacer otra cosa que reducir su inversión y empleo; para aminorar costes y restaurar su tasa de beneficio, trataron de reducir los salarios y obtener más trabajo por la misma paga. El consiguiente golpe a la demanda global indujo nuevos recortes que seguían socavando la rentabilidad en la clásica espiral recesiva a la baja. Entre el 1 de julio de 2000 y el 30 de junio de 2001, el aumento del PIB, de inversión y de la retribución real agregada (retribución real por empleado, incluidas contribuciones sociales, multiplicada por el número de trabajadores), se hicieron negativos, cayendo más rápidamente que en cualquier periodo anual anterior desde la Segunda Guerra Mundial. En 2000, el aumento de las exportaciones reales de bienes y servicios había alcanzado un impresionante 8,7 por 100, pero se desplomó más de catorce puntos, al -5,4 por 100, en 2001.

La caída de la rentabilidad se produjo evidentemente sobre todo en la industria y especialmente en la alta tecnología, donde se habían concentrado la burbuja bursátil y el aumento de la inversión. Tan sólo en 2001, el PIB real en la industria, que había crecido un 4,7 por 100 en 2000, disminuyó un exorbitante 6 por 100, la utilización de la capacidad un 7,1 por 100 y el empleo en términos de horas trabajadas un 5,4 por 100, de forma que, durante aquel año, la tasa de beneficio en el conjunto del sector industrial cayó un 21,3 por 100, hasta un nivel más de un tercio inferior al de su máximo de 1997; mientras que el de la fabricación de bienes duraderos, donde se concentraban las principales empresas de la alta tecnología y de los sectores expuestos a la competencia internacional, cayó un 30 por 100 en 2001 y un descomunal 46 por 100 desde 1997. Entre 1997 y 2001, mientras el endeudamiento empresarial se disparaba, la proporción de los beneficios netos en la industria dedicada a pagar intereses (netos) subió del 19 al 40,5 por 100, cifra récord desde la Segunda Guerra Mundial. En parte como consecuencia, en 2001 los beneficios en la industria tras el pago de intereses habían caído en total un 44,4 por 100 desde su máximo de 1997.

Sectores industriales tradicionales como los de la ropa, el textil y la siderurgia se vieron duramente golpeados y lo mismo sucedió con sectores no industriales relacionados con ellos como los servicios empresariales. Pero los que más sufrieron fueron los de la alta tecnología –microprocesadores, ordenadores y componentes de las telecomunicaciones, así como las propias telecomunicaciones, evidentemente– al colapsar de repente la posibilidad de hacer uso de la enorme capacidad de producción acumulada durante el quinquenio anterior. Entre 1990 y 2000, la utilización de la capacidad en ordenadores, equipos de comunicaciones y semiconductores había alcanzado el 85,9 por 100; en 2001-2002 disminuyó hasta el 59,7 por 100. La extraor-

dinaria profundidad de la crisis en la alta tecnología quedó patente en un análisis de las 4.200 empresas incluidas en el índice NASDAQ, donde se concentraba la Nueva Economía. Las pérdidas de esas empresas durante los doce meses posteriores al 1 de julio de 2000 totalizaron 148,3 millardos de dólares, esto es, un poco más de los 145 millardos de dólares de beneficios obtenidos durante todo el quinquenio de *boom* de 1995 a 2000. Como resumió sarcásticamente un economista, «eso significa que, visto retrospectivamente, el final de la década de 1990 no existió»¹⁵; y lo mismo cabe decir del *boom* de la Nueva Economía.

El subsiguiente colapso del mercado de última instancia estadounidense se propagó rápidamente al resto del mundo. Entre 2000 y 2001, el aumento del gasto real individual en consumo se redujo a la mitad en Estados Unidos, dando lugar a una caída del aumento de las importaciones reales del 13,1 por 100 en 2000 al -2,7 por 100 en 2001. El aumento de las exportaciones mundiales sufrió una caída paralela, del 10,6 por 100 en 2000 al -0,4 por 100 en 2001, lo que suponía una disminución del 11 por 100 en un solo año y mostraba claramente la dependencia del resto del mundo con respecto a la demanda estadounidense. El sistema parecía abocado a una profunda recesión.

Para tratar de contener la marea, la Reserva Federal redujo el coste del endeudamiento a corto plazo desde enero de 2001 con una rapidez sin precedentes, llegando a reducir el tipo de interés de los fondos federales 5,5 puntos porcentuales, del 6,5 por 100 al 1 por 100, en dos años y medio. Sin embargo, como se iba a demostrar palmariamente, esa medida macroeconómica estándar no podía devolver la salud a la economía real. Las repetidas reducciones de los tipos de interés decididas por Greenspan, destinadas a combatir un problema cíclico de demanda insuficiente precipitado por las anteriores restricciones para frenar la inflación —y basadas en las mismas premisas—, difícilmente podían resolver el problema estructural del enorme exceso de capacidad productiva que lastraba la tasa de beneficio. Las empresas, dotadas de medios de producción excesivos y pesadamente cargadas de deudas, no se sentían incentivadas a endeudarse más aun para aumentar la inversión y el empleo por mucho que redujera la Reserva Federal el precio del dinero y sí, por el contrario, a disminuir la acumulación de capital y los costes mediante la reducción de empleo, plantas y maquinaria, aprovechando la caída de los tipos de interés para saldar parte de sus deudas, que es exactamente lo que hicieron. Para que las facilidades de crédito pudieran catalizar un crecimiento autosostenido, era necesario restaurar antes las expectativas de negocio en la economía real restableciendo su rentabilidad, especialmente purgando el exceso de capacidad global en la industria.

¹⁵ «Nasdaq Companies' Losses Erase 5 Years of Profits», *The Wall Street Journal*, 16 de agosto de 2001.

Pero si los canales por los que la Reserva Federal podía impulsar directamente la economía estaban en gran medida cegados, los canales por los que el estímulo monetario podía tener un efecto indirecto todavía seguían abiertos de par en par, y si bien las empresas no financieras no hicieron uso en general de la mayor liquidez aportada por la Reserva Federal, al reducir el coste del endeudamiento a corto plazo, ésta proporcionó nuevo combustible al mercado de activos. Evidentemente, al caer la Bolsa, la disminución de los tipos de interés a corto plazo difícilmente podía desencadenar un nuevo repunte cíclico mediante un nuevo ciclo alcista de las cotizaciones, el endeudamiento y el gasto de las empresas y hogares, como había hecho durante la década de 1990; pero sí podía realizar algo muy parecido generando nuevas burbujas en *otros sectores* de la economía más sensibles al tipo de interés, en concreto la vivienda y a la inversión apalancada en bonos de todo tipo. Fue la interacción entre las gigantescas burbujas inmobiliaria y crediticia, posibilitadas por una nueva ronda de endeudamiento desmesurado de los hogares y del sector financiero, la que impulsó la siguiente ronda de expansión, que suponía la reedición de la burbuja.

Aun así, las repetidas reducciones de los tipos de interés a corto plazo por parte de la Reserva Federal no pudieron asegurar por sí mismas una recuperación mediante una nueva ronda de keynesianismo de los precios de los activos, centrada en el mercado de la vivienda, al no afectar directamente al tipo de interés hipotecario a treinta años vigente en el mercado inmobiliario estadounidense. Los cambios en este último estaban determinados por los de los tipos de interés a largo plazo, que a su vez dependían de la oferta y la demanda de crédito, en el conjunto de la economía mundial, sobre las que la Reserva Federal podía influir pero no disponer a su antojo. Lo que de hecho sentó los cimientos para el nuevo repunte cíclico fue el gran declive del coste del endeudamiento *a largo plazo*. Desde 1995, el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años cayó casi constantemente y, para sorpresa de muchos, siguió haciéndolo durante la mayor parte de la subsiguiente expansión, hasta 2005, bajando en ese intervalo del 7,09 al 4,29 por 100 en términos nominales y del 4,49 al 0,89 por 100 términos reales (ajustados por el índice de precios al consumo). ¿Cómo se puede explicar esta extraordinaria caída?

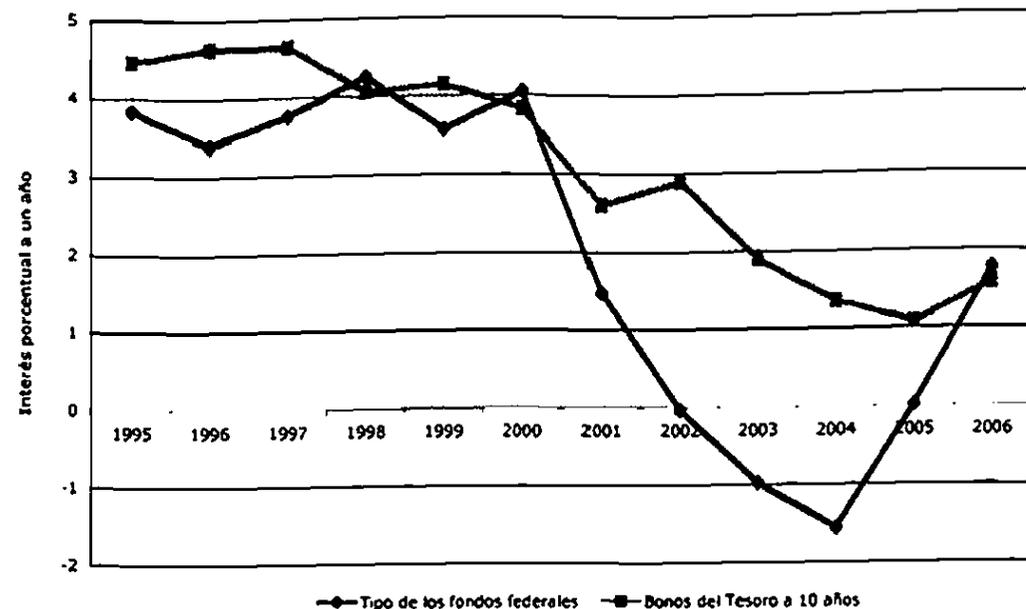
El rescate de la economía se vio posibilitado, en último término, por su propia debilidad. Entre 1973 y finales de la década de 1990, como parte de la misma deceleración prolongada a escala sistémica, la tasa de inversión (inversión/PIB) a escala global disminuyó continuamente. La demanda de crédito de las empresas, al menguar su acumulación de capital, cayó en la misma medida, reduciendo la presión sobre los tipos de interés a largo plazo. Las crisis mundiales de 1997-1998 y 2000-2002 acentuaron bruscamente la tendencia al ocasionar un nuevo frenazo a escala sistémica en la acumulación de capital (instalaciones, equipo y *software*), y la contra-

tación de nuevos trabajadores, que socavó aún más la demanda de crédito. Durante el subsiguiente ciclo económico de 2001 a 2007, la tasa de aumento de la inversión –y más en general del crecimiento– en las economías avanzadas, incluidos los países recién industrializados y los tigrecitos de Asia oriental, fue la más baja desde 1945. Durante ese mismo intervalo, mientras el déficit por cuenta corriente estadounidense alcanzaba nuevos récords año tras año, y el déficit del presupuesto federal volvía, a subir meteóricamente, los gobiernos de Asia oriental realizaron compras cada vez mayores de activos, denominados en dólares, con la finalidad de mantener bajo el tipo de cambio de sus monedas, y reducir el coste del endeudamiento en Estados Unidos, para acrecentar su propia competitividad, y subvencionar la demanda de sus exportaciones, de forma que la oferta global de crédito siguió aumentando, abaratando el coste del endeudamiento. Los presidentes de la Junta de la Reserva Federal Alan Greenspan y Ben Bernanke consideraban un «enigma» la inesperada contención de los tipos de interés a largo plazo y, para explicarla, enunciaron la teoría de una «superabundancia del ahorro a escala mundial», originada principalmente en Asia oriental. Interpretaron así el creciente endeudamiento y consumo estadounidense en términos de una parquedad peculiar –por no decir irracional– del consumo en Asia oriental, que obligaba a los gobernantes estadounidenses a mantener bajos los tipos de interés en su país con el fin de mantener la reflación de la debilitada economía estadounidense: «Asia oriental nos lo impone.» Sin embargo, el supuesto enigma y su resolución son ficticios. No había una tendencia global a ahorrar, sino una menor tendencia a invertir en casi todo el mundo excepto China¹⁶. Fueron, de hecho, la agravación del largo declive económico en los países capitalistas avanzados, y el impulso de los Estados de Asia oriental a su forma de desarrollo peculiar basada en las exportaciones, los factores que provocaron la continua reducción hasta 2005-2006 de los tipos de interés reales a largo plazo que posibilitó la recuperación estadounidense y global.

La subida del precio de la vivienda no tenía precedentes; desde la Segunda Guerra Mundial, tanto durante la larga expansión como durante el largo declive, había permanecido esencialmente *constante en términos reales*, creciendo a la misma tasa que los precios en general, esto es, la tasa de inflación; también había seguido de cerca, lógicamente, la tendencia de los alquileres, ya que está sometido a los mismos vaivenes de oferta y demanda al no ser otra cosa que rentas capitalizadas. Pero desde mediados de la década de 1990 el precio de la vivienda comenzó repentinamente a subir muy por encima del nivel general de precios y de los alquileres, y se aceleró aun más a partir de 1997-1998. La causa fundamental era el enorme aumento de la riqueza nominal y de la

¹⁶ FMI, «Global Imbalances: A Saving and Investment Perspectives», cit., pp. 92-95, figuras 2.1, 2.2, 2.4.

Figura 3. Tipos de interés reales a largo y corto plazo en Estados Unidos, 1995-2006.

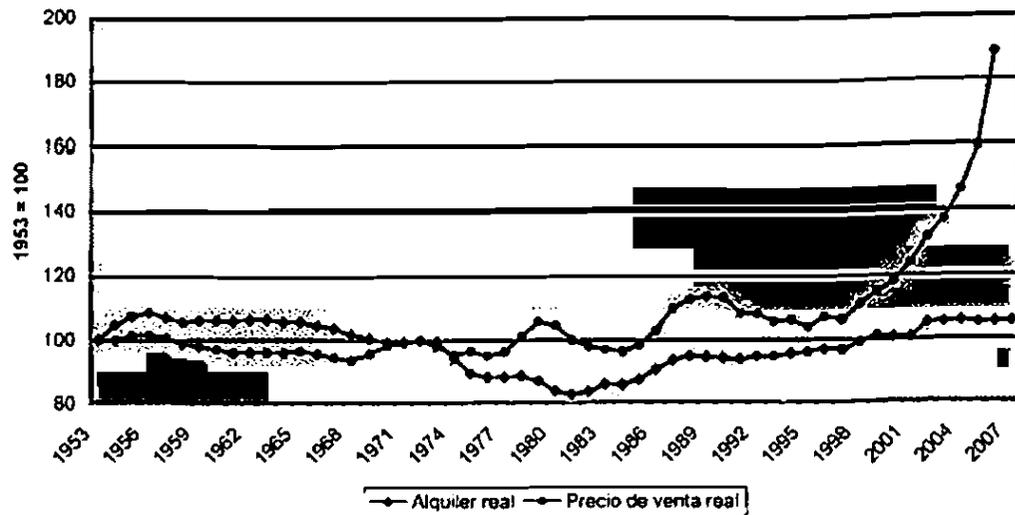


Fuente: FRB, *Statistical Release H.15 Selected Interest Rates*.

capacidad de compra de las familias más acomodadas, derivado de la burbuja bursátil, que las incitaba a comprar nuevas residencias. La enorme ampliación del crédito hipotecario por las sociedades paraestatales Fannie Mae y Freddie Mac a finales de la década contribuyó seguramente a mantener la tendencia; pero su fundamento primordial, a largo plazo, fue un continuo y profundo declive de los tipos de interés hipotecarios nominales y reales (a largo plazo), como consecuencia directa de la caída más general del coste real del endeudamiento a largo plazo. De hecho, la burbuja inmobiliaria se infló al tiempo que se desinflaba la burbuja bursátil –fenómeno tanto más extraordinario y paradójico al tener lugar, por primera vez desde que se recuerde, en un momento en que, no sólo caían las cotizaciones bursátiles, sino que la economía entraba en recesión–, por lo que su impacto sobre el crecimiento económico fue enorme.

Al igual que había sucedido con la subida de la Bolsa, pero en una medida aun mayor, la burbuja inmobiliaria provocó una avalancha épica de endeudamiento, aumentando enormemente la riqueza nominal de las familias. Tratando sus hogares como el proverbial cajero automático, refinanciaron sus hipotecas extrayendo cada vez más dinero en efectivo con el que realizaban gastos cada vez mayores. Si pudieron hacerlo sin aumentar, al menos en teoría, sus pagos mensuales, y viendo cómo subía el valor (aparente, nominal) de sus hogares, fue gracias a la bajada de los tipos de interés y la burbuja del precio de la vivienda. Las llamadas «segundas hipotecas» o «rehipotecas» se

Figura 4. Precios reales de la vivienda en Estados Unidos: venta y alquiler, 1953-2006.

