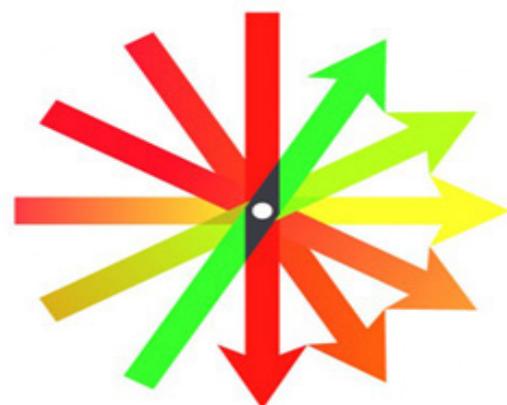


PAUL KRUGMAN

PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA

¡ACABAD YA

CON ESTA



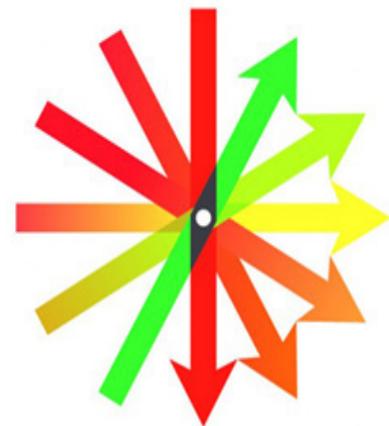
CRISIS!

PAUL KRUGMAN

PREMIO NOBEL DE ECONOMÍA

¡ACABAD YA

CON ESTA



CRISIS!

U U U U U U U



Paul Krugman, Premio Nobel de Economía, ha escrito un libro realmente extraordinario en el que las causas de la actual crisis económica, los motivos que conducen a que sigamos sufriendo hoy sus consecuencias y la forma de salir de ella, recuperando los puestos de trabajo y los derechos sociales amenazados por los recortes, se explican con una claridad y sencillez que cualquiera puede, y debería, entender.

«Naciones ricas en recursos, talento y conocimientos —los ingredientes necesarios para alcanzar la prosperidad y un nivel de vida decente para todos— se encuentran en un estado de intenso sufrimiento». ¿Cómo llegamos a esta situación? Y, sobre todo, ¿cómo podemos salir de ella? Krugman plantea estas cuestiones con su habitual lucidez y nos ofrece la evidencia de que una pronta recuperación es posible, si nuestros dirigentes tienen «la claridad intelectual y la voluntad política» de acabar ya con esta crisis.



eBooks con estilo

Paul Krugman

¡Acabad ya con esta crisis!

ePUB v1.0

JosuneBiz 19.06.12

más libros en epubgratis.me

Título original: *End This Depression Now!*
Paul Krugman, 2012.
Traducción: Cecilia Belza y Gonzalo García
Ilustraciones: Jaime Fernández
Diseño/retoque portada: Jaime Fernández

Editor original: JosuneBiz (v1.1)
ePub base v2.0

A los que están en paro, que merecen algo mejor

Y ahora, ¿qué hacemos?

El presente libro versa sobre la depresión económica que aflige ahora a Estados Unidos y muchos otros países; una depresión que acaba de entrar en su quinto año y que no muestra ningún signo de terminar en breve. Ciertamente, se han publicado ya muchos libros sobre la crisis financiera de 2008, que señaló el inicio de esta depresión, y sin duda se están preparando muchos otros. Pero este libro, según creo, es distinto de la gran mayoría porque intenta dar respuesta a una pregunta distinta. En su mayoría, la floreciente bibliografía sobre nuestro desastre económico inquiere: «¿Cómo ha pasado esto?». Yo, en cambio, me pregunto: «Y ahora, ¿qué hacemos?».