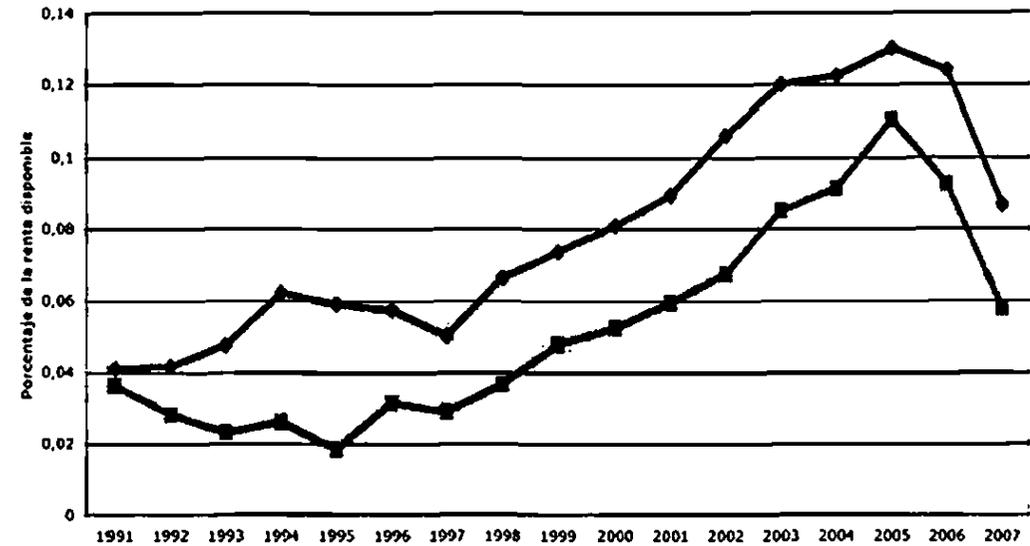


Fuente: Cortesía de Dean Baker.

multiplicaron de una forma sin precedentes durante prácticamente todo el ciclo económico, permitiendo que el endeudamiento familiar en general, y el hipotecario en particular, superaran todos los records anteriores, tanto en relación con el PIB como con los ingresos personales disponibles, al tiempo que –del mismo modo que durante la burbuja bursátil– las familias veían aumentar su riqueza nominal: en este caso como consecuencia de la subida del precio de mercado de su vivienda que revalorizaba la proporción ya pagada. Como consecuencia, la tasa de ahorro personal siguió situada en los mínimos (o casi) alcanzados a finales de la década de 1990, llegando su segundo mínimo desde 1945 en 2006, con $-0,6$ por 100. Los hogares que recurrieron a las líneas de crédito de garantía hipotecaria (conocidas en inglés por el acrónimo HELOC, *home equity lines of credit*) durante ese periodo fueron las principales responsables del declive y su tasa de ahorro cayó del $-6,6$ por 100 al $-11,3$ por 100, mientras que las que se abstuvieron de refinanciar su hipoteca aumentaron de hecho su tasa de ahorro durante ese intervalo, del $-0,4$ por 100 al $0,4$ por 100. El resultado fue que, durante el breve periodo comprendido entre 2000 y 2007, la deuda familiar se duplicó.

El histórico aumento del endeudamiento familiar, la caída del ahorro personal y el incremento de la demanda de los hogares posibilitaron el crecimiento del consumo personal y la inversión residencial que, prácticamente sin otra ayuda, impulsó la expansión cíclica. Si se tiene en cuenta que la subida del precio de la vivienda era insostenible, las familias estaban en realidad pagando con su riqueza el aumento del gasto corriente; aun así, el efecto de éste fue enorme. Como la riqueza residencial, está mucho más uniformemente distribuida en la población estadounidense que la propiedad

Figura 5. Endeudamiento de los hogares estadounidenses y refinanciaciones hipotecarias como porcentaje de la renta personal disponible, 1980-2007.



Fuente: FRB, *Flow of Funds*, cuadro D.2 Borrowing by Sector; Moody's Economy.com, cortesía de Mark Zandi; BEA NIPA cuadro 2.1 Personal Income and Its Disposition.

de acciones, el efecto riqueza del aumento (o disminución) del precio de la vivienda es mucho mayor que el de las cotizaciones bursátiles. Según estimaciones del gobierno, el consumo aumenta entre 7 y 8 dólares por cada 100 dólares de aumento de riqueza en forma de propiedad residencial, mientras que sólo aumenta entre 3 y 4 dólares por cada 100 dólares de aumento de riqueza en forma de acciones. Entre 2000 y 2005, el precio de la vivienda subió un extraordinario 51 por 100, y la riqueza de los hogares en forma de propiedad residencial más del 64 por 100. El consumo personal y la inversión residencial pudieron así crecer a tasas anuales medias del 2,9 y el 6,0 por 100 respectivamente, y juntos representaron el 98 por 100 del aumento del PIB durante los cinco primeros años del ciclo económico, iniciado en marzo de 2001.

Las autoridades económicas estadounidenses tampoco se limitaron al keynesianismo del precio de los activos para impulsar la economía; también recurrieron al keynesianismo corriente, reinvertiendo la tendencia al equilibrio presupuestario y originando un enorme déficit federal del estilo de Reagan mediante el aumento del gasto militar y las reducciones de impuestos para las empresas y los ricos. La relación entre el presupuesto federal y el PIB cayó de un superávit que había alcanzado el 3 por 100 del PIB en 2000, a un déficit del 3,6 por 100 del PIB en 2003, con un sobrecogedor aumento del endeudamiento del 6,6 por 100 del PIB –esto es, de unos 700 millardos de dólares– en sólo tres años, lo que suponía una enorme sub-

vención adicional a la demanda agregada. Durante ese mismo periodo, las autoridades económicas estadounidenses dieron su beneplácito a una importante devaluación del dólar, cayendo su tipo de cambio real un 8 por 100 (aunque su caída frente a las monedas de sus principales socios comerciales asiáticos fue mucho menor). En conjunto, se trataba de un estímulo al crecimiento económico sin precedentes en la historia estadounidense, si dejamos a un lado los periodos de guerra.

La sobrealimentación de las hipotecas subprime salva la expansión

Sin embargo, al igual que durante la primera ronda de keynesianismo del precio de los activos, el estímulo procedente del acrecentado endeudamiento de los hogares posibilitado por la gran subida del valor nominal de sus viviendas pronto se mostró incapaz de vencer la inercia de una economía real debilitada. Durante el breve periodo comprendido entre 2000 y 2003, el precio de la vivienda subió un 23 por 100 y la riqueza residencial de las familias casi una tercera parte, más de 3,5 billones de dólares (su riqueza total aumentó en más de 5 billones de dólares); así y todo, la respuesta de la economía real fue muy irregular. Durante 2002, y buena parte de 2003, la Reserva Federal parecía preocupada por la posibilidad de que Estados Unidos pudiera estar cayendo en una deflación como la japonesa, en la que los precios reales bajaban y aseguró una y otra vez que, aunque eso llegara a suceder, disponía de instrumentos macroeconómicos capaces de impulsar la economía¹⁷. En noviembre de 2002, creyendo que la recuperación estaba perdiendo fuerza cuando apenas había comenzado, redujo otro medio punto el tipo de interés a corto plazo. Aun así, durante el primer semestre de 2003 la tasa de aumento anual del PIB se mantuvo en torno al 1 por 100, dejando a un lado el 0,9 por 100 con que contribuyó el gran aumento del gasto militar a raíz principalmente de la Guerra de Iraq. En junio de 2003, como insistiría más tarde Alan Greenspan, la Reserva Federal todavía manifestaba que «se mantienen las vacilaciones en la mayoría de los sectores», y «no veía pruebas concluyentes de una apreciable mejora general de la [...] expansión económica». Greenspan no vio pues otra alternativa que reducir el tipo de los fondos federales otro cuarto de punto, hasta el 1 por 100, su nivel más bajo desde 1958¹⁸. Durante la totalidad de 2003,

¹⁷ Sobre la preocupación de la Reserva Federal por la posibilidad de deflación, véase la famosa conferencia del gobernador Ben Bernanke, «Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here», 21 de noviembre de 2002, web de la Junta de la Reserva Federal. Cf. Greg Ip, «Fed Meeting Minutes Reveal Concern About Low Inflation», *The Wall Street Journal*, 8 de noviembre de 2002.

¹⁸ FOMC Minutes, 24-25 de junio de 2003, web de la Reserva Federal; Alan Greenspan, «The Fed is Blameless on the Property Bubble», *Financial Times*, 7 de abril de 2008.

tres años después de iniciarse el ciclo económico, los niveles de empleo privado, inversión y exportaciones netas, así como los beneficios de las empresas no financieras, permanecieron significativamente *por debajo* de los de 2000 y, a finales de aquel año, el índice S&P500 todavía estaba alrededor de 500 puntos *por debajo* —una tercera parte— de su máximo durante el *boom* anterior. El escaso crecimiento económico que estaba teniendo lugar se debía, sobre todo, al aumento del consumo y la inversión residencial —a raíz de la subida del valor nominal de las viviendas—, así como al aumento del gasto público ligado al creciente gasto militar. De hecho, entre 2000 y 2003 la tasa media anual de aumento del PIB fue sólo del 1,6 por 100; de no haber sido por la vivienda y, en concreto, por la capacidad de compra acrecentada de que disponían las familias al utilizarla como garantía para solicitar nuevos créditos, y por, los gastos en construcción y amueblamiento durante ese intervalo, habría sido sólo de un minúsculo 1,1 por 100. Como en 1998, el efecto estimulante de la burbuja del precio de los activos parecía estar alcanzando sus límites. Durante el segundo semestre de 2003, las reducciones de impuestos a gran escala, más los nuevos gastos en la Guerra de Iraq, dieron a la economía un importante aliento, pero se trataba obviamente de estímulos irrepetibles. Los economistas de Goldman Sachs expresaron su preocupación de que el incipiente repunte económico pronto «ciera paso a un nuevo frenazo al desaparecer aquel impulso efímero»¹⁹. En 2003, como desde mediados de la década de 1990, la pregunta sin respuesta seguía siendo: ¿de dónde puede sacar la economía estadounidense suficiente vigor como para mantener su crecimiento?

No sólo había que asegurar la recuperación, sino que sus principales motores, la caída de los tipos de interés y la subida del precio de la vivienda, eran evidentemente autolimitadores. El propio aumento del valor nominal de la propiedad residencial —en el que se apoyaba el febril endeudamiento que impulsaba la expansión— hacía evidentemente que eran cada vez más inaccesibles las nuevas viviendas: tendiendo a restringir cada vez más el acceso al mercado y anunciando un rápido fin al repunte impulsado por la burbuja. Para que el precio de la vivienda siguiera subiendo, afianzando el aumento del PIB mediante un mayor endeudamiento, consumo e inversión residencial de las familias, la Reserva Federal debía, no sólo mantener bajos los tipos de interés todo el tiempo que fuera posible, sino también permitir, de algún modo, que gente con menos garantías pudiera comprar casas a precios cada vez más altos. Para conseguir esto último, adoptó deliberadamente una política de reducción de las garantías exigibles para la obtención de un crédito hipotecario, alimentando el emergente mercado de hipotecas *subprime* y otros tipos no conformes con las normas vi-

¹⁹ Citado en Greg Ip, «If Current Recovery Loses Steam, Economy May Face Real Trouble», *The Wall Street Journal*, 18 de agosto de 2003.

gentes con respecto al riesgo de impago, diseñadas específicamente para abrir el mercado de la vivienda a posibles compradores que no satisficieran los requisitos habituales; en cuanto a los tipos de interés, decidió mantener el tipo de los fondos federales al 1 por 100 durante todo un año, antes de elevarlo lentamente. Conviene tener en cuenta que el tipo de interés a corto plazo de la Reserva Federal determinaba el establecido en la gran mayoría de las hipotecas *subprime*.

A mediados de 2003, poco más o menos en el momento de la última reducción de tipos de la Reserva Federal, el índice de asequibilidad de la vivienda de la National Association of Realtors [Asociación Nacional Estadounidense de Corredores de Bienes Raíces] alcanzó su máximo durante el ciclo económico, pero a partir de aquel momento, tras una breve fluctuación, cayó continua y precipitadamente hasta este momento; mientras, el índice de asequibilidad de la vivienda *para nuevos compradores* –más directamente relevante– estaba ya en un mínimo, dado que sus ingresos medios sólo alcanzaban al 90 por 100 del precio medio de una vivienda con los términos y tipos de interés prevalecientes²⁰; no fue una coincidencia que, en febrero de 2004, Alan Greenspan sugiriera irónicamente que «los estadounidenses podrían beneficiarse si los prestamistas ofrecieran más alternativas hipotecarias al tipo fijo tradicional». Con el fin de que cualquiera captara el mensaje, siguió entonando la loa de los tipos de interés ajustables, que eran los que se aplicaban al 80-90 por 100 de los créditos hipotecarios *subprime*, pero a menos del 20 por 100 de los ordinarios²¹. Los prestamistas hipotecarios no necesitaban en realidad ese aliento: ya habían comenzado a introducir una avalancha de nuevos «productos asequibles»: créditos que no requerían que los solicitantes demostraran sus ingresos; créditos que permitían a los hipotecados pagar sólo los intereses durante cierto tiempo, y luego de una vez los atrasos en la amortización del principal, o seguir con pagos mensuales más elevados durante el resto de vida del préstamo; créditos que no requerían el pago de una entrada inicial o permitían el endeudamiento por el 125 por 100 del valor de la propiedad; créditos con amortización negativa, que permitían a los hipotecados sumar parte o la totalidad de los pagos mensuales de intereses al principal de la deuda; y los llamados créditos híbridos, cuyos intereses engañosamente más bajos eran fijos durante un período –normalmente dos años–, y luego volvían a los tipos hipotecarios ajustables durante el resto de vida del préstamo, normalmente veintiocho años. El resultado inevitable fue que, según el propio informe de la Reserva Federal

sobre los créditos bancarios, a partir de 2003-2004 comenzó un profundo deterioro de los requisitos para obtener un préstamo hipotecario, que se prolongó hasta que comenzó a desinflarse la burbuja inmobiliaria en 2006²², sin que la Reserva Federal hiciera ni un amago de intervenir: eso era claramente lo que Greenspan y compañía querían y necesitaban para mantener la expansión económica²³.

En 2003 la contratación de hipotecas alcanzó su cenit durante el ciclo económico, con 3,9 billones de dólares. Aquel año, las hipotecas habituales de bajo riesgo supusieron más del 60 por 100 del mercado; pero a partir de aquel momento, a medida que iba menguando la asequibilidad de la vivienda, la contratación de esas hipotecas normales se desplomó, disminuyendo más del 50 por 100 durante 2004, y alrededor del 60 por 100 en 2006. Como consecuencia, en 2004 el valor total de las hipotecas contratadas disminuyó una cuarta parte, hasta los 2,9 billones de dólares. Si no se hubieran disparado en aquel momento los créditos hipotecarios de alto riesgo, compensando en parte la caída de las de bajo riesgo, la burbuja inmobiliaria probablemente se habría desinflado en poco tiempo, interrumpiendo o poniendo en peligro el repunte cíclico, ya que las familias estadounidenses no tenían fondos suficientes para mantener la inflación del mercado de la vivienda y de sus precios, en particular porque –por primera vez en seis décadas– sus ingresos reales medios no aumentaron durante el ciclo económico, y el salario real de los trabajadores no supervisores, alrededor del 80 por 100 de la fuerza de trabajo, permaneció esencialmente constante;

²² E. L. Andrews, «Fed Shrugged as Subprime Crisis Spread», *The New York Times*, 18 de diciembre de 2008.

²³ La decisión de la Reserva Federal, y más en general del gobierno de Bush, de permitir el crecimiento de la burbuja inmobiliaria, le llevó a sofocar cualquier intento de contener la explosión de crédito depredador que acompañó, como cabía esperar, a la febril expansión de las hipotecas *subprime*. Ya en 2000-2001, el gobernador de la Reserva Federal Ned Gramlich habría urgido a su presidente Alan Greenspan una inspección de las filiales de los bancos nacionales, dedicadas al negocio hipotecario, para investigar el crédito depredador tras las abundantes denuncias de consumidores y agencias reguladoras estatales contra algunos de ellos como el Bank of America; pero Greenspan se opuso y las autoridades económicas tampoco permitieron que los funcionarios actuaran por su cuenta. Cuando se disparó el mercado de las hipotecas *subprime*, los fiscales generales comenzaron a emprender acciones –individuales y colectivas– contra los prestamistas depredadores, y Congresos estatales, como los de Georgia y Carolina del Norte, aprobaron leyes más severas contra las prácticas abusivas; pero el gobierno encomendó a su Office of the Controller of the Currency la protección de los bancos, invocando una cláusula de la Ley del Banco Nacional de 1863 para evitar que ningún Estado pudiera aprobar una ley contra los préstamos abusivos. E. L. Andrews, «Fed Shrugged as Subprime Crisis Spread», cit.; Eliot Spitzer, «How the Bush Administration Stopped the States from Stepping in to Help Consumers», *The Washington Post*, 14 de febrero de 2008; Robert Berner y Brian Grow, «They Warned Us About the Mortgage Crisis. State Whistleblowers Tried to Curb Greedy Lending –and Were Thwarted by the Bush Administration and the Financial Industry», *Business Week*, 9 de octubre de 2008.

²⁰ Mark A. Zandi, «Housing from Boom to Bust», *Regional Financial Review*, agosto de 2006, p. 16.

²¹ Alan Greenspan, «Understanding Household Debt Obligations», 23 de febrero de 2004, web de la Junta de la Reserva Federal; W. A. Fleckenstein, *Greenspan's Bubbles*, cit., pp. 156-158; M. A. Zandi, «Subprime Q&A», *Regional Financial Review*, febrero de 2007, p. 15.

pero gracias a la notable reducción y subsiguiente estabilización por la Reserva Federal de los tipos de interés a corto plazo, y la igualmente espectacular relajación de los requisitos para la concesión de crédito, las hipotecas *subprime* se dispararon de forma asombrosa; si durante los años 2000-2002 habían constituido menos del 5 por 100 del mercado, saltaron del 7 al 20 por 100 en el breve periodo comprendido entre el segundo trimestre de 2003 y el tercer trimestre de 2004²⁴.

Este comportamiento constituyó un punto de inflexión crucial, ya que la proliferación de las hipotecas *subprime* salvó sin duda –de hecho disparó– el mercado de la vivienda, superando desde aquel momento las hipotecas de alto riesgo a las ordinarias en el mantenimiento de la burbuja inmobiliaria. En 2001, las hipotecas *subprime* y sus hermanas gemelas las hipotecas Alt-A («alternativas»), llamadas a veces «créditos del mentiroso» por la escasa documentación que exigían, representaban conjuntamente menos del 10 por 100 del mercado hipotecario y, en 2003, todavía no llegaban más que al 13,5 por 100; pero en 2004, mientras las hipotecas de bajo riesgo cayeron en 1,2 billones de dólares, las *subprime* y las Alt-A aumentaron en 446 millardos. Mientras la cuota de mercado de las primeras caía del 61 al 41 por 100, la proporción correspondiente a las *subprime* pasó del 13,5 al 33,5 por 100. En 2006, estas últimas suponían el 40,1 por 100 de las hipotecas, mientras que las de bajo riesgo sólo llegaban al 34 por 100, y su valor representaba más de la cuarta parte del total de 7,4 billones de deuda hipotecaria pendiente²⁵.

Pero la importancia del aumento de las hipotecas de alto riesgo iba mucho más allá de su capacidad para compensar el declive de las de bajo riesgo. Paradójicamente, las hipotecas *subprime* y Alt-A poseían mucha más capacidad para inflar la burbuja inmobiliaria que las ordinarias. Los solicitantes de alto riesgo provenían mayoritariamente de un sector de la clase obrera excluido hasta entonces de los cré-

²⁴ W. A. Fleckenstein, *Greenspan's Bubbles*, cit., p. 158, figura 10. Alan Greenspan niega que supiera nada hasta mucho después de esa multiplicación asombrosa –que tanto hizo por facilitar– de la contratación de hipotecas *subprime*, y tardó mucho en reconocerla públicamente: «Cuando en 2005 me encontré con el brusco aumento de la contratación de hipotecas *subprime* estimado por un vendedor privado [...] me dije: "Esto no tiene sentido, los mercados no se modifican tan rápidamente.» «The Impact Was Larger than I Expected», *The Wall Street Journal*, 8 de abril de 2008 (entrevista).

²⁵ L. Randall Wray, «Lessons from the Subprime Meltdown», *The Levy Economics Institute Working Paper Núm. 522*, diciembre de 2007, p. 30, cuadro 1; Peter R. Fisher, «What Happened to Risk Dispersion?», *Banque de France, Financial Stability Review*, 11, febrero de 2008, p. 31, cuadro 3; John Kiff y Paul Mills, «Money For Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets», *IMF Working Paper 07/188*, julio de 2007, p. 6, figura 3; M. A. Zandi, «Subprime Q&A», cit., p. 16. Sobre los «préstamos del mentiroso» Alt-A, véase, por ejemplo, Lynnley Browning, «Airing the Depth of Troubles at Fannie Mae», *The New York Times*, 9 de diciembre de 2008; W. A. Fleckenstein, *Greenspan's Bubbles*, cit., p. 157.

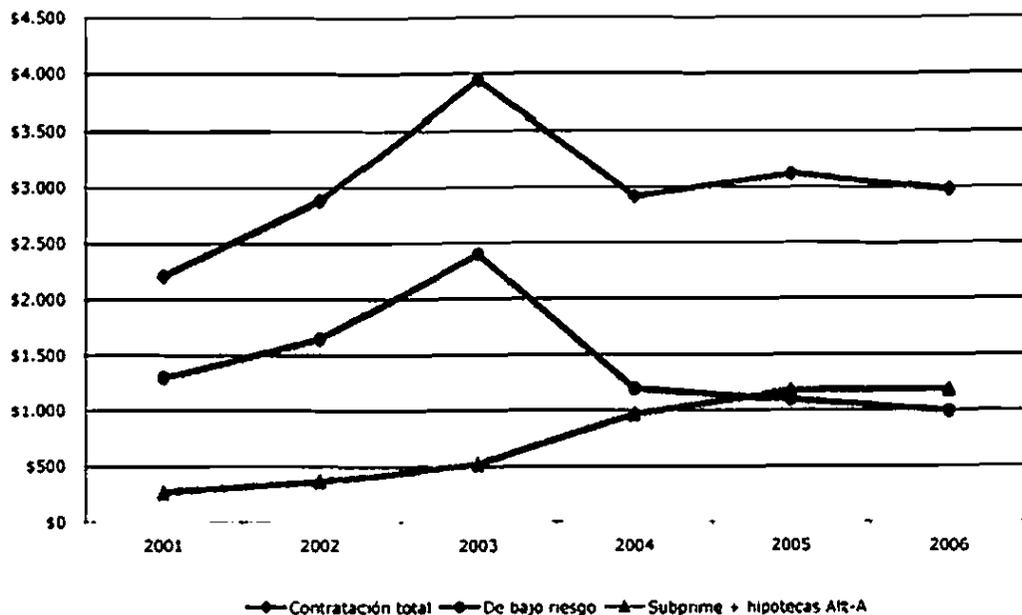
ditos hipotecarios: familias a las que, de haberlos solicitado, se les habrían denegado, y que representaban, por lo tanto, una gran demanda latente de propiedad residencial, mientras que los solicitantes de bajo riesgo provenían principalmente del sector de la población que, hasta entonces, había podido satisfacer su demanda de créditos hipotecarios. De ahí, que al producirse un aumento repentino de la oferta de crédito hipotecario a familias a las que antes se denegaba, la demanda de viviendas creció desproporcionadamente y lo mismo sucedió con su precio²⁶. Por otra parte, los solicitantes de alto riesgo solían hacer pagos mucho más pequeños que los de bajo riesgo y, a medida que se inflaba la burbuja, pagaban una cuota inicial cada vez menor, recurriendo cada vez más a hipotecas que no la requerían y/o sólo exigían el pago de los intereses o cuya amortización era negativa. Ya en 2004, la cuarta parte de todos los compradores y un escalofriante 42 por 100 de los nuevos no pagaron ninguna cuota de entrada al comprar su vivienda. Para los solicitantes de alto riesgo, la subida del precio de la vivienda importaba menos y estaban dispuestos a pagar más por sus casas que los de bajo riesgo²⁷. Evidentemente, la reducción de los tipos de interés y la relajación de las condiciones exigidas para el préstamo que permitían endeudarse a mucha gente con pequeños ingresos y pocas garantías de devolución alentaba a los especuladores a apoderarse de una parte creciente del mercado. En 2004, según la NAR, el 23 por 100 de las compras de casas se realizaron como inversión, no para ser ocupadas por el propietario, y esa proporción aumentó sin duda durante los años posteriores²⁸. Al abrir el mercado de la vivienda a los créditos de alto riesgo, la Reserva Federal había establecido, de hecho, una vía para lo que el economista financiero Hyman Minsky denominó «pirámide financiera de Ponzi», esto es, la entrada en masa en el mercado de la vivienda de familias y

²⁶ Sigo aquí el ingenioso estudio de Atif Mian y Amir Sufi, «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis», *NBER Working Paper núm. 13936*, abril de 2008. Los autores rastrearon la contratación de hipotecas a lo largo del tiempo en los distritos postales más acomodados, donde inicialmente la mayoría de las solicitudes eran aceptadas, comparándola con lo que sucedía en los distritos más humildes, donde inicialmente se denegaba una proporción muy grande de solicitudes (distritos de «alta demanda latente»). En estos últimos, se registraban aumentos significativamente mayores del precio de la vivienda que en aquellos donde la demanda latente era baja, a pesar de que experimentaron en términos relativos, conviene insistir en ello, aumentos de empleo y de renta negativos durante este periodo.

²⁷ «The Global Housing Boom», *The Economist*, 16 de junio de 2005: «La gente está dispuesta a pagar más cuando no se le exige una cuota de entrada, con amortización negativa. Pueden trasladarse inmediatamente a la casa y el riesgo [en cuanto a] lo que sucederá en el futuro no les incumbe a ellos, sino a algún otro.» «Credit Crisis Interview: Susan Wachter on Securitizations and Deregulation», *Knowledge@Wharton*, 20 de junio de 2008.

²⁸ «The Global Housing Boom», cit.

Figura 6. Contratación de hipotecas en Estados Unidos: total, de bajo riesgo y de alto riesgo, 2000-2006 (en billones de \$).



Fuente: Véase nota 25; Moody's Economy.com, cortesía de Mark Zandi.

operadores financieros que sabían que tenían pocas esperanzas a medio plazo de cubrir los pagos de su hipoteca original, y que al comprar la propiedad esperaban que su valor nominal siguiera subiendo, lo que les permitiría refinanciar su crédito o embolsarse la ganancia²⁹.

El resultado fue que, a medida que crecía el endeudamiento de alto riesgo, el precio de la vivienda y del suelo subía con la misma velocidad; si ya había aumentado nada menos que un 10 por 100 entre junio de 2002 y junio de 2003, entre junio de 2003 y junio de 2004, gracias a los tipos de interés a corto plazo negativos de Greenspan, y al despegue del endeudamiento *subprime*, subió otro 16 por 100, pese a la deceleración que estaba sufriendo en aquel mismo momento la contratación total de hipotecas. Mientras que el precio de la vivienda había aumentado un 17 por 100 entre finales de 2000 y mediados de 2003, la subida entre mediados de 2003 y

²⁹ Las agencias de regulación dieron su bendición al papel cada vez más prominente de la financiación de Ponzi en el mercado hipotecario, permitiendo a los prestamistas conceder créditos a los solicitantes, si éstos satisfacían las condiciones para el tipo «engañoso» inicial ofrecido en las hipotecas «híbridas» (2/28), aunque ese tipo se renovara automáticamente al cabo de dos años, normalmente nada menos que 2 puntos (sí no más). M. A. Zandi, «Sub-prime Q&A», cit., p. 19.

finales de 2005 fue del 29 por 100. De nuevo, como en 1998, la Reserva Federal tomó medidas extraordinarias para salvar una burbuja del precio de los activos y una expansión económica que se veía en serio peligro. Difícilmente podría haber sido más evidente su contribución, facilitando la contratación de hipotecas de alto riesgo, al inflado de la burbuja inmobiliaria y del endeudamiento familiar a fin de mantener el crecimiento de la economía.

La burbuja del crédito propicia la de las hipotecas subprime

Aun así, se plantea inmediatamente una pregunta: ¿cómo fue posible de hecho *financiar* la proliferación de créditos de alto riesgo que siguió inflando la burbuja inmobiliaria? Una cosa era abrir desde la Reserva Federal las compuertas para un endeudamiento cada vez mayor de las familias, introduciendo en el mercado hipotecario solicitantes cada vez con menos garantías, mientras los tipos de interés se mantenían bajos durante el mayor tiempo posible, y otra totalmente distinta encontrar prestamistas que adelantaran dinero a esos mismos solicitantes de alto riesgo, a una escala suficiente como para mantener el aumento de la venta de viviendas, de la deuda de las familias y del consumo personal, y con ellos el crecimiento de la economía.

Evidentemente, a un nivel superficial, ahora ya conocemos la respuesta a ese enigma, resumida en la expresión «contratar para distribuir», con la que se describía el nuevo modo emergente de gestión de las hipotecas por el sistema financiero. Los prestamistas hipotecarios —ya se especializaran en las hipotecas *subprime* como New Century Financial, o fueran firmas nacionales diversificadas como Citigroup or Countrywide— ya no contrataban, como en el pasado, hipotecas con el fin primordial de conservarlas hasta su amortización y beneficiarse del pago de intereses, sino que ahora, por el contrario, lo hacían con la ayuda de agentes hipotecarios independientes, con la intención de venderlas a bancos de inversión, y su beneficio residía en las tasas que cobraban por la operación. Los bancos de inversión acumularon decenas o cientos de miles de hipotecas en sus fondos comunes de crédito, también llamados «sociedades (o vehículos, o entidades) de propósito especial», que luego podían titular —esto es: las convertían en títulos respaldados por hipotecas, en inglés *mortgage-backed securities* o MBS— para vendérselas a inversores individuales, fondos de pensiones, compañías de seguros, gobiernos locales, *hedge funds*, etc. La propiedad de esos títulos proporcionaría a los inversores, teóricamente, rentas mensuales derivadas de los pagos de intereses y amortización que, supuestamente, harían los hipotecados.

Los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo no eran sino uno más entre los muchos productos, cada vez más variados, de la ingeniería financiera de Wall

Street, que desde hacía dos décadas venía titulizando prácticamente cualquier tipo de crédito, ya fuera para la compra de un automóvil, tarjetas de crédito o becas, por mencionar sólo unos pocos. Fannie Mae y Freddie Mac fueron pioneros en esa titulización de las hipotecas residenciales a finales de la década de 1970 y principios de la de 1980; pero creaban sus MBS a partir de fondos constituidos con hipotecas de bajo riesgo –lo que significa que ofrecían garantías claras y rigurosas– y muy similares entre sí, contratadas por el mismo número de años, con el mismo tipo de interés, etc. Sus bonos conllevaban, por tanto, un riesgo bastante bajo, normalizado y transparente –lo que en la jerga financiera se denominaba «vainilla simple» o «genéricos»–, y que, por esa razón, podían ocupar con cierta facilidad un lugar confortable en los mercados de títulos.

En la nueva época de las *subprime*, en cambio, los bancos de inversión crearon sus MBS a partir de fondos constituidos con hipotecas de alto riesgo –que por su propia naturaleza eran heterogéneas e inciertas–, por lo que tenían que ser evaluados individual y meticulosamente por las agencias de calificación, antes de ser lanzados al mercado. Además, para alcanzar la calificación AAA o AA que precisaban para que los compraran en cantidades apreciables las compañías de seguros, fondos de pensiones y otras instituciones reguladas, su riesgo debía reducirse mediante una «mejora del crédito», que normalmente se lograba «estructurando» el fondo de préstamos *subprime*, esto es: dividiéndolo en segmentos que proporcionaban cada uno de ellos, como cualquier otro bono, su propio rédito en efectivo, pero que estaban dispuestos jerárquicamente, de forma que se pagarían primero los tramos de mayor nivel, a continuación los medianos –sólo después de que se hubieran pagado totalmente los primeros– y, por último, el segmento denominado «de primeras pérdidas» (*equity*), una vez que hubieran recibido sus réditos los que estaban por encima. Cada tramo estaba pues respaldado, no por hipotecas específicas, sino por un conjunto de reglas que gobernaba el flujo de tesorería generado por el fondo común de préstamos, y que determinaba que los tramos superiores seguirían recibiendo sus réditos, incluso cuando todos los inferiores hubieran dejado de recibir sus pagos. Así, los primeros se aseguraban un cojín de respaldo extra y veían reducido su riesgo en proporción a la parte del fondo que correspondía a los tramos inferiores, recibiendo naturalmente unos réditos menores que éstos. Por la misma razón, a los segmentos inferiores, privados de la seguridad ordinaria, se les ofrecía una tasa de ganancia extraordinaria debido a su mayor riesgo. En virtud de esa estructura segmentada, los tramos superiores recibían de las agencias de calificación crediticia una valoración como inversiones seguras –aunque su garantía subyacente, constituida por hipotecas *subprime*, no lo fuera en absoluto– que los hacía atractivos para inversores adversos al riesgo y a menudo regulados, como los fondos de pensiones y compañías de seguros, mientras que los tramos inferiores resultaban atractivos para

otros inversores, como los *hedge funds*, que buscaban elevados beneficios aun asumiendo un alto riesgo. Evidentemente, cada «obligación hipotecaria garantizada» (*collateralized mortgage obligation*, CMO) era diferente de las demás, pero todas ellas eran agrupadas y estructuradas para satisfacer las demandas específicas de los diversos inversores que compraban el flujo de tesorería sus distintas piezas, vendidas una por una, y no en el seno de un mercado público. Por eso no podía haber un mercado de las CMO tan líquido como el que antes habían constituido los creados por las sociedades paraestatales, y resultaba tan difícil valorarlas, si es que esto último podía efectuarse en último término³⁰.