Obviamente, son preguntas con cierta relación; pero en ningún caso son la misma. Saber qué causa un ataque de corazón no nos aclara qué tratamiento darle cuando ocurre; lo mismo cabe afirmar de las crisis económicas. Y ahora mismo, la cuestión del tratamiento debería ser la que más nos preocupara. Cada vez que leo artículos, académicos o de opinión, que analizan lo que deberíamos hacer para prevenir futuras crisis financieras —y son muchos los artículos de esa clase que leo—, me despiertan cierta impaciencia. Sí, de acuerdo, la cuestión merece atención; pero como aún tenemos que recuperarnos de la última crisis, ¿no deberíamos tener como prioridad clara la recuperación de la crisis actual?

Pues aún vivimos, en buena medida, eclipsados por la catástrofe económica que golpeó tanto a Europa como a Estados Unidos hace cuatro años. El producto interior bruto (PIB), que normalmente crece unos dos puntos porcentuales al año, apenas supera el máximo previo a la crisis

incluso en países que han vivido una recuperación relativamente fuerte; y en varios países europeos se ha reducido en cifras de dos dígitos. Entretanto, el desempleo, en los dos lados del Atlántico, sigue remontándose a niveles que antes de la crisis nos habrían parecido inconcebibles.

La mejor forma de pensar sobre esta crisis continuada, a mi modo de ver, es aceptar el hecho de que estamos viviendo una verdadera depresión. No la Gran Depresión, de acuerdo; o no para la mayoría de nosotros, pues la respuesta es muy distinta si se les pregunta a los griegos, los irlandeses o incluso los españoles, con un desempleo del 23 por 100 (y de casi el 50 por 100 entre los jóvenes). Y, como fuere, esencialmente se trata de la misma clase de situación que John Maynard Keynes describió en la década de 1930: «un estado crónico de actividad inferior a la normal durante un período de tiempo considerable, sin tendencia marcada ni hacia la recuperación ni hacia el hundimiento completo».

Y esta no es una ninguna situación satisfactoria. Hay algunos economistas y algunos importantes gestores políticos que parecen satisfechos con evitar el «hundimiento completo»; pero la realidad es que el presente «estado crónico de actividad inferior a la normal», que se refleja sobre todo en la falta de puestos de trabajo, está causando una acumulación de graves penalidades a muchas personas.

Así pues, es de veras esencial que adoptemos medidas que favorezcan una recuperación real y completa. Y aquí viene la clave: sabemos cómo hacerlo; al menos, deberíamos saberlo. Estamos sufriendo penalidades que —pese a todas las diferencias de detalle que se deben a los 75 años de cambio social, tecnológico y económico— son claramente similares a las de los años treinta. Y sabemos qué deberían haber hecho entonces los gestores políticos: tanto por los análisis contemporáneos de Keynes y otros economistas, como por el gran número de estudios posteriores. Estos mismos análisis nos indican qué deberíamos hacer para solventar las dificultades que experimentamos hoy.

Por desgracia, no estamos usando el conocimiento que tenemos porque, por una serie diversa de razones, demasiadas personas de entre las que más

pesan —políticos, funcionarios públicos de primer orden y la clase más general de autores y comentaristas que definen el saber convencional— han elegido olvidar las lecciones de la historia y las conclusiones de varias generaciones de grandes analistas económicos; y en lugar de este conocimiento, obtenido con tanto empeño, han optado por prejuicios ideológica y políticamente convenientes. Sobre todo, el saber convencional de aquellos que algunos de nosotros hemos pasado a denominar, con sarcasmo, la «gente muy seria», ha hecho caso omiso por completo de la máxima esencial de Keynes: «el auge, y no la depresión, es la hora de la austeridad». Es hora de que el gobierno gaste más, y no menos, hasta que el sector privado esté preparado de nuevo para impulsar la economía. Sin embargo, lo habitual ha sido instaurar políticas de austeridad y de destrucción de empleo.

Este libro, pues, intenta romper con el predominio de este saber convencional tan destructivo y defiende la necesidad de adoptar políticas expansivas y de creación de empleo. Para esta defensa tendré que presentar pruebas, por lo que el libro contiene algunos cuadros y figuras. Pero confío en que esto no lo haga parecer un texto técnico; en que siga siendo accesible a cualquier lector inteligente, sin conocimientos especiales de economía. Pues lo que intento hacer aquí, de hecho, es saltar por encima de esa «gente seria» que, por la razón que sea, nos ha metido a todos en el camino equivocado, a costa de enormes sufrimientos para nuestras economías y nuestras sociedades; y apelo en cambio a una opinión pública informada, que nos lleve a hacer lo correcto.

Tal vez —solo tal vez— nuestra economía esté por fin en el trayecto rápido a una verdadera recuperación cuando este libro llegue a las estanterías, con lo que mi llamamiento no será necesario. Así lo deseo, con todas mis fuerzas; pero dudo mucho de que sea así. El hecho es que todos los indicios apuntan a que nuestra economía seguirá estando débil durante mucho tiempo, mientras los gestores de nuestras políticas no cambien el rumbo. A lo que aspiro con estas páginas es a ejercer presión, a través de una opinión pública informada, para que ese rumbo cambie de una vez y acabemos ya con esta crisis.

¿Cuán mal están las cosas?

-Creo que, ahora que empiezan a emerger esos brotes verdes en distintos mercados y que ha empezado a restaurarse la confianza, esto iniciará la dinámica positiva que recuperará nuestra economía.

-¿Ve usted brotes verdes?

-Si que los veo, veo brotes verdes.

BEN BERNANKE, presidente de la Reserva Federal, entrevistado por *60 Minutes*, 15 de marzo de 2009.

En marzo de 2009, Ben Bernanke, quien normalmente no es ni el más alegre ni el más poético de los hombres, rebotó optimismo al respecto de la perspectiva económica. Tras la caída de Lehman Brothers, seis meses antes, Estados Unidos había entrado en un picado económico terrorífico. Pero el presidente de la *Fed* apareció en el programa de televisión *60 Minutes* y declaró que la primavera estaba próxima.

Sus comentarios adquirieron fama inmediata, en parte por lo siguiente: exhibían un inquietante parecido con las palabras de Chance —alias Chauncey Gardiner—, el jardinero simple al cual, en la película *Being There*^[1], se confunde con un hombre sabio. En una de las escenas de este filme se pide a Chance que comente la política económica y este tranquiliza al presidente diciendo: «Mientras que no se corten las raíces, todo está y

estará bien en el jardín ... En primavera habrá crecimiento». A pesar de las bromas, sin embargo, el optimismo de Bernanke era ampliamente compartido. A finales de 2009, Time eligió a Bernanke como su «Persona del Año».

Por desgracia, no todo iba bien en el jardín y el crecimiento prometido no llegó nunca.

Para ser justos, Bernanke tenía razón al afirmar que la crisis estaba mejorando. El pánico que se había apoderado de los mercados financieros estaba calmándose y el hundimiento económico perdía velocidad. Según el contador oficial de la Agencia Nacional de Estudios Económicos de Estados Unidos, la denominada «Gran Recesión», que había comenzado en diciembre de 2007, terminó en junio de 2009, cuando se inició una recuperación. Pero si hubo tal recuperación, fue de una clase que sirvió de muy poca ayuda a la mayoría de estadounidenses. Los puestos de trabajo siguieron siendo escasos; cada vez más familias continuaban agotando sus ahorros, perdiendo sus hogares y, lo peor de todo, perdiendo la esperanza. Ciertamente, la tasa de desempleo ha descendido con respecto al máximo que alcanzó en octubre de 2009. Pero la mejora ha avanzado a paso de caracol; varios años después de que Bernanke hablara de ella, seguimos esperando a que la «dinámica positiva» haga su aparición.