La respuesta por tanto, al menos formal, a la pregunta de cómo pudieron obtener créditos hipotecarios *subprime* y Alt-A cada vez más problemáticos un número cada vez mayor de solicitantes sin garantías, es que los prestamistas creían que podían vender inmediatamente las hipotecas a los bancos de inversión para su titulización. Éstos creían, a su vez, que podían encontrar un mercado para los títulos respaldados por esas mismas hipotecas dudosas atendiendo a la diversa tolerancia/preferencia por el riesgo de los inversores a escala global, sobre todo gracias a su capacidad de mitigar el riesgo en los tramos superiores mediante la estructuración en obligaciones garantizadas de distintos tipos. Se suponía que el sistema financiero, en su conjunto, se beneficiaba de ese modo de proceder, al evitarse la concentración del riesgo en determinadas instituciones –en particular los bancos comerciales– y dispersar el mismo entre millones de inversores aislados y lejanos. Alguien con tanta autoridad en el mundo financiero como el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan creyó ver en el nuevo sistema de «transferencia del riesgo crediticio» el surgimiento de otro nuevo paradigma, dependiente esta vez de los «derivados de crédito y las tecnologías que los han promovido». Con ese «nuevo paradigma de la gestión activa del crédito –decía Greenspan– se localizan más fácilmente las con-

³⁰ Sobre las características fundamentales de las hipotecas *subprime*, la titulización, los títulos respaldados por hipotecas y las CMO, véanse, entre otros, Faten Sabry y Thomas Chopflicher, «The Subprime Meltdown. A Primer», 21 de junio de 2007, pp. 4-7, NERA Economic Consulting, www.nera.com; Adam B. Ashcraft y Til Scheuerman, «Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit», Federal Reserve Bank of New York, Staff Report núm. 318, marzo de 2008, web de la Reserva Federal de Nueva York; J. Kiff y P. Mills, «Money for Nothing and Checks for Free», cit.: Zoltan Poszar, «U.S. Charibook: Bank Balance Sheets Tested», *DismalScientist* (Moody's), 21 de octubre de 2007 (en castellano se puede consultar en línea una monografía del Banco de España, «La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008», de Sarai Criado y Adrian van Rixtel, en www.bde.es/informes/bc/ocasional/do0808.pdf. N. del T.J. No estará de más señalar que los bancos de inversión podían mejorar el crédito de los tramos superiores de las CMO, asignándoles un nivel más alto del principal de lo estrictamente necesario para pagar su interés (supergarantía) y/o asegurándolas directamente mediante «permutas de incumplimiento crediticio» (*credit default swaps*, CDS).

centraciones de riesgo, y cuando tales concentraciones exceden el apetito de riesgo de los intermediarios, se pueden emplear derivados [como las CMO y las “permutas de incumplimiento crediticio” (*credit default swaps*, CDS)] para transferir el riesgo a otras entidades». De ahí que, según Greenspan, «no sólo las instituciones financieras individuales resulten ahora menos vulnerables a eventuales conmociones debidas a los factores de riesgo subyacentes, sino también que el conjunto del sistema financiero se haya hecho más resistente»³¹.

Sin embargo, aunque la títulización de las hipotecas de alto riesgo, y la estructuración de los títulos respaldados por ellas mediante las CMO, suponía una condición indispensable para poder venderlas masivamente, invocar esos procesos para explicar la expansión del crédito de alto riesgo no conforme sólo significa llevar un paso atrás la pregunta, dado que, en cada eslabón de la cadena contratación-titulización-distribución, había problemas muy obvios de «incentivos mal dispuestos» y de información insuficiente; lo que significaba que, en cada fase del proceso, los vendedores no estaban motivados para informar plenamente a los compradores del carácter y el valor de los bienes que les estaban vendiendo y los compradores carecían, a menudo, de capacidad para informarse suficientemente sobre lo que estaban adquiriendo, en particular porque los propios vendedores tampoco disponían de ella. Para los prestatarios de alto riesgo, lo prioritario era obtener la aprobación de sus solicitudes de crédito, por lo que tenían pocas razones para llamar la atención de los prestamistas sobre su propia debilidad como solicitantes, y para los prestamistas lo prioritario era contratar tantas hipotecas como fuera posible para maximizar sus tasas, por lo que tenían pocas razones para investigar la garantía de las hipotecas que vendían a los bancos de inversión y, además, les habría resultado difícil hacerlo dada su falta de conocimiento directo de los solicitantes y de las propiedades, basándose para sus operaciones en evaluaciones de crédito informatizadas. Para los bancos de inversión, lo prioritario era maximizar las ventas de MBS y CMO para maximizar sus comisiones, por lo que tenían pocas razones para investigar a fondo la calidad de las hipotecas que respaldaban los títulos que vendían a los inversores y, en cualquier caso, les habría resultado difícil hacerlo, a la vista del enorme número de hipotecas y la limitada información que recibían sobre ellas de los contratantes originales. Quizá lo más llamativo fuera que las agencias que evaluaban los títulos respaldados por hipotecas, supuestamente de forma que los inversores que pretendían comprarlas pudieran valorarlas adecuadamente, eran pagadas por ese servicio por los mismos bancos de inversión que los vendían, por lo que

³¹ «Banking: Remarks by Alan Greenspan at the American Bankers Association Annual Convention», 5 de octubre de 2004, web de la Reserva Federal.

resulta comprensible su incentivo para otorgarles la calificación AA o AAA, requerida por sus patronos, cualquiera que fuera la calidad real de los títulos y que, en cualquier caso, no contaban con información suficiente para evaluarlos adecuadamente porque, al igual que los prestamistas originales y los bancos de inversión, no disponían de medios para conocer la calidad de las hipotecas subyacentes y de sus prestatarios. Más aún, tenían pocos motivos para preocuparse demasiado por las suposiciones generales que debían hacer al ofrecer una valoración de los títulos respaldados por hipotecas, y como sabemos ahora, basaban sus modelos en evaluaciones informatizadas del crédito, muy poco verosímiles en las condiciones creadas por los bajos tipos de interés, además de basarse en la hipótesis de que el futuro sería como el pasado reciente, y en la expectativa de que se prolongaría la experiencia de los cincuenta años anteriores en cuanto a la revaluación de las viviendas pese a que, desde finales de la década de 1990, su precio real hubiera aumentado por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial con una subida nominal sin precedentes. Como admitía la agencia global de calificación Fitch, si los precios caían entre el 1 y el 2 por 100 durante un periodo dilatado, su modelo se desmoronaría perjudicando a los tramos calificados como AA o AAA. La estructura del sistema contratar-titulizar-distribuir, los incentivos que creaba y el conocimiento que impedía, garantizaban, en la práctica, la sobrevaloración desde el principio de las MBS/CMO, y la infravaloración de su riesgo, que además iban aumentando con el tiempo. Los inversores que ignoraban la advertencia *caveat emptor* se iban hundiendo cada vez más en arenas movedizas³².

Así y todo, el mercado de las MBS/CMO no estaba constituido principalmente por inversores individuales, y menos aun por el tipo de especuladores más o menos incautos que invadieron la Bolsa en la última fase de la burbuja de la década de 1990, sino por profesionales muy bien pagados y supuestamente bien entrenados que representaban instituciones gigantescas y gestionaban miles de millones de dólares,

³² Para análisis más detallados de los problemas de incentivos e información surgidos en el modelo «contratar para distribuir», y la sistemática sobrevaloración de los títulos respaldados por hipotecas no-conformes, véase por ejemplo Jan Kregel, «Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market», The Levy Economics Institute, Public Policy Brief núm. 93, 2008, estudio del que me he valido ampliamente, así como A. B. Ashcraft y T. Schuerman, «Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit», cit. y Kiff & Mills, «Money for Nothing and Checks for Free». El Director de Finanzas de la HIBC, Douglas Flint, explicó la inadecuación de las valoraciones de la FICO durante el último periodo, tal como aparecía en *The Wall Street Journal* el 8 de febrero de 2007. Los supuestos de las agencias de calificación fueron expuestos por el analista financiero Robert L. Rodriguez en una conferencia ante la CFA Society de Chicago el 28 de junio de 2007. J. Kregel, «Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market», cit., pp. 26-28, notas a pie de página 8 y 12.

cuyo trabajo consistía en evaluar la calidad de ese tipo de activos, y que disponían de la mejor información que se podía comprar con dinero. Esos agentes tenían necesariamente que ser conscientes de los múltiples problemas que acechaban potencialmente a los títulos con los que estaban comerciando. Para entender la burbuja de los créditos *subprime*, hay que entender, por tanto, lo que podía inducir a esos inversores y gestores profesionales de activos a comprar títulos respaldados por créditos de alto riesgo en cantidades colosales, *pese a su carácter evidentemente cuestionable*³¹. Éste es el verdadero enigma, que sólo se puede resolver refiriéndonos a *la otra burbuja* que se venía inflando junto a la inmobiliaria desde 2001, promovida por la Reserva Federal, esto es, el *boom* del crédito del que el mercado hipotecario era sólo una parte. La burbuja de las hipotecas *subprime* se fue inflando continuamente desde la burbuja del mercado del crédito, y su cronología, magnitud y colapso final deben entenderse como expresión directa de la dinámica de esa otra burbuja más amplia.

La sucesión de reducciones de los tipos de interés por la Reserva Federal entre enero de 2001 y junio de 2003 dio lugar a una notable caída de los tipos con que los bancos se prestaban unos a otros y, más en general, de los tipos a corto plazo. Abrió la vía para que los bancos y otras instituciones financieras obtuvieran beneficios prácticamente sin esfuerzo de la forma tradicional, endeudándose barato a corto plazo y prestando caro a largo plazo. Los financieros escudriñaron todos los rincones en busca de bonos a largo plazo (o préstamos directos) que ofrecieran los mayores réditos posibles, financiando esas compras mediante préstamos a corto plazo con tipos de interés muy bajos. De esa forma esperaban beneficiarse, no sólo de la disparidad entre los tipos a largo y corto plazo, sino también del aumento con el tiempo del valor de mercado de sus bonos (o préstamos directos), confiando en un prolongado declive del rendimiento del mismo tipo de bonos que habían comprado, cuando otros inversores financieros del mundo entero trataran de obtener beneficios del mismo modo.

El resultado de la creciente demanda de bonos era predecible. Al principio, los bancos, en particular, y las sociedades financieras, en general, obtuvieron enormes beneficios, explotando la disparidad, inicialmente muy amplia, entre los tipos con los que se endeudaban y con los que prestaban, y lucrándose del creciente valor de mercado de sus títulos; pero con ello, inexorablemente, caía el rendimiento de un activo tras otro y su dispersión –la diferencia entre el tipo de interés que ofrecían y lo que se pagaba por títulos de muy bajo riesgo, en particular bonos del Tesoro estadounidense– menguó espectacularmente; además, las consecuencias de esa con-

³¹ Véase en particular P. R. Fisher, «What Happened to Risk Dispersion?», cit., con un planteamiento especialmente claro y perspicaz del problema.

densación fueron portentosas: mientras los rendimientos caían en picado, inversores de todo tipo tenían que asumir, de hecho, un riesgo cada vez mayor para obtener el mismo beneficio. En ningún sentido había aumentado la probabilidad de que los deudores individuales cumplieran sus obligaciones; sin embargo, gracias al aumento generalizado de la demanda de su deuda, el tipo de interés que estaban obligados a pagar iba cayendo sin remedio, haciendo disminuir la tasa de beneficio de los inversores. Se iba inflando así una burbuja del crédito, en un proceso muy similar al de la burbuja bursátil de la década de 1990.

Hacia la primavera de 2003, se alcanzó un punto de inflexión³⁴, tras el cual el endeudamiento especulativo se hizo cada vez más fácil, y la obtención de ganancias satisfactorias a partir de las inversiones financieras ordinarias cada vez más difícil. En 2003, la inversión real de las empresas no financieras en nuevas instalaciones y equipo seguía siendo un 16 por 100 inferior a la de 2000, y en 2005 estaba todavía un 5 por 100 por debajo de su nivel de cinco años antes, mermando considerablemente la demanda de crédito de esas empresas: tras haber alcanzado una media de casi el 4 por 100 del PIB entre los años 1997 y 2000, su endeudamiento neto cayó a sólo el 1 por 100 del PIB como promedio en el periodo 2001-2004, y no sólo redujeron su endeudamiento sino que saldaron las enormes deudas que habían acumulado durante los años de la burbuja de la Nueva Economía. La pauta era la misma en todo el mundo capitalista avanzado.

Entretanto, gracias sobre todo a los gobiernos de Asia oriental, la oferta de crédito se multiplicó. En 2001-2003, mientras las autoridades económicas estadounidenses aplicaban su estímulo –enormes incrementos del gasto militar y rebajas de impuestos para los ricos, así como tipos de interés a corto plazo muy reducidos– y la economía estadounidense comenzaba a salir lentamente de la recesión, el déficit federal y por cuenta corriente estadounidense volvió a aumentar, el dólar amenazaba con caer, y los tipos de interés parecían a punto de iniciar un despeque; pero tal como habían hecho durante la primera mitad de la década de 1980 en circunstancias no muy distintas, las autoridades económicas japonesas acudieron al rescate con una oleada sin precedentes de compras de activos denominados en dólares. Entre principios de 2003 y el primer trimestre de 2004, con un máximo hacia junio de 2003, las autoridades monetarias japonesas crearon 35 billones de yenes, lo que equivalía aproximadamente al 1 por 100 del PNB mundial, y los utilizaron para comprar bonos del Tesoro y de las sociedades paraestatales por valor de alrededor de 320 millardos de dólares, lo bastante para cubrir el 77 por 100 del déficit presupuestario estadounidense durante el año fiscal 2004³⁵. Los japoneses no fueron los únicos: China, sobre todo, Corea del Sur, Tai-

³⁴ FMI, *Global Financial Stability Report*, Washington DC, septiembre de 2005, p. 1.

³⁵ Richard Duncan, «How Japan Financed Global Reflation», *Prudent Bear.com*, 17 de mayo de 2005.

wán y otros Estados de Asia oriental compraron durante aquel mismo periodo grandes cantidades de dólares. En 2003 y 2004, las reservas de dólares de los gobiernos de Asia oriental aumentaron conjuntamente en 465 y 507 millardos de dólares, respectivamente, lo bastante para cubrir el 90 y el 75 por 100, respectivamente, del déficit por cuenta corriente estadounidense durante aquellos años, así como el grueso del déficit del presupuesto federal³⁶. Aquello era más que suficiente para evitar que el tipo de interés a largo plazo subiera y que el dólar cayera.

En aquel contexto de continuo declive de los tipos de interés reales a largo plazo, el histórico relajamiento por parte de la Reserva Federal del coste del endeudamiento a corto plazo fue la chispa que encendió la yesca. Cuando Greenspan y compañía decidieron no sólo reducir el tipo de los fondos federales al 1 por 100 en junio de 2003 y mantenerlo así durante casi un año, sino también subirlo sólo un cuarto de punto en una ocasión, dejaron el coste del endeudamiento a corto plazo –ajustado a la inflación– por debajo de cero durante dos años. De hecho, los bancos podían obtener tanto dinero como querían sin cargas y prácticamente sin riesgos, dado que Greenspan avisaba por adelantado a los mercados de cada paso que iba a dar la Reserva Federal. A nadie podía sorprender que, con ello, se abrieran las esclusas del crédito; por otra parte, la caída del coste del endeudamiento, la consiguiente acumulación de liquidez y el resultante aumento de la demanda de activos financieros no se limitaron a Estados Unidos, sino que pronto se convirtieron en un fenómeno global.

Mientras el tipo de los fondos federales estadounidenses caía con respecto al ofrecido por el Banco Central Europeo (BCE), el euro subía frente al dólar. Para frenar esa tendencia y defender la competitividad de sus exportaciones, el BCE no vio otra alternativa que reducir sus propios tipos de interés a corto plazo acercándolos al nivel estadounidense, lo que provocó en Europa el mismo tipo de burbuja crediticia que se estaba inflando en Estados Unidos y en algunos países como el Reino Unido y España el mismo tipo de burbuja inmobiliaria. De hecho, según *The Economist*, entre 2000 y 2005 el valor total de la propiedad residencial en las economías desarrolladas aumentó en más de 30 billones de dólares, un incremento equivalente a su PIB conjunto lo que, no sólo dejaba pequeña cualquier subida anterior del precio de la vivienda, sino que era una cuarta parte mayor que la burbuja bursátil global de la segunda mitad de la década de 1990, que «sólo» supuso el 80 por 100 de ese PIB conjunto. «En otras palabras –concluía la revista–, parece la mayor burbuja de la historia.» Durante ese mismo periodo, los gobiernos de Asia oriental, para realizar sus

enormes compras de dólares, imprimieron grandes cantidades de sus propias monedas desencadenando una avalancha de crédito fácil, y su propia subida de precios. La oferta global de dólares creció pronto más rápidamente que en cualquier otro momento de los últimos treinta años, y las burbujas del precio de los activos se convirtieron en algo normal en todo el mundo. Incluso cuando Greenspan comenzó por fin su lenta pero continua elevación del tipo de interés a corto plazo –subiendo el tipo de fondos federales del 1 por 100 en julio de 2004 al 5,25 por 100 en julio de 2006– el Banco de Japón mantuvo la impresionante liquidez mundial con sus propios tipos de interés superbajos para propulsar su propia economía. Los financieros acudieron en masa a Japón para adquirir yenes a corto plazo, y prestar luego a largo plazo en todo el mundo, por lo que el géiser del crédito global siguió brotando a raudales³⁷.