Y esto era en Estados Unidos, que, al menos desde el punto de vista técnico, vivía una recuperación. Otros países ni siquiera lograron esto. En Irlanda, en Grecia, en España, en Italia, los problemas con la deuda y los programas de «austeridad» que supuestamente debían restaurar la confianza no solo abortaron cualquier clase de recuperación, sino que produjeron nuevas depresiones y multiplicaron el paro.

Y las penalidades no cesaron. Escribo estas palabras casi tres años después de que Bernanke creyera ver aquellos brotes verdes, tres años y medio después de la caída de Lehman, más de cuatro años después del inicio de la Gran Recesión. Y los ciudadanos de las naciones más avanzadas del mundo, de naciones con abundancia de recursos, talento y saber —todos los ingredientes de la prosperidad y un nivel de vida decente para todos— siguen viviendo en un estado de intenso padecer.

En el resto del presente capítulo intentaré documentar algunas de las dimensiones principales de este padecimiento. Me centraré principalmente en Estados Unidos, que es tanto el lugar donde vivo como el país que conozco mejor, y más adelantado el libro desarrollaré un análisis amplio del padecimiento internacional. Y empezaré con la cuestión más importante, y el tema en el que hemos actuado peor: el desempleo.

LA SEQUÍA DE EMPLEOS

Los economistas, según el viejo dicho, saben el precio de todo y el valor de nada. Y, en fin, hay mucho de cierto en esa acusación: como los economistas estudian principalmente la circulación de dinero y la producción y el consumo de cosas, tienden a dar por sentado, con un sesgo inherente, que lo que importa son el dinero y las cosas. Sin embargo, hay un campo de investigación económica que se centra en cómo las medidas de bienestar indicadas por uno mismo, tales como la felicidad o la «satisfacción vital», se relacionan con otros aspectos de la vida. Sí, es lo que se conoce como «estudio de la felicidad»; Ben Bernanke incluso dio una conferencia sobre ello, en 2010, titulada «La economía de la felicidad». Y esta investigación nos dice algo muy importante al respecto del lío en el que estamos.

En efecto, el estudio de la felicidad nos dice que el dinero carece de tanta importancia una vez que uno ha llegado a poderse costear las necesidades de la vida. Los beneficios de ser más rico no son iguales a cero, en un sentido literal: los ciudadanos de los países ricos, de media, se hallan algo más satisfechos con sus vidas que los ciudadanos de las naciones menos acomodadas. Además, ser más rico o más pobre que las personas con las que te comparas es una cuestión de gran relevancia, y la razón por la cual la extrema desigualdad puede tener un efecto muy corrosivo en la sociedad. Pero, a fin de cuentas, el dinero es menos importante de lo que los materialistas crudos —y muchos economistas— quisieran creer.

Ello no supone decir, sin embargo, que los asuntos económicos carezcan de importancia en la verdadera escala de las cosas. En efecto, hay un aspecto impulsado por la economía que resulta enormemente relevante para el bienestar humano: tener trabajo. Las personas que desean trabajar pero no encuentran un puesto sufren sobremanera, no solo por la pérdida de ingresos, sino también por la pérdida de confianza en la propia valía. Esta es una de las razones más graves de que el desempleo masivo —que se está produciendo en Estados Unidos desde hace cuatro años— sea una auténtica tragedia.

¿Cuán grave es el problema del desempleo? Veámoslo con atención.

Por descontado, lo que nos interesa es el paro *involuntario*. La gente que no trabaja porque ha elegido no trabajar o, al menos, no hacerlo en la economía de mercado —jubilados que están contentos de su jubilación, o aquellas mujeres u hombres que han decidido ocuparse de su casa a tiempo completo—, esta no cuenta. Tampoco los discapacitados; su incapacidad laboral es lamentable, pero no obedece a las cuestiones económicas.

Bien, siempre ha habido personas que afirman que el desempleo involuntario, como tal, no existe; pues todo el mundo puede hallar trabajo si realmente aspira a trabajar y no se excede en sus exigencias de salario o condiciones laborales. Recuerden por ejemplo a Sharron Angle, candidata republicana al Senado, que declaró en 2010 que los desempleados eran unos «mimados» que preferían vivir de las rentas del paro, antes que ocupar un puesto de trabajo. O a la gente de la Comisión de Comercio de Chicago, que, en octubre de 2011, se rio de manifestantes contrarios a la desigualdad arrojándoles una lluvia de formularios de solicitud de empleo para McDonald's. También hay economistas como Casey Mulligan, de la Universidad de Chicago, quien ha escrito para el web del *New York Times* múltiples artículos en los que insiste en que la pronunciada caída del empleo tras la crisis financiera de 2008 no se debía a que faltaran ocasiones laborales, sino a que había menguado la voluntad de trabajar.

La respuesta clásica a este tipo de personas procede de un pasaje que hallamos al poco de empezar la novela *El tesoro de Sierra Madre* (más

conocida por la adaptación cinematográfica de 1948, protagonizada por Humphrey Bogart y Walter Huston):

Todo el que quiera trabajar y lo quiera de verdad encontrará un puesto de trabajo, sin duda. Lo único que no hay que hacer es ir al hombre que te está diciendo esto, pues él no tiene trabajo que ofrecer ni sabe de nadie que sepa de un puesto libre. Esta es precisamente la razón por la que te aconseja tan sabiamente: por amor fraternal, y también para demostrar qué poco conoce este mundo.

Poco hay que objetar. Y en cuanto a las solicitudes para McDonald's, en abril de 2011, en efecto, McDonald's anunció la contratación de 50.000 nuevos trabajadores. Recibió aproximadamente un millón de solicitudes.

Todo el que tiene un mínimo de familiaridad con el mundo, en suma, sabe que el paro, como desempleo involuntario, es algo muy real. Y, en la actualidad, un tema urgente.

¿Cómo de grave es el problema del desempleo involuntario y hasta qué punto ha empeorado?

Las cifras del desempleo en Estados Unidos, según suelen citarse en las noticias, se basan en una encuesta en la que se pregunta a personas adultas si o bien trabajan o bien están buscando trabajo activamente. A los que buscan empleo pero carecen de él se los considera en paro. En diciembre de 2011, los desempleados estadounidenses ascendían a más de 13 millones, frente a los 6,8 millones de 2007.

Si uno piensa sobre esta definición estándar de desempleo, sin embargo, verá que omite mucha aflicción. ¿Dónde están las personas que desean trabajar pero no buscan empleo de forma activa (porque, o bien no hay puestos a los que aspirar, o bien se han desanimado después de mucho buscar en vano)? ¿Dónde los que quieren un trabajo a tiempo completo, pero solo han podido encontrarlo de media jornada? Bien, la Agencia Estadounidense de Estadística Laboral intenta incluir a estos infortunados

en una medida más amplia del desempleo, conocida como U6; de acuerdo con estos cálculos más numerosos, en Estados Unidos hay cerca de 24 millones de desempleados: cerca de un 15 por 100 de la fuerza de trabajo y aproximadamente el doble de la cifra anterior al inicio de la crisis.

Sin embargo, incluso este indicador es incapaz de abarcar el dolor en toda su extensión. En el moderno Estados Unidos, la mayoría de familias incluyen a dos cónyuges trabajadores; tales familias sufren, tanto financiera como psicológicamente, si uno de los dos cónyuges está desempleado. También hay trabajadores que solían llegar a fin de mes gracias a un segundo empleo, y ahora deben conformarse con solo uno; o que contaban con la paga por unas horas extras que han dejado de realizar. Hay empresarios independientes que han visto menguar mucho sus ingresos. Hay trabajadores especializados que, acostumbrados a desarrollarse en buenos puestos de trabajo, se han visto obligados a aceptar empleos que no usan nada de su saber específico. Y tantos otros ejemplos.