El problema era, evidentemente, que las condiciones inusualmente fáciles para endeudarse tenían como contrapartida condiciones inusualmente difíciles para obtener beneficios financieros, al declinar los réditos de los bonos a largo plazo y cerrarse los diferenciales de rentabilidad de lo que, hasta entonces, se habían considerado activos de riesgo. Aun cuando la expansión ganaba impulso, los rendimientos reales (ajustados por el deflactor del PIB) de los proverbiales bonos del Tesoro a diez años seguían cayendo, del 2,91 por 100 (como media) durante 2002, al 1,91 por 100 en 2003, el 1,37 por 100 en 2004, y el 1,09 por 100 en 2005; esta evolución, sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial, planteaba un reto muy preocupante a los inversores financieros. Los fondos de pensiones y las compañías de seguros tenían obligaciones fijas, contraídas, normalmente, en una época anterior de rendimientos más altos, pero financiaban sus inversiones con fondos depositados a largo plazo, y como instituciones reguladas tenían limitados los activos en los que podían invertir y no podían hacer uso del apalancamiento para aumentar sus ganancias. En palabras de dos veteranos analistas financieros, estaban «tratando de obtener beneficios del 8 por 100 en un mundo donde reinaba el 4 por 100»³⁸. Los bancos de inversión y los *hedge funds*, no regulados y amantes del riesgo, podían, en cambio, aprovechar el bajo coste del endeudamiento a corto plazo, pero también se veían en dificultades porque los beneficios a largo plazo de sus activos estaban cayendo, y parecía inevitable que el tipo de los fondos federales subiera.

Fue la búsqueda de mayores ganancias para sus activos financieros, cada vez más apremiante desde mediados de 2003, la que llevó a los inversores financieros a com-

³⁶ Nouriel Roubini y Brad Setser, «Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of Hard Landing in 2005-2006», trabajo no publicado de la Universidad de Nueva York, pp. 1, 5-10, disponible en la web de Roubini Global Macro.

³⁷ «The Global Housing Boom», cit.; Jane D'Arista, «Broken Systems: Agendas for Financial and Monetary Reform», presentado en la 17.ª Conferencia Annual Hyman Minsky, 17 de abril de 2008; «Still Gushing Forth», *The Economist*, 3 de febrero de 2006.

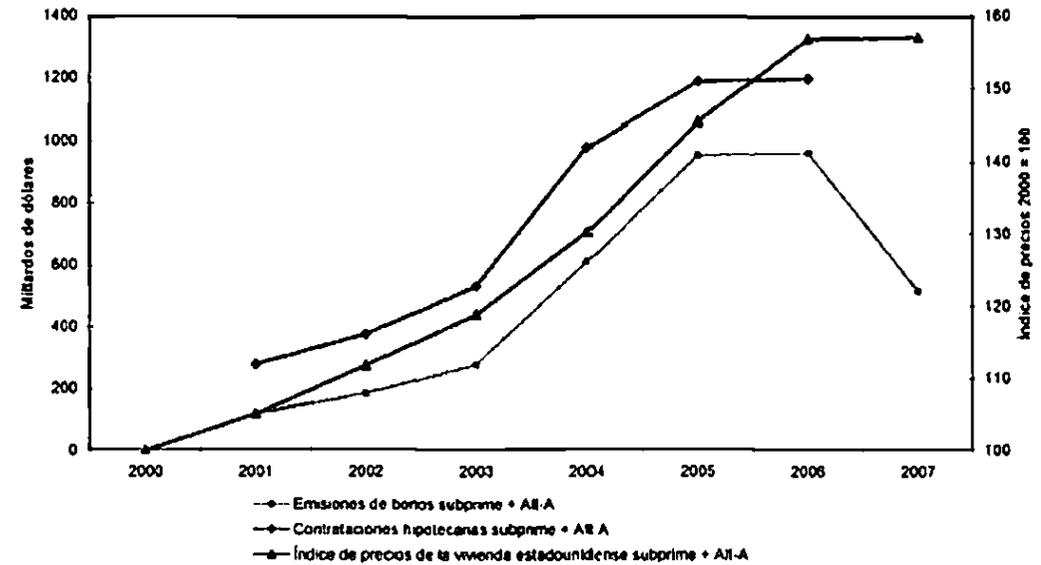
³⁸ Marc Summerlin y Loren M. Katzovitz, «Collateralized Debt Obligations: Who's to blame when the market blows up?», *The International Economy*, verano de 2007.

prar masivamente los bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo, y fue la consiguiente demanda de hipotecas de alto riesgo, con el propósito de titularlas, la que llevó a los prestamistas hipotecarios a aumentar desproporcionadamente su cuota de préstamos *subprime* y Alt-A, pese a su cuestionable carácter. En 2001-2002, debido a la implosión de la Nueva Economía y la oleada de bancarrotas empresariales, los préstamos a las empresas ofrecían altos tipos de interés, por lo que los bancos de inversión habían utilizado sus fondos de bonos empresariales para crear en un primer momento títulos respaldados por activos (*asset-backed securities*, ABS) y obligaciones garantizadas por préstamos (*collateralized loan obligations*, CLO); pero durante 2003, mientras se inflaba la burbuja del crédito, el rendimiento de los bonos empresariales disminuyó, y los bancos recurrieron cada vez más a hipotecas de alto riesgo como garantía de sus títulos respaldados por activos. La lógica era simple, pero demasiado superficial. El tipo de interés sobre los créditos hipotecarios *subprime* subyacentes era relativamente muy alto –normalmente alrededor de dos puntos porcentuales por encima de las hipotecas corrientes– y, con la ayuda de las agencias de calificación, los bancos de inversión pudieron ofrecer a los inversores tramos elevados de títulos respaldados por hipotecas (MBS) con una valoración AAA o AA pero, que sin embargo, prometían rendimientos muy altos, y tramos inferiores, sin valoración de riesgo, que generaban rendimientos aun más altos. La emisión de títulos respaldados por hipotecas *subprimes* y Alt-A aumentó en 2003 un 50 por 100 con respecto a 2002, se duplicó en valor en 2004, y volvió a aumentar otro 50 por 100 en 2005³⁹. Como reverso de la moneda, la parte titulizada de las hipotecas *subprime* y el mercado hipotecario en general experimentó un crecimiento espectacular. Tras permanecer estable en torno al 31-32 por 100 entre 1997 y 2002, y subir al 36 por 100 en 2003, la proporción de las hipotecas vendidas, menos de un año después de su creación, saltó al 48 por 100 en 2004 y al 57 por 100 en 2005. Fue, en gran medida, porque los prestamistas de hipotecas podían, de pronto, contar con su venta para ser titulizadas, por lo que su contratación de hipotecas *subprime* y Alt-A de alto riesgo aumentó como lo hizo en 2003-2004, rompiendo nuevos récords cada año hasta 2006⁴⁰.

³⁹ Zoltan Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», *Regional Financial Review* (web Economy.com de Moody), julio de 2008, pp. 13-15. Deseo agradecer a Zoltan Pozsar las cifras sobre la emisión anual de títulos respaldados por hipotecas *subprime* y Alt-A, así como muchas discusiones esclarecedoras sobre la crisis financiera y, en particular, sobre el sistema bancario en la sombra.

⁴⁰ A. Mian y A. Sufi, «Consequences of Mortgage Credit Expansion», cit., figura 3. Deseo expresar a ambos mi gratitud por su generosidad al proporcionarme las cifras sobre la proporción de hipotecas titulizadas. Cf. Yuliya Demyanyk y Otto van Hemert, «Understanding the Subprime Mortgage Crisis». Federal Bank of St. Louis, 29 de febrero de 2008, pp. 3-4, 28-29, así como J. Kiff y P. Mills, «Money for Nothing and Checks for Free», cit., p. 6.

Figura 7. Contratación de hipotecas *subprime* y Alt-A [alternativas], emisión de títulos respaldados por hipotecas *subprime* y Alt-A y precio de la vivienda, 2000-2007.



Fuente: Véase nota 25; Moody's Economy.com, cortesía de Mark Zandi.

Había, por supuesto, una trampa: los títulos respaldados por hipotecas podían ofrecer ganancias relativamente elevadas porque también lo era relativamente su riesgo. Como señalaría más tarde David Einhorn, presidente del *hedge fund* Greenlight Capital, las agencias de calificación hicieron cuanto pudieron por ocultar ese hecho dando la misma valoración a los bonos municipales, los bonos empresariales y las obligaciones garantizadas por deuda (*collateralized debt obligations*, CDO), pese a que su tasa de incumplimiento a diez años era muy distinta: del 1 por 100, el 1,8 por 100 y el 2,7 por 100, respectivamente⁴¹. Esas cifras estaban, evidentemente, a disposición de cualquiera que se preocupara por buscarlas, pero los gestores de activos monetarios, bajo la presión de las instituciones reguladas o simples clientes mal informados ávidos de obtener beneficios más altos en relación con el riesgo de lo que el mercado podría ofrecer, las pasaron por alto. La dinámica de la burbuja crediticia era tan intensa, que espoleó la creciente especulación en títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo pese a que su calidad declinaba continuamente, y de esa forma, mantuvo al alza el precio de la vivienda, el endeudamiento de las familias y el consumo, estimulando así la expansión económica.

⁴¹ David Einhorn, «Prepared Remarks», 17.º Almuerzo Anual, Helbrunn Center for Graham & Dodd Investing, 19 de octubre de 2007, disponible en nakedshorts.typepad.com/nakedshorts/files/EinhornOnCredit.pdf.

A la vista de las extraordinarias ganancias que aparentemente ofrecían, los inversores se lanzaron sobre las MBS/CMO, y lo mismo hicieron los bancos de inversión, que pronto, para ahorrarse tasas y corretajes, se introdujeron directamente en la contratación de hipotecas acaparando las funciones de prestamistas y compañías financieras. En 2006, según los datos de la Reserva Federal, los bancos de Wall Street se habían hecho con una parte mayoritaria –el 60 por 100– del mercado de la financiación residencial, de forma que podían ofrecer, sin intermediarios, una parte significativa de las hipotecas *subprime* y Alt-A que necesitaban para sus MBS/CMO⁴². Mientras los bancos de inversión se hacían cargo de una parte creciente de los préstamos hipotecarios, su contratación en origen se realizaba cada vez más atendiendo a la demanda de MBS/CMO, y no a las garantías que ofrecían los solicitantes a quienes concedían directamente los créditos⁴³.

En un primer momento, los inversores privados y los bancos de inversión habían recurrido a las MBS/CMO para contrarrestar la tendencia decreciente de sus réditos, pero debido a la creciente demanda de esos títulos, éstos se vieron sometidos a las mismas tensiones creadas por la burbuja que presionaba a la baja sobre todo el mercado del crédito. *Ceteris paribus*, el tipo de interés sobre las hipotecas *subprime* debería haber subido en relación con el que se aplicaba a las ordinarias, a medida que se producía el desastroso deterioro de las condiciones exigidas para su concesión como consecuencia de la insaciable demanda de los títulos de tipo MBS/CMO. Desde 2003-2004, la única manera de vender más hipotecas era, por tanto, aceptar solicitantes cada vez menos cualificados en términos cada vez menos favorables para los prestamistas y, entre 2001 y 2006, la calidad de los créditos *subprime* se deterioró notoriamente atendiendo a cualquier índice. La relación entre préstamo y garantía cayó, y lo mismo sucedió con la relación entre deuda e ingresos, mientras que la proporción de préstamos concedidos sin la debida documentación se disparó. Aun así, los tipos de interés de las hipotecas de alto riesgo, así como la diferencia entre los créditos *subprime* y los ordinarios, *disminuyeron* continuamente durante casi todo el periodo, provocando inexorablemente el correspondiente declive del rendimiento de las MBS/CMO basadas en ellos. Los inversores en MBS/CMO, como en cualquier otro instrumento financiero, tenían que pagar cada vez más por menos. Evidentemente, una vez que las habían comprado veían hincharse espectacularmente su valor, mientras el rendimiento seguía cayendo y el precio de la vivienda aumentando. La posibilidad de obtener ganancias de capital cada vez mayo-

⁴² Gretchen Morgenson, «Crisis Looms in Mortgages», *The New York Times*, 11 de marzo de 2007.

⁴³ Z. Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», cit., p. 15. Véanse también A. Mian & A. Sufi, «Consequences of Mortgage Credit Expansion», cit. y Y. Demyanyk y O. Hemert, «Understanding the Subprime Mortgage Crisis», cit.

res, mientras se siguiera inflando la burbuja, era indudablemente, lo que mantenía el interés de muchos inversores en comprar y conservar esos títulos, pese a su menor rendimiento. Se trataba de una dinámica cualitativamente similar a la que alimentó la burbuja bursátil de la alta tecnología y las firmas «.com» durante los últimos años de la década de 1990⁴⁴.

Para seguir vendiendo títulos que ofrecían al menos la apariencia de unos beneficios muy altos en relación con la declinante tasa de ganancia de los préstamos en general, los bancos de inversión no pudieron resistir la tentación de emitir títulos cada vez más complejos que, evidentemente, conllevaban un riesgo cada vez mayor: ése era todo el misterio de la «ingeniería financiera»⁴⁵, que originó un proceso continuo de *retitulización*, en el que los títulos derivados de tramos menos vendibles y menos valorados eran agrupados y estructurados de la forma acostumbrada en tres partes, de forma que, con la ayuda inestimable de las agencias de calificación, las piezas procedentes de los segmentos superiores podían obtener una valoración AAA o AA, y seguir proporcionando rendimientos relativamente altos, mientras que las procedentes de tramos sin valoración ofrecían beneficios mucho más altos. Los bancos de inversión avalaban así obligaciones respaldadas (en su mayor parte) por piezas mediocres no vendidas que sobraban de las obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO), y cuando la burbuja cada vez más inflada redujo sus réditos, crearon «CDO *al cuadrado*», respaldadas (en su mayor parte) por piezas mediocres no vendidas que sobraban de las obligaciones de deuda garantizadas. En el momento más febril de la burbuja de la titulación, algunos bancos de inversión llegaron a emitir CDO *al cubo*, esto es, CDO de CDO de CDO, constituidas como antes a partir de títulos reciclados insuficientemente atractivos para poder venderlos de uno en uno, y que por lo tanto tenían que ser reestructurados, en general, para proporcionar la garantía de tramos superiores e inferiores recién constituidos de CDO elevadas a un exponente mayor. Finalmente, cuando los inversores comenzaron a demandar una mitigación del riesgo por los productos cada vez más inciertos que querían comprar, los bancos de inversión no vacilaron en contratar seguros sobre los títulos que emitían, «envolviendo» (en la jerga) sus CDO y CDO al cuadrado en instrumentos de transferencia de riesgo (en inglés *credit default swaps*, CDS) absur-

⁴⁴ Y. Demyanyk y O. Hemert, «Understanding the Subprime Mortgage Crisis», cit., p. 7, cuadro 1, y p. 21, figura 7. El tipo de interés de las hipotecas *subprime* cayó del 9,4 por 100 en 2001 al 6,6 por 100 en 2005.

⁴⁵ En palabras de John Kenneth Galbraith, cualquier instrumento financiero «es, sin excepción, una ligera variación de un diseño preestablecido, que debe su carácter peculiar a [...] la fugacidad de la memoria financiera». Citado en John Plender, «Financial Innovation: Blessing or Curse?» *Financial Times*, 7 de enero de 2009.

damente infravalorados. De esa forma, se construyeron torres cada vez más altas y cada vez más inestables de crédito estructurado, sobre cimientos cada vez menos firmes de hipotecas de alto riesgo cada vez más sospechosas⁴⁶.

El sistema bancario en la sombra agiganta la burbuja del crédito

La última vuelta de tuerca tuvo lugar a partir de 2005. Durante aquel año, Greenspan fue elevando el tipo de los fondos federales, pero los tipos de interés a largo plazo, lejos de subir a la par, siguieron cayendo debido al escaso vigor de la expansión económica y a las enormes compras de dólares realizadas por los gobiernos de Asia oriental y, cada vez más, los exportadores de petróleo, por no mencionar la creciente oleada de especulación alimentada por la política de crédito barato de los principales bancos centrales del mundo. El mercado de bonos estuvo al borde del precipicio durante gran parte del periodo subsiguiente, y la amenaza de que los tipos de interés a largo plazo cayeran por debajo de los tipos a corto plazo hacía cada vez más difícil a los bancos y a otros financieros los habituales negocios, endeudándose barato a corto plazo y prestando caro a largo. Para seguir obteniendo ganancias en aquel ambiente erizado de peligros, tenían esencialmente dos opciones alternativas: adquirir activos cada vez más inciertos y/o aumentar el apalancamiento de sus inversiones; a menudo, emprendieron simultáneamente ambas rutas. Encabezados de forma notoria por los mayores bancos del país, invirtieron en cantidades cada vez mayores de MBS/CDO cada vez menos líquidos y financiaron su actividad, endeudándose a corto plazo en el mercado de pagarés de empresa respaldados por activos (*asset backed commercial paper*, ABCP), que se acrecentó en proporción a la demanda de fondos. De esta forma, se creó un «sistema bancario en la sombra», que posibilitó la última fase convulsiva del mercado del crédito vinculada a la burbuja de las hipotecas de alto riesgo.

En los primeros momentos de los CMO/CDO, los bancos de inversión habían ofrecido en general primero a los inversores sus productos financieros estructurados, y sólo después habían comprado la ganancia necesaria: hipotecas de alto riesgo y títulos respaldados por ellas. Pero como la demanda de esos títulos seguía creciendo, no resistieron la tentación de adquirir por adelantado cantidades cada vez mayores de créditos hipotecarios –con el fin de asegurar la suficiente materia prima para tratos futuros–, que mantenían fuera de sus balances de situación en enormes depósitos financieros. Esas «sociedades vehiculares» (*conduits*), como se denominaron más tarde, gestionadas independientemente de los bancos que las creaban, se autofinanciaban mediante el

endeudamiento a corto plazo, de hecho, en un apalancamiento infinito. Supuestamente debían mantener en su poder las hipotecas (y otros pagarés) sólo durante un tiempo limitado, hasta que los bancos las utilizaran como garantía de nuevos títulos; pero en su apogeo en 2006-2007, las «sociedades vehiculares» poseían una exorbitante cifra de 1,4 billones de dólares en activos. Los bancos de inversión que acumularon aquella montaña de activos lo hicieron basándose en una suposición doble: no sólo que podrían venderlos a los inversores, sino que su valor se iría incrementando o, al menos, no disminuiría. Dicho con otras palabras, estaban apostando por la burbuja, en una jugada que difícilmente podría haber sido más absurda: el supuesto propósito de la titulación era dispersar el riesgo, pero a medida que se inflaba la burbuja del crédito, el riesgo se iba concentrando más y más, y no sólo en las «sociedades vehiculares»⁴⁷.

Pese a toda la cháchara sobre «contratar-titular-distribuir», los principales bancos del país no pudieron resistir la tentación de guardar para sí los dudosos productos que supuestamente debían transferir a otros inversores. Todavía a principios de 2003, los bancos comerciales apenas tenían en sus libros un billón de dólares en activos inmobiliarios, incluyendo hipotecas completas y títulos, que constituían alrededor del 26 por 100 de sus activos; pero a principios de 2007, esas cifras habían crecido hasta unos 2 billones de dólares y un 36 por 100, respectivamente. Entre 2000 y 2007, el valor de las hipotecas incluidas en el balance de situación de los bancos comerciales aumentó un 50 por 100; el de los títulos respaldados por hipotecas se duplicó, y el de las líneas de crédito derivadas de su refinanciación se triplicó, y no eran ésas las únicas burbujas. Durante el primer semestre de 2007, los bancos, presumiblemente de inversión en su mayor parte, retenían un asombroso 60 por 100 del valor de todos los tramos superiores de las CDO; creían que estaban haciendo una buena inversión. Además, ese entusiasmo codicioso no se limitó a Estados Unidos. Durante el ciclo económico la deuda respaldada por hipotecas proliferó en la mayor parte del mercado global de bonos de renta fija, de forma que, a principios de 2007, los inversores del resto del mundo poseían títulos respaldados por hipotecas por valor de unos 1,6 billones de dólares, o sea el 14 por 100 del total de sus propiedades financieras en Estados Unidos, cuando en 2000 eran unos 400 millardos de dólares, el 7 por 100 del total. De forma muy parecida a la burbuja bursátil de finales de la década de 1990, la gigantesca inversión en activos financieros estadounidenses desde el resto del mundo era indispensable para alimentar el frenesí del crédito y, con él, la burbuja inmobiliaria⁴⁸.

⁴⁶ Z. Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», cit., p. 16.

⁴⁸ M. Zandi, «Housing Crash», *Regional Financial Review*, septiembre de 2007, p. 23, cuadro 13; M. A. Zandi, «Subprime Q&A», cit., p. 21, cuadro 14; Z. Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», cit., p. 16.

⁴⁶ Z. Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», cit., pp. 15-17.

Pero todavía había más. A fin de aumentar sus reservas de instrumentos financieros estructurados de muy alto riesgo pero, por el momento, muy rentables, garantizados por títulos respaldados por hipotecas, los grandes centros bancarios estadounidenses crearon también «vehículos de inversión estructurada» (*structured investment vehicles*, SIV), que al igual que las «sociedades vehiculares» funcionaban autónomamente, financiados mediante el endeudamiento a corto plazo en el mercado de pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP), y muy apalancados, con 15 dólares de deuda por cada dólar de patrimonio. Los vehículos de inversión estructurada, como las sociedades vehiculares, no aparecían en los balances de situación para no ser detectados por los reguladores o los inversores, a fin de evitar regulaciones potencialmente restrictivas y mantener la reputación de los bancos de origen como inversores prudentes. Al igual que los bancos tradicionales, los vehículos de inversión estructurada se endeudaban barato a corto plazo para prestar caro a largo plazo; pero ahí concluía el parecido. A diferencia de los bancos comerciales, no podían basarse en una corriente continua de depósitos asegurados por la Federal Deposit Insurance Corporation, ni contar con un acceso seguro a la ventana de descuento de la Reserva Federal si se veían en problemas; no estaban protegidos como los bancos frente a un eventual asalto, como los que la variedad de depositantes, los seguros y el respaldo de la Reserva Federal estaban destinados a evitar y contrarrestar. Al operar sobre el filo de la navaja eran muy vulnerables, no sólo frente a una caída de los precios de las hipotecas de alto riesgo cada vez más dudosas que respaldaban sus títulos, sino también frente a un aumento del coste del endeudamiento a corto plazo, eventualidades ambas que no tenían serias razones para descartar. Aun así, en 2006-2007, los vehículos de inversión estructurada poseían activos por valor de 400 millardos de dólares, lo que significaba que el total de activos constituidos por hipotecas y títulos respaldados por hipotecas que los principales bancos del país mantenían fuera de sus balances de situación rondaba los 1,8 billones de dólares⁴⁹.

Paradójicamente, pero condicionada por las tensiones y acicates del frenesí del mercado, la opción por inversiones especulativas de todo tipo –financiadas mediante deuda– de las mayores instituciones financieras estadounidenses desempeñó un papel central e indispensable en el inflado de la burbuja de los títulos respaldados por hipotecas *subprime*, y con ella de la propia burbuja de ese tipo de hipotecas, aunque su calidad se hundiera hasta profundidades hasta entonces desconocidas. Desde principios de 2005 hasta mediados de 2007, el valor nominal de los nuevos títulos respaldados por hipotecas *subprime* y Alt-A saltó hasta una media anual de poco menos de un billón de dólares. Durante esos mismos dos años y medio, el mercado de pagarés de empresa respaldados por activos al que recurrían de forma creciente las

⁴⁹ Z. Pozsar, «The Rise and Fall of the Shadow Banking System», cit., p. 16.

instituciones financieras para financiar sus compras, incluidas o no en sus balances, de títulos respaldados por hipotecas, que había fluctuado en una estrecha banda entre 600 y 700 millardos de dólares desde principios de 2001 hasta finales de 2004, saltó de pronto a una media anual de 1,2 billones de dólares, y durante ese mismo intervalo, se contrataron alrededor de 1,35 billones de dólares en hipotecas *subprime* y Alt-A, con menos del 10 por 100 de patrimonio tras ellas (o más del 90 por 100 de deuda); muchas de ellas eran híbridas, contratadas con tipos engañosamente más bajos durante un par de años, y que luego debían volver a los tipos hipotecarios acostumbrados⁵⁰. Al igual que los especuladores en acciones de firmas de alta tecnología durante los últimos años de la burbuja bursátil, tampoco los principales bancos del país podían, al parecer, resistir la tentación de los réditos cada vez mayores que ofrecían los títulos respaldados por hipotecas, mientras seguía subiendo el precio de la vivienda; pero al igual que la subida vertiginosa de la Bolsa en 1998-2000, también en 2005-2007 se trataba de una burbuja. Dicho simplemente, los mercados financieros, y muy especialmente sus principales protagonistas, apoyaron mediante sus crecientes apuestas la subida de la vivienda que mantuvo la expansión durante sus dos últimos años, aunque su base material y la del valor de los títulos en juego se estuviera desintegrando ostensiblemente, propiciando un crac del mercado de activos que inevitablemente tendría graves consecuencias en la economía real⁵¹.

Del mismo modo que desde 1998 en adelante, la Reserva Federal estadounidense se vio pues obligada a intervenir a partir de 2003 para sostener una recuperación económica que estaba perdiendo fuelle, alimentando oleadas históricas de especulación y alzas del precio de los activos, esta vez en la vivienda, las hipotecas *subprime*,

⁵⁰ *Ibid.*, pp. 17-19 y especialmente el cuadro 5; M. A. Zandi, «Housing Crash», cit., p. 23. Para clarificar las cifras del endeudamiento relacionado con los ABCP, conviene observar que durante esos años las instituciones recurrieron al «sistema bancario en la sombra» y, en particular, a la financiación a corto plazo mediante ABCP, no sólo para comprar títulos respaldados por hipotecas, sino muchos otros instrumentos financieros. En total, según las estimaciones del banco JP Morgan, hasta el segundo trimestre de 2007 habían pasado por el sistema bancario en la sombra unos 6 billones de dólares de crédito, frente a unos 10 billones a través de los bancos regulados financiados primordialmente por los depósitos. Z. Pozsar, *ibid.*, p. 17.

⁵¹ «¿Había problemas evidentes en el mercado de las hipotecas *subprime* antes de la crisis de 2007? Nuestra respuesta es que sí, y como poco desde finales de 2005. Utilizando únicamente datos disponibles en esa fecha, mostramos que la continua degradación del mercado de las hipotecas *subprime* era ya patente entonces; la calidad de los préstamos se venía deteriorando desde hacía al menos cinco años. Un simple vistazo al precio de la vivienda pasaba por alto ese deterioro y, con él, el riesgo de los préstamos hipotecarios *subprime*; cuando el precio de la vivienda dejó de subir, ese riesgo se hizo evidente.» Y. Demyanyk y O. Hemert, «Understanding the Subprime Mortgage Crisis», cit., p. 29. Véase también «The Global Housing Boom», cit.

y títulos respaldados por esas hipotecas. La premisa crucial no declarada de esa intervención, al igual que cinco años antes, era que la economía subyacente –los «fundamentos»– era lo bastante vigorosa para que el aumento del endeudamiento y la demanda de consumo posibilitado por las burbujas daría lugar finalmente a una expansión autosostenida alimentada por la creciente inversión y creación de empleo por parte de las empresas, con lo que una economía real dinamizada generaría la creciente demanda necesaria para impulsarse a sí misma y para apoyar la continua subida del precio de la vivienda. Todo dependía, pues, del verdadero estado de la economía real.

A pesar del estímulo, se prolonga la debilidad

Hasta el segundo semestre de 2003, no empezó a acelerarse algo la economía estadounidense, impulsada por las reducciones de impuestos y el aumento del gasto relacionado con la guerra en Iraq y, en particular, por el creciente estímulo del endeudamiento familiar posibilitado por la burbuja de la vivienda, inflada durante aquel período por las hipotecas *subprime* espoleadas por la burbuja crediticia. Hasta aquel momento, no comenzaron a aumentar las importaciones reales estadounidenses, permitiendo una aceleración de las exportaciones y el PIB mundiales. Fue otra vez el despegue de la demanda estadounidense impulsado por la deuda, ayudado en esta ocasión por el crédito ultrafácil y el aumento del precio de los activos a escala mundial, el que llevó la economía mundial de la recesión a la expansión.

Sin embargo, ya en 2004, la tasa de aumento anual del PIB estadounidense había alcanzado su valor máximo durante aquella expansión –de sólo un 3,6 por 100, el máximo más bajo durante cualquier ciclo económico desde la Segunda Guerra Mundial–, y a partir de aquel momento comenzó a caer precipitadamente. Durante los primeros cinco años del ciclo económico, entre 2000 y 2005, la tasa media de aumento del PIB fue sólo del 2,3 por 100, notablemente más baja que durante cualquier otra expansión desde la Segunda Guerra Mundial. Además, a ese incremento contribuyó la burbuja de la vivienda, mediante su efecto de aumento del gasto en consumo personal y en la construcción y amueblamiento de viviendas, con más del 0,7 por 100 anual, casi *la tercera parte del aumento total del PIB* durante ese intervalo; también supuso *más de la mitad del empleo* creado durante aquellos años³². De

³² El cálculo de la contribución de la vivienda al aumento del PIB proviene de la web Economy.com de Moody, por cortesía de Mark A. Zandi, a quien quiero expresar mi agradecimiento. La estimación de la contribución de la vivienda al aumento del empleo en el sector privado proviene de Merrill Lynch, citado en Bob Willis, «Existing Home Sales Rose 2.0%», Bloomberg.com, 26 de agosto de 2006.

no haber sido por la vivienda, la tasa media anual de aumento del PIB entre 2000 y 2005 sólo habría alcanzado un minúsculo 1,6 por 100 –pese al empujón adicional ofrecido por el aumento del déficit presupuestario federal durante aquel período–, y el aumento del empleo habría sido negativo. Durante ese mismo quinquenio, el aumento de la inversión no residencial y de las exportaciones netas estuvo *por debajo de cero*, de forma que fueron el consumo personal y la inversión residencial los que impulsaron prácticamente por sí solos la economía. Para la totalidad del ciclo económico (2001-2007, ambos incluidos), no sólo la tasa media anual de aumento del PIB fue de lejos la peor desde 1945, sino que también lo fueron las de las instalaciones, equipo y *software*, empleo, retribución real total (empleos multiplicados por salarios reales) y exportaciones netas. Pese a que el endeudamiento total y la deuda pendiente alcanzaron niveles sin precedentes con respecto al PIB, la economía estadounidense se comportó notablemente peor que durante cualquier otro período similar desde la Segunda Guerra Mundial. La tasa de aumento del PIB cayó en 2005 y volvió a caer de nuevo en 2006, y en 2007 la economía se estaba deslizando hacia la recesión. ¿Qué es lo que había salido mal?

Al emprender la segunda ronda de keynesianismo del precio de los activos, la Reserva Federal afrontaba perspectivas mucho menos prometedoras que con la primera. Durante la década de 1990, al estimular la subida de las cotizaciones bursátiles, la Reserva Federal había permitido a las empresas acometer una poderosa oleada de aumento de las inversiones, la productividad y el empleo, y con ella, una vigorosa expansión: aunque tuviera los pies de barro y una vida muy corta; pero a la vista del enorme exceso de capacidad acumulado, el profundo declive de la rentabilidad y la descomunal deuda contraída por las empresas no financieras, por no mencionar el colapso bursátil, la Reserva Federal no podía contar con repetir aquel éxito. Por encima de todo, la notable expansión en instalaciones, equipo y *software* que había posibilitado el significativo (aunque a menudo exagerado) aumento de la productividad durante la era de la Nueva Economía, no sólo era cosa del pasado, sino que había dejado lastrada la economía con un exorbitante exceso de capacidad productiva, por lo que Alan Greenspan y sus colegas se vieron obligados a recurrir al efecto riqueza de la subida del precio de la vivienda, que lo único que hacía por la economía era transferir riqueza de los no propietarios a los propietarios de viviendas, y propiciar el aumento del consumo corriente a expensas del consumo futuro. El consumo personal más la inversión residencial tendrían que impulsar la economía, mientras las empresas se preparaban para volver a asumir la responsabilidad del crecimiento económico. Pero si bien las familias desempeñaron el papel que se les había asignado, las empresas no financieras se negaron a comportarse como la Reserva Federal esperaba.

Las empresas no financieras, cuya tasa media de beneficio al principio del ciclo económico en marzo de 2001 rondaba un nivel mínimo desde la Segunda Guerra

Mundial, tenían que concentrar sus esfuerzos en restaurarla; pero su pretensión de recuperar la rentabilidad era incompatible, con lo que la economía necesitaba para expandirse. Dado el exceso de oferta en los mercados y la contracción de los beneficios, estaban obligadas a restringir la inversión y el empleo. Para reducir costes, emprendieron una campaña implacable de despidos, aceleración del ritmo de trabajo y contención salarial contra sus trabajadores para elevar la tasa de explotación y mejorar su rentabilidad. Aprovecharon la mayor demanda de consumo impulsada por la burbuja inflada desde la Reserva Federal para elevar la utilización de su capacidad productiva y su tasa de beneficio, así como para evitar la purga, a gran escala, de medios de producción redundantes que habría sido inevitable de otro modo. Finalmente, trataron de valerse del menor coste del endeudamiento y de la histórica subida de precios de los activos, incluidos los propios, para dedicar una proporción sin precedentes de sus beneficios a la compra de activos financieros, en particular de sus propias acciones, y gran parte de lo que quedaba al reparto de dividendos entre sus accionistas. Pero con ello, no sólo limitaron el aumento de productividad y contribuyeron a inflar más aun la burbuja del precio de los activos, sino que, sobre todo restringieron el aumento de demanda agregada, y de esa forma redujeron aún más su propio incentivo para aumentar el empleo y la inversión, dejando a la economía incapacitada para evitar el colapso cuando la burbuja se deshinchaba. En cierto sentido, el efecto de la reflación impulsada por Greenspan y su burbuja fue mitigar la recesión de 2001, prolongando su decaimiento a todo el ciclo económico, al tiempo que posponía la purga que precisaba la economía para recuperar su dinamismo, y generaba una gigantesca montaña de deuda.