No hay cálculo oficial del número de estadounidenses atrapados en esta clase de penumbra del desempleo formal. Pero según una encuesta de junio de 2011, realizada entre probables votantes —un sector al que cabe suponer en mejor forma que la población en su conjunto—, el grupo de sondeos Democracy Corps halló que un tercio de los estadounidenses había padecido alguna pérdida de trabajo, bien por sí mismos o bien por otro miembro de la familia; y que otro tercio conocía a alguien que había perdido un empleo. Y casi el 40 por 100 de las familias habían sufrido reducciones de horas, salarios o complementos.

Las penalidades, pues, están muy generalizadas. Pero tampoco esto es toda la historia, aún no: para millones de personas, el daño causado por los problemas económicos fluye a gran profundidad.

VIDAS ARRUINADAS

Siempre hay cierto desempleo en una economía dinámica y compleja como la del moderno Estados Unidos. Cada día se hunden algunos

negocios, con los empleos que ello comporta, al tiempo que otros crecen y necesitan a más trabajadores; hay trabajadores que abandonan su puesto o son despedidos por razones idiosincrásicas y sus antiguos empleadores les buscan reemplazo. En 2007, cuando el mercado laboral funcionaba bastante bien, hubo más de 20 millones de ceses o despidos, a la par que un número aún superior de contratos.

Toda esta agitación supone que siempre existe cierto desempleo, incluso en las buenas épocas, porque a menudo se requiere un tiempo para que los candidatos a trabajar encuentren o acepten los nuevos puestos. Como se ha visto, en el otoño de 2007, a pesar de que la economía era notoriamente próspera, había casi 7 millones de desempleados. Hubo millones de parados incluso en el punto culminante de la gran prosperidad de los años noventa, cuando se hizo popular el chiste de que para encontrar trabajo bastaba con pasar el «examen del espejo»: que tu aliento empañara un espejo, esto es, que no estuvieras muerto.

Pero en las épocas de prosperidad, el desempleo es, en su mayoría, una experiencia breve. En los buenos tiempos existe un equivalente aproximado entre el número de personas que buscan trabajo y el número de nuevas ofertas y, de resultas de ello, la mayor parte de los desempleados hallan un empleo con relativa rapidez. De estos 7 millones de estadounidenses desempleados antes de la crisis, menos de uno de cada cinco pasó más de seis meses sin trabajo; menos de uno de cada diez pasó más de un año sin trabajo.

Esta situación ha cambiado completamente desde la crisis. Ahora, por cada nuevo puesto de trabajo, hay cuatro personas que buscan empleo, lo cual significa que a los trabajadores que pierden su empleo les resulta muy difícil encontrar otro. Seis millones de estadounidenses —casi cinco veces las cifras de 2007— llevan por lo menos seis meses sin trabajo; cuatro millones han estado desempleados durante más de un año, frente a los solo 700.000 de antes de la crisis.

Esto es algo casi totalmente nuevo en la experiencia de Estados Unidos; digo «casi totalmente» porque el desempleo de larga duración fue obviamente habitual durante la Gran Depresión. Pero no se había visto nada

parecido desde entonces. Desde los años treinta del siglo pasado no ha habido tantos estadounidenses que parecían atrapados en un estado de desempleo permanente.

El desempleo de larga duración resulta de lo más desmoralizador para cualquier trabajador, de donde sea. Pero en Estados Unidos, donde la red de seguridad social es más débil que en ningún otro país avanzado, puede convertirse fácilmente en una pesadilla. Perder el trabajo supone a menudo perder también el seguro de salud. Las prestaciones por desempleo, que habitualmente empiezan por cubrir solo una tercera parte de los ingresos perdidos, se terminan; a lo largo de 2010-2011 se produjo una ligera caída en la tasa de desempleo oficial, pero el número de estadounidenses que carecía de trabajo y no recibía ninguna prestación se duplicó. Y cuando el desempleo se arrastra, las finanzas familiares se derrumban: el ahorro familiar se agota, no se pueden pagar las facturas, la casa se pierde.