El núcleo del problema era la crisis del sector industrial estadounidense que, lastrado por el exceso de capacidad a escala global –agravado por el exceso de inversión extraviada generado por el efecto riqueza de la burbuja bursátil–, y retraído por su falta de competitividad –exacerbada por el alza del dólar y la creciente competencia de los productores de Asia oriental, especialmente China–, había arrastrado la economía al declive cíclico, y ejercido una poderosa presión a la baja sobre el crecimiento durante la subsiguiente expansión. Los industriales, cuya tasa de beneficio caía a niveles que, desde la Segunda Guerra Mundial, sólo se habían visto durante las recesiones de 1974-1975 y 1980-1982, se vieron obligados, desde 2001 en adelante, a moderar su acumulación de capital y reducir costes de una forma radical. Durante todo el ciclo económico subsiguiente siguieron despidiendo trabajadores. En 2007 se perdieron nada menos que 3,3 millones de empleos, –esto es, el 20 por 100 de la fuerza de trabajo industrial–, lo que supuso el estancamiento del empleo (medido en horas) en el conjunto del sector privado; también lograron restringir el aumento de la retribución real por empleado (salarios más otras prestaciones) al 1,3 por 100, frente al 1,4 por 100 entre 1990 y 2000, de forma que la tasa anual de

aumento de la retribución real total en el sector industrial (número de empleados multiplicado por su retribución media), que durante el ciclo anterior en la década de 1990 había sido del 1,05 por 100, fue durante este ciclo *negativa*, del –1,9 por 100, ejerciendo una enorme presión a la baja sobre el aumento de la demanda agregada en el conjunto de la economía. Durante ese mismo intervalo, la inversión industrial, cuya tasa media anual de aumento había sido del 5 por 100 durante el ciclo económico de la década de 1990, cayó en promedio anualmente un 2 por 100, de formas que el *stock* de capital en la industria (instalaciones, equipo y *software*) se *contrajo* un 2,5 por 100. El aumento de las importaciones industriales, entretanto, superó al de las exportaciones industriales, lo que suponía otra sustracción adicional al crecimiento del sector y de toda economía. A la vista de la ausencia de crecimiento en el sector industrial, resulta comprensible que, pese a la enorme campaña de reducción de costes emprendida por los empresarios, la tasa de beneficio en la industria durante el ciclo económico fuera un 14 por 100 inferior a la de la década de 1990, y que su máximo en 2007 siguiera siendo un 10 por 100 inferior al de 1997.

La economía estadounidense estaba pagando ahora el precio de la acumulación a escala mundial de capacidad industrial superflua, así como del alza del dólar, y ese precio era enorme. Desde la primera mitad de la década de 1980 hasta finales de la de 1990, la revitalización del sector industrial, alentada por el bajo tipo de cambio del dólar, había supuesto la base para la restauración del conjunto de la economía estadounidense, desempeñando el papel protagonista en una importante recuperación de la tasa de beneficios. Todavía en 1995, los beneficios del sector industrial suponían el 42 por 100 de los beneficios empresariales totales, y el 51 por 100 de los, beneficios de las empresas no financieras; en 2006, en cambio, esas cifras habían caído al 30 y el 36 por 100, respectivamente. Durante el ciclo económico de la década de 1990, el aumento de la producción industrial había supuesto todavía el 21 por 100 del aumento total del PIB; pero durante el ciclo concluido en 2007, sólo le correspondía el 7 por 100. Si la industria hubiera mantenido su contribución de la década anterior, la tasa de expansión a escala de toda la economía habría sido un 15 por 100 mayor que la que realmente fue.

El compromiso inquebrantable del gobierno de Bush con el mercado libre, las finanzas y la perspectiva globalizadora planteada por Clinton-Rubin-Greenspan, así como el keynesianismo de los precios de los activos que este último había promovido, descartaban cualquier posibilidad de cambio macroeconómico en Estados Unidos, que pudiera frenar el declive de su industria, perpetuando los problemas que habían aquejado al sector y, de hecho, a la totalidad de la economía estadounidense desde 1995-1997. Durante los años de la burbuja bursátil, los inversores del resto del mundo se habían mostrado dispuestos a financiar el desmedido déficit por cuenta corriente estadounidense, porque pensaban que obtendrían fabulosos bene-

ficios de sus inversiones en la Nueva Economía, tanto en activos financieros como mediante inversiones directas. De hecho, habían desempeñado un papel indispensable en mantener al alza las cotizaciones bursátiles y a la baja los tipos de interés reales a largo plazo durante el fin de siglo, mientras hacían subir cada vez más el dólar. Pero a raíz de la implosión bursátil y la recesión de 2000-2002, el interés de los inversores privados de todo el mundo por los activos estadounidenses se desvaneció rápidamente. Durante los años 1999-2001, las compras de acciones y las inversiones directas en Estados Unidos desde el resto del mundo supusieron, en promedio, 142 y 286 millardos de dólares anuales, respectivamente, pero en 2002-2004 fueron sólo de 49,5 y 79,5 millardos de dólares anuales respectivamente. Y cuando las autoridades económicas estadounidenses, para sacar a flote la economía, redujeron bruscamente los tipos de interés a corto plazo, y aumentaron el déficit del presupuesto federal, hicieron aun menos atractivos los activos denominados en dólares, y se corrió, el riesgo de una fuga de capitales que haría subir los tipos de interés a largo plazo, presionaría a la baja sobre los precios de los activos, y acabaría frustrando la recuperación o algo peor. De hecho, durante 2002, comenzó a materializarse un serio asalto contra el dólar y subió el tipo de interés real de los bonos del Tesoro a diez años. Sin embargo, como se ha señalado antes, desde principios de 2003, los gobiernos de Asia oriental, encabezados por los de Japón y China, contrarrestaron esa salida de fondos realizando enormes compras de activos denominados en dólares. Su intervención prolongó la contención de los tipos de interés a largo plazo, la subida de los precios de los activos, y el aumento del endeudamiento familiar y del consumo, apuntalando la política hiperexpansiva del gobierno de Bush y el crecimiento de la economía estadounidense; pero como antes, el coste de la dependencia estadounidense de los préstamos soberanos de Asia oriental fue descomunal.

Las mismas compras colosales de activos denominados en dólares que prolongaron la expansión no podían sino mantener el dólar al alza frente a las monedas de Asia oriental, al tiempo que decaía su competitividad industrial. El empeño de las autoridades económicas estadounidenses en evitar la recesión a corto plazo no podía sino dilatar su debilidad económica a largo plazo. Para decirlo con otras palabras: si las autoridades económicas estadounidenses deseaban mantener su reflación tenían que renunciar a cualquier intento de obligar, por medios políticos, a los gobiernos de Asia oriental a revaluar sus monedas, como habían hecho con Japón en el Acuerdo del Plaza. En Washington, se habló mucho de presionar a Pekín para obligarle a elevar el yuan, pero aquellas declaraciones estaban destinadas al consumo interno: cualquier interrupción de las compras chinas de dólares habría provocado un hundimiento del mercado de bonos, paralizándolo el crecimiento. En cualquier caso, el gobierno de Bush, como el de Clinton-Rubin que lo precedió, estaba evidentemente más interesado en apuntalar la inversión extranjera de sus multina-

cionales, y en la globalización de sus servicios financieros mediante un elevado tipo de cambio frente a las monedas de Asia oriental, que en apoyar las exportaciones de sus productores industriales mediante una devaluación del dólar.

En esas condiciones, el sector industrial estadounidense no tenía ninguna posibilidad de evitar una prolongación e intensificación de la competencia de los productores de otros países, especialmente de Asia oriental, que ya venía sufriendo desde mediados de la década de 1990, cuando el dólar había iniciado su ascenso, del mismo tipo que las que había sufrido a principios de la década de 1980. Tanto entre 1997 y 2000, como entre 1980 y 1985, el déficit comercial de la industria estadounidense había aumentado de forma sin precedentes, dando lugar, igualmente, a un aumento inaudito del déficit por cuenta corriente; pero entre 2000 y 2005 aquél creció mucho más, llegando a un máximo histórico cada año y convirtiéndose en el principal factor de que el déficit por cuenta corriente alcanzara en 2005, en relación con el PIB, un aumento del 50 por 100 con respecto a su récord anterior de 2000. Sintomáticamente, durante el mismo intervalo, la cuota de mercado estadounidense en la industria mundial, que se había mantenido más o menos plana, en torno al 11-12 por 100, durante el largo intervalo comprendido entre 1987 y 2000, cayó repentinamente una cuarta parte, del 12,1 por 100 al 9 por 100, su nivel más bajo desde la Segunda Guerra Mundial. No fue una simple coincidencia que la cuota de mercado china aumentara simultáneamente un 3 por 100. La industria estadounidense se veía claramente en graves dificultades.

Pero si el tipo de reanimación industrial que había tenido lugar entre mediados de la década de 1980 y mediados de la de 1990 era inalcanzable, ¿cuál podía ser el motor que impulsara la economía? Ésta, por supuesto, era la pregunta más relevante desde 1995-1997, cuando la recuperación económica estadounidense basada en la industria había perdido fuelle tras el Acuerdo del Plaza inverso. ¿Podía acaso el supuesto milagro de la alta tecnología, en el que Greenspan había depositado tanta fe, salvarla finalmente, dando lugar a una nueva expansión de la inversión de capital, que propiciara niveles cada vez más altos de aumento de la productividad y de la rentabilidad? El presidente de la Reserva Federal seguía sin duda creyéndolo, pero la realidad no le dio la razón. El propio sector de la información-comunicación-tecnología —que había visto cómo su tasa de beneficio global había caído alrededor de 23 puntos porcentuales, entrando en terreno negativo entre 1997 y 2001— se esforzaba por recuperar su rentabilidad, pero en 2006 ésta apenas había vuelto a la mitad de su nivel de 1997. En cualquier caso, ese sector era demasiado pequeño para ejercer un gran efecto por sí solo sobre la tasa de beneficio global; en cuanto a incitar una nueva oleada de acumulación de capital más allá del propio sector, ni la promesa de la tecnología de la información ni, de hecho, ninguna otra podía superar el prolongado estancamiento de la inversión empresarial que había aquejado a toda la economía durante todo el ciclo económico.

Cierto es que el rendimiento del enorme sector de la economía protegido frente al mercado mundial y la competencia internacional fue significativamente divergente del de la industria: sectores que podían sacar ventaja del alza del dólar, el crédito fácil o el gasto en consumo, gracias al endeudamiento posibilitado por la subida de la vivienda, volvieron a prosperar mientras la economía seguía la bifurcación abierta en la primera mitad de la década de 1980, y consolidada durante la segunda mitad de la de 1990. El sector de la construcción, beneficiándose de un aumento sin precedentes de la demanda de viviendas, disfrutó de un *boom* histórico iniciado antes de 1995. La larga dependencia del comercio minorista, en cuanto a su propia expansión, del crecimiento de la industria doméstica, se había distendido como hemos comentado por el alza del dólar y el ascenso de Asia oriental, durante la segunda mitad de la década de 1990. Gracias al continuo aumento de los gastos de consumo privados, así como de las importaciones, especialmente desde China, siguió yéndole muy bien a principios del nuevo milenio. Los hoteles y restaurantes también disfrutaron de una incipiente prosperidad. A esos sectores les correspondía desproporcionadamente el (muy modesto) aumento del empleo, la producción, y los beneficios en la economía real durante la recuperación iniciada en 2001; pero que el crecimiento de la economía se basara en ellos era muy problemático, dada su dependencia de una burbuja inmobiliaria que cada vez se comportaba peor y que presentaba una vida apagada. Al igual que las industriales, aunque no en la misma medida, las empresas del sector no industrial habían experimentado una brusca caída de la rentabilidad durante los últimos años de la década de 1990, y estaban obligadas, para recuperar su tasa de ganancia, a restringir su acumulación de capital y concentrarse en la reducción de costes. Como consecuencia, durante el siguiente ciclo económico el sector no industrial mantuvo un aumento más lento del PIB, el empleo y las instalaciones, equipo y *software* que en cualquier otro período similar desde 1945, pese a un estímulo récord. Al irse haciendo cada año más incierta la subida del precio de la vivienda, la perspectiva de que ese enorme sector de la economía mantuviera su expansión se hizo cada vez más sombría.

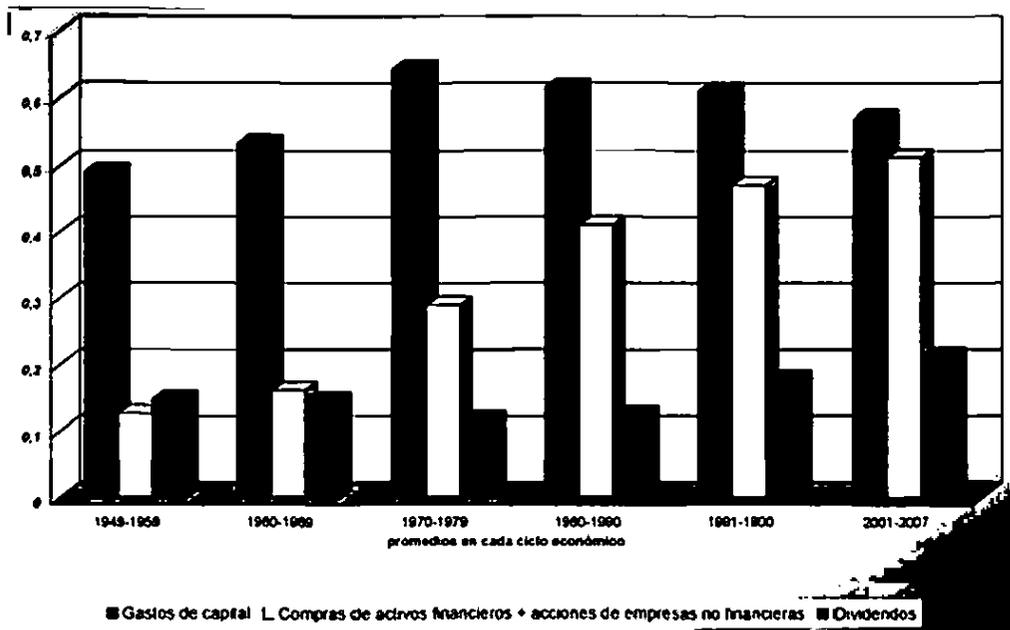
Al crecer tan lentamente la tarta económica durante el ciclo expansivo, las empresas no financieras, tanto industriales como no industriales, se vieron obligadas a intentar recuperar su tasa de beneficio redistribuyendo en un grado extraordinario la renta desde los trabajadores hacia sí mismos, algo que lograron quizá más eficazmente que en cualquier otro período de la historia del capitalismo estadounidense, no sólo limitando los aumentos salariales, sino imponiendo una brutal aceleración del ritmo de trabajo para elevar el aumento de productividad medido, aunque quizá no tanto la eficiencia económica real. En el conjunto del sector empresarial no financiero, desde el último trimestre de 2001, cuando comenzó la expansión cíclica, hasta el tercer trimestre de 2006, cuando las ganancias alcanzaron un máximo, los

beneficios aumentaron un 83,5 por 100, mientras que las retribuciones sólo lo hicieron un 20,5 por 100. Dicho de otra forma, del *aumento total* del valor añadido neto (PIB menos amortizaciones) de las empresas no financieras durante ese intervalo, los beneficios supusieron un exorbitante 40 por 100. Como consecuencia, las empresas no financieras pudieron aumentar su cuota de beneficio alrededor de una tercera parte durante ese breve período.

Sin embargo, la recuperación mediante redistribución de la renta era limitada por su propia naturaleza: un lento crecimiento de la tarta dejaba poco que redistribuir. El aumento de la productividad sin inversión era escaso, porque la aceleración no podía ir más allá. A medida que proseguía la expansión y se contrataban más trabajadores, los salarios no podían sino aumentar más rápidamente. En 2007, pese al extraordinario aumento de la explotación, la tasa de beneficio del sector empresarial no financiero estuvo un poco por debajo del máximo de 1997, mientras que la rentabilidad media durante la totalidad del ciclo económico era un poco inferior a la del ciclo económico de la década de 1990, que a su vez era casi la misma que la de la década de 1980, y la muy vilipendiada década de 1970; y quedaba así muy por debajo de la del largo *boom* de posguerra, pese a la gran reducción del aumento de salarios que había tenido lugar desde entonces. El coste para la economía del estancamiento de la rentabilidad fue, en cualquier caso, muy notable. Al restringir el aumento de la inversión, el empleo y los salarios por parte de las empresas no financieras, la consecuencia inevitable fue un menor aumento de la demanda global que acabó ensombreciendo el ambiente y socavando los incentivos que podían tener las empresas para expandirse. Fue esa agravación del largo problema de la demanda global durante el ciclo económico la que intensificó la dependencia de la burbuja inmobiliaria, quedando así la economía muy vulnerable, expuesta a la crisis en cuanto la burbuja comenzara a desinflarse.

Las menores perspectivas de negocio de las empresas mediante la acumulación de capital no hicieron sino aumentar su motivación para repartir su excedente en forma de dividendos a los accionistas, en lugar de invertirlo en nuevas instalaciones y equipo o nuevas contrataciones de trabajadores. Mientras Greenspan, Bernanke y Paulson competían en sus elogios a la salud de la economía, las empresas expresaban su propia apreciación de la perspectiva con repartos de dividendos que no tenían precedente como porcentaje de los beneficios brutos (beneficios netos más depreciación), al tiempo que emprendían un derroche histórico de inversión financiera. Sus compras de acciones de empresas no financieras, ya fueran como compra de las propias, o en una oleada muy especulativa de fusiones y adquisiciones financiadas con créditos –sobre todo por parte de las llamadas *private equity companies*– rompió todos los récords, y sus compras de otros activos financieros estuvieron cerca de hacerlo. En conjunto, las compras por empresas no financieras de

Figura 8. Empresas estadounidenses no financieras: gastos de capital, dividendos y compras de activos financieros más acciones de empresas no financieras.



Fuente: FRB, *Flow of Funds*, cuadro F.102 NonFarm, NonFinancial Corporate Business; BEA NIPA cuadro I.14 Corporate and NonFinancial Corporate GDP.

acciones u otros activos financieros se elevaron a niveles nunca alcanzados desde la Segunda Guerra Mundial, promediando durante el ciclo económico más del 91 por 100 de los gastos de capital y alcanzando, en 2007, un pasmoso 170 por 100. Ese viraje de las empresas no financieras, pasando del gasto en instalaciones, equipo y *software* a la compra de activos financieros, difícilmente podría haber sido más expresivo o decisivo.

En la mayor parte del mundo capitalista avanzado se siguió una pauta muy similar, aunque hay que matizar que en pocos lugares podían desempeñar un papel tan predominante el endeudamiento y la inversión en activos financieros como en Estados Unidos (el Reino Unido es, por supuesto, la principal excepción). En 2000-2001, la tasa de ganancia en el sector privado en Alemania y Japón cayó hasta su nivel más bajo desde la Segunda Guerra Mundial, y tanto en esos países como prácticamente en todo el mundo, las empresas trataron de restaurar su rentabilidad del mismo modo. Limitaron sus gastos en capital y empleo, y priorizaron el saldo de sus deudas, al tiempo que emprendían un despiadado asalto contra las retribuciones y organizaciones de los trabajadores, viéndose además muy ayudadas en ello por el espectacular aumento de la oferta global de trabajo asalariado resultante del auge

de China y de Europa oriental. A unas les fue mejor que otras, al menos en ciertos aspectos. Los productores alemanes, por ejemplo, al limitar los salarios, aumentar las exportaciones y mantener en un mínimo el aumento de inversión y empleo, pudieron lograr un espectacular aumento de la tasa de beneficio del sector industrial en su país; pero el resultado inevitable fue un menor aumento del mercado interno, de forma que la tasa media de beneficio en el sector privado alemán, fuera de la industria, experimentó una importante caída. Así, al igual que en Japón, en Alemania la tasa media de beneficio en el conjunto de la economía privada durante el ciclo económico no se elevó por encima de las cifras ya muy reducidas de la década anterior, cayendo en ambos lugares, como en el sector no financiero estadounidense, al nivel más bajo desde la Segunda Guerra Mundial.

Entre 2001 y 2007, el aumento de la inversión —medido en términos del *stock* de capital (instalaciones, equipo y *software*)— en Japón, Alemania y en Estados Unidos, fue de lejos el menor durante cualquier ciclo desde la Segunda Guerra Mundial. Igualmente lo fueron en Japón y la Europa de los 15, así como en Alemania y en Estados Unidos, tanto el aumento de la retribución real por empleado (salarios más prestaciones de otro tipo) como el aumento del empleo en el conjunto de la economía, lo que tuvo como consecuencia inevitable que también lo fueran el aumento de la retribución real total (retribución real por persona multiplicada por el número de empleados), y el aumento del gasto real en consumo individual. Dicho simplemente, pese a la enorme subvención al poder de compra que representaban el efecto riqueza de la histórica burbuja del precio de los activos, y la reanudación en casi todas partes del antiguo déficit presupuestario keynesiano, el esfuerzo por recuperar las tasas de beneficio hundidas a niveles mínimos desde la Segunda Guerra Mundial dejó igualmente en mínimos el aumento de la demanda agregada en el conjunto del mundo capitalista avanzado, dando lugar al peor comportamiento económico desde finales de la década de 1940. Por eso, no era en absoluto sorprendente que en cuanto las burbujas comenzaron a desinflarse en 2006-2007, especialmente cuando el precio de la vivienda comenzó a caer, la economía global se vio ante su recesión más grave desde la Segunda Guerra Mundial... O algo incluso netamente peor.

La profundización de la crisis

No había que ser un científico nuclear para predecir que, al igual que la burbuja bursátil de la década de 1990, la burbuja inmobiliaria de principios del nuevo milenio tendría una vida limitada y que, en cuanto se desinflara, la economía, entraría en crisis. Desde la Segunda Guerra Mundial, nunca antes había aumentado el precio de la vivienda —durante un periodo significativo— más rápidamente que los precios en

general o que los alquileres: pero entre 1998 y 2006 aumentó un exorbitante 68 por 100 en términos reales. Tampoco era, por supuesto, un misterio cómo se produjo esto. Ciertamente no se podía explicar en términos de una mayor capacidad de las familias para comprar nuevas residencias, sino justamente lo contrario: entre 2000 y 2007, el salario real de los obreros no supervisores subió *en total* sólo un 2,2 por 100, mientras que los ingresos reales de una familia media no crecieron en absoluto, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial. Lo que permitió que el precio la vivienda se disparara como lo hizo, especialmente desde 2003-2004, fue la incorporación a ese mercado de un número cada vez mayor de familias cada vez menos cualificadas, alentadas a contratar hipotecas que no les exigían una entrada: sólo pagos mensuales de intereses, y que sólo podían esperar conservar sus residencias recién adquiridas si el precio de la vivienda seguía subiendo, les permitía refinanciar la hipoteca. Era una pirámide de Ponzi típica, de la que ahora dependía la economía. La burbuja inmobiliaria era indispensable para impulsarla, y para posibilitar el aumento del endeudamiento familiar que permitía el consumo y la inversión residencial, que juntos representaban *el 98 por 100* del aumento del PIB que tuvo lugar durante el ciclo económico. Cuando desapareció el estímulo que suponía la subida del precio de la vivienda, la economía quedó condenada a valerse por sí misma y, dado que la inversión no residencial y las exportaciones netas habían contribuido *negativamente* al aumento del PIB entre 2000 y 2007 y el empleo privado –medido en horas– no había aumentado en ese intervalo, difícilmente cabía esperar que las empresas asumieran de pronto la responsabilidad de expansión: justamente cuando el aumento de la demanda derivado de la burbuja inmobiliaria se estaba desvaneciendo.

El precio de la vivienda en Estados Unidos alcanzó un máximo en 2006 y, desde aquel momento, la película de la expansión impulsada por la construcción de viviendas se ha venido proyectando hacia atrás cada vez más rápidamente, procediendo la cadena causal en dirección opuesta. Del mismo modo que había subido de forma espectacular, ha caído con una velocidad sin precedentes, un 25 por 100 entre 2006 y finales de 2008, y se espera que su disminución desde el máximo de 2006 alcance el 40 por 100. La refinanciación hipotecaria se ha colapsado naturalmente, y ha entrado en terreno negativo. Como consecuencia, el aumento del gasto real individual en consumo, que había alcanzado un máximo del 3,6 por 100 en 2004, cayó, lenta pero continuamente, al 2,8 por 100 en 2007 y al 0,2 por 100 en 2008, mientras que la inversión residencial se desplomó a una tasa anual del 18 por 100 durante los tres últimos trimestres 2006, y siguió cayendo a la misma velocidad en 2007 y 2008. No había forma de que la inversión no residencial y las exportaciones netas pudieran reemplazarla. La tasa de aumento de la inversión no residencial subió algo desde 2004, pero ningún año el incremento llegó a suponer más del 0,7 por 100 del PIB, y contribuyó menos al crecimiento en 2006 y 2007 de lo que le restaba la disminución

de la inversión residencial. Se esperaba que el continuo declive del tipo de cambio del dólar (limitado frente a las monedas de Asia oriental) pudiera imprimir un giro, y que el déficit comercial estadounidense comenzara a disminuir al contraerse brusca-mente sus importaciones; pero al ser tan vitales las importaciones estadounidenses como motor de la economía para el resto del mundo, el resultado fue una reducción del crecimiento global y de la demanda de productos estadounidenses, de forma que el aumento de las exportaciones estadounidenses fue mínimo y efímero.

Conviene insistir en que la caída en la recesión estaba ya en marcha antes del estallido de la crisis financiera en julio-agosto de 2007. Los beneficios no financieros alcanzaron un máximo, junto con el precio de la vivienda, a mediados de 2006 y luego cayeron un 10 por 100 en el tercer trimestre de 2007. Durante el primer semestre de 2007, el aumento del empleo, ya muy débil, cayó un 50 por 100 con respecto al de 2005 y 2006, por lo que añadió una sustancial presión a la baja sobre la economía. Durante el segundo trimestre de 2007, la tasa de aumento de la renta monetaria real total de los hogares, que había rondado el 4,4 por 100 en 2005 y 2006, cayó a cerca de cero. En otras palabras, cuando se suman a los ingresos disponibles reales de los hogares, los préstamos obtenidos en la refinanciación de sus hipotecas, los créditos al consumo, y sus ganancias de capital (plusvalías), se aprecia que el dinero del que disponían realmente para gastar había dejado de aumentar antes de que estallara la crisis financiera durante el verano de 2007.

Evidentemente, el inicio de la licuefacción del mercado del crédito y bancario agravó considerablemente el frenazo de la economía, pero no se puede considerar como un factor exógeno. El mercado crediticio global, por medio de la burbuja de los activos respaldados por hipotecas, fue en último término el origen de la de las hipotecas *subprime* y, por consiguiente, de los máximos históricos alcanzados por los precios de las viviendas, y del incremento record del endeudamiento de los hogares y, en consecuencia, de buena parte de la propia expansión. Era inevitable que la implosión de la burbuja inmobiliaria no sólo invirtiera directamente el proceso de crecimiento económico, sino que también debilitara un sector financiero tan profundamente inserto, directa o indirectamente, en ese tipo de negocios, generando una espiral a la baja, autoalimentada, en la que el frenazo de la economía real originaba una reducción de los préstamos bancarios, y ésta intensificaba a su vez el declive de la economía real. Gran parte de la severidad de la crisis subsiguiente era, pues, inherente a la propia expansión, a su extrema debilidad en términos históricos, y a su dependencia de una subida del precio de la vivienda impulsada por una burbuja histórica del crédito. La economía había perdido gran parte de su capacidad de autosostenimiento futuro, cuando la recuperación de la rentabilidad en el sector industrial y privado en general llegó a su fin en 1995-1997, y tuvo que apoyarse a partir de aquel momento en el crecimiento sin precedentes de la deuda, que a su vez se apoyaba en una incremento cada vez mayor

del precio de los activos. Tras la implosión de esas burbujas la economía, carente de un motor interno, estaba condenada a la recesión.

En febrero de 2007, Mark Zandi, economista jefe de la agencia de calificación Moody's, ya aventuraba que «los títulos asociados a hipotecas de alto riesgo podrían catalizar una rápida modificación de los criterios con los que se evalúa éste» y que «la probabilidad de tal acontecimiento financiero parece perturbadoramente alta, dado el escaso diferencial de rentabilidad existente en el mercado global de bonos»⁵³. Dado que los inversores en títulos respaldados por hipotecas habían recurrido, durante el par de años anteriores, de forma generalizada a los pagarés de empresa respaldados por activos (ABCP) para financiar sus compras, parecía prácticamente garantizado que un eventual aumento del coste del endeudamiento afectara profundamente a las CMO/CDO y viceversa, dada la interdependencia existente entre ambos mercados. Durante el primer semestre de 2007, los tipos de interés comenzaron a subir inesperadamente (o a dejar de caer como se esperaba), y como al mismo tiempo caía el precio de la vivienda, los creadores de hipotecas *subprime* comenzaron a ir a la quiebra con números aterradores⁵⁴. Sólo era cuestión de tiempo que las firmas dedicadas a la inversión en CMO/CDO se vieran golpeadas duramente. Los *hedge funds*, patrocinados por Bear Stearns y UBS, fueron las primeras bajas importantes; pero en cuanto cayeron éstos en julio-agosto de 2007, el mercado de ABCP se secó y el de CMO/CDO se vino abajo. Ambos mercados dependían tan patentemente de la prolongación del coste absurdamente bajo del endeudamiento –desde hacía tiempo, se conocía la escasa credibilidad de las garantías subyacentes de esos títulos, las casas muy sobrevaloradas– que sólo nominalmente pertenecían a endeudados de alto riesgo que no podían permitírselas, y tenían pocas posibilidades de redimir sus hipotecas una vez que el precio de la vivienda dejara de subir.

Evidentemente, como se ha repetido, lo que determinó que la crisis del sector financiero resultara tan catastrófica fue que las principales instituciones financieras y los bancos, tanto comerciales como de inversión, en lugar de venderlas a otros inversores siguiendo el modelo «titulizar para distribuir», almacenaran –directa o indirectamente a través de sociedades vehiculares y vehículos de inversión estructurada– tantas CMO/CDO, y con un nivel tan alto de apalancamiento, que sufrieron pérdidas gigantescas que han seguido aumentando a medida que caía el precio de la vivienda, mientras la economía real seguía debilitándose. Durante el primer semestre de 2008 ya era evidente que, como consecuencia del colapso de los títulos res-

paldados por activos, muchos de los mayores bancos estadounidenses y de otros países estaban, de hecho, en bancarrota y su pasivo superaba, con mucho, sus activos; y dado que su problema era de insolvencia y no sólo de liquidez, ningún crédito, por grande que fuera, podía salvarlos.

Sin embargo, la profunda crisis de liquidez de los bancos y su incapacidad para prestar era y es sólo una parte del problema. Aun sin ella, los prestamistas habrían reducido radicalmente –como lo hicieron– su oferta de crédito a las empresas y familias al nublarse la perspectiva económica, del mismo modo que la habían aumentado drásticamente mientras la expansión parecía prolongarse. En cualquier caso, el problema básico no era –y no es– la insuficiente oferta de crédito, sino la escasa demanda del mismo. Las empresas habían restringido su inversión y empleo durante todo el ciclo económico y, si se endeudaban, era sobre todo para comprar activos financieros, por lo que no cabía esperar que comenzaran a solicitar préstamos para expandirse ahora, cuando caían el gasto en consumo, la demanda y los beneficios: por fáciles y baratos que les resultaran. Las familias habían constituido el principal soporte de la expansión económica, proporcionando la demanda que la impulsó mediante su creciente gasto en consumo personal e inversión residencial gracias a un endeudamiento histórico; pero al desvanecerse su riqueza nominal como consecuencia de la caída del precio de sus casas, y al tener que arrostrar la montaña de deudas que habían acumulado durante la burbuja de la vivienda, por no mencionar el deterioro del mercado laboral, ¿cómo cabía esperar otra cosa que una disminución del endeudamiento y del gasto, y que comenzaran de nuevo a ahorrar, por prudencia o por necesidad? En 2006, la tasa de aumento anual de la deuda de las familias era todavía del 10,2 por 100; pero, ya en 2007, había caído al 6,8 por 100, y durante 2008 fue tan sólo del 0,4 por 100. En 2006, la tasa de ahorro personal se había hundido hasta el -0,6 por 100, casi un mínimo histórico; pero ya en 2007 había subido al 2,8 por 100 anual y, durante 2008, saltó al 7,1 por 100. En la segunda mitad de 2008, los gastos de consumo personal y el PIB cayeron a una tasa anualizada del -4 por 100 y el -3,4 por 100, respectivamente.

A finales de 2008, sin que nada alentara el gasto de las empresas o las familias, la economía estaba experimentando una espiral a la baja autorreforzada, en la que la caída de la demanda de consumo daba lugar a menores beneficios, lo que provocaba reducciones de la inversión y del empleo y éstas, a su vez, nuevas reducciones de la demanda agregada y así sucesivamente, precipitándose en barrena. Mientras los bancos se negaban comprensiblemente a prestar en ese ambiente, ¿cómo podía aumentar un rescate del gobierno, por enorme y desigual que fuera, la oferta de crédito a la economía? ¿Por qué en todo caso deberían mostrar interés en endeudarse las empresas privadas o los hogares? Durante los siete años anteriores, los tipos de interés a corto plazo por debajo de cero de la Reserva Federal, el endeudamiento ré-

⁵³ M. A. Fisher, «Subprime Q&A», cit., p.21.

⁵⁴ P. R. Fisher, «What Happened to Risk Dispersion?», cit.

cord de los hogares, el disparatado déficit del presupuesto federal, y un dólar a la baja habían constituido de facto un estímulo keynesiano de proporciones históricas, pero la economía apenas se había movido. Con una economía real en caída libre que exacerbaba una crisis financiera sin precedentes y viceversa, ¿cómo se podía esperar que las intervenciones declaradamente keynesianas de los gobiernos, por titánicas que fueran, contuvieran la marea? La pregunta que todos se siguen haciendo es dónde, cuándo y cómo acabará todo esto.

Los Angeles, UCLA, 16 de febrero de 2009