Esto tampoco es todo. Las causas del desempleo de larga duración, claramente, tienen que ver con sucesos macroeconómicos y errores de gestión política que se hallan fuera del control de los desempleados, pero aun así, esto no impide que las víctimas carguen con un estigma. Pasar mucho tiempo en el paro, ¿en verdad hace que uno pierda pericia laboral, que sea un mal candidato a un puesto de trabajo? El hecho de que uno haya podido ser uno de esos desempleados de larga duración ¿en verdad indica que uno es de la clase de los *perdedores*? Tal vez no sea así en realidad; pero muchos empleadores creen en efecto que así es y, para el candidato al empleo, esto puede ser definitivo. Pierda un trabajo en esta economía y le resultará muy difícil encontrar otro; pase desempleado un tiempo largo y le considerarán persona inempleable.

A todo esto, añádase el perjuicio causado a la vida interior de esos estadounidenses. El lector sabrá qué quiero decir, si conoce a alguien que lleve tiempo atrapado en el desempleo; incluso aunque esta persona haya logrado esquivar por ahora la angustia financiera, el golpe a la dignidad y el respeto propio puede resultar devastador. Y la cuestión es aún peor, claro, si se le suma la angustia económica. Cuando Ben Bernanke hablaba del «estudio de la felicidad», hacía hincapié en la constatación de que la

felicidad depende, en buena medida, de la sensación de tener la propia vida bajo control. Ahora piense el lector qué le ocurre a esta sensación de control cuando uno ansia trabajar pero los meses pasan sin hallar empleo; cuando la vida que has ido construyendo se está derrumbando porque se termina el dinero. No es de extrañar que, según sugieren numerosos estudios, el paro de larga duración produzca ansiedad y depresión psicológica.

Además están las penalidades de los que aún no tienen puesto de trabajo porque están ingresando por vez primera en el mundo laboral. Sin duda, estos son tiempos terribles para los jóvenes.

El desempleo entre los jóvenes, al igual que ocurrió en prácticamente todos los demás grupos demográficos, vino a duplicarse como consecuencia inmediata de la crisis y luego se fue reduciendo muy ligeramente. Pero como los trabajadores jóvenes tienen una tasa de paro mucho más elevada que sus mayores, incluso en los buenos tiempos, esto supuso un ascenso del desempleo mucho más considerable, en relación con la fuerza de trabajo.

Por otro lado, los jóvenes que uno quizá habría supuesto que estaban mejor situados para capear la crisis —los recién licenciados en la universidad, de quien cabe esperar que estén más preparados que los demás, en saber y capacidades, para responder a las exigencias de una economía moderna— no se libraron en absoluto del problema. Uno de cada cuatro licenciados recientes, aproximadamente, se halla ora desempleado, ora en un empleo a tiempo parcial. También se ha producido un descenso notable en los salarios entre aquellos que sí cuentan con trabajos de jornada completa; probablemente, porque muchos de ellos se vieron forzados a aceptar empleos mal pagados, que no requerían de su formación.

Una cosa más: también se ha incrementado claramente el número de estadounidenses de edades comprendidas entre los 24 y los 34 años que siguen viviendo con sus padres. Esto no se explica por ninguna explosión repentina de devoción filial: representa una reducción radical en las oportunidades de dejar el nido.

Para los jóvenes, se trata de una situación de lo más frustrante. Se espera de ellos que vayan resolviendo su vida y, en cambio, se hallan dando vueltas como un avión demorado a la espera de la autorización de aterrizaje.

Muchos, como es lógico, se inquietan por su futuro. ¿Cuán larga será la sombra que arrojarán sus problemas actuales? ¿Cuándo pueden confiar en recuperarse por completo de la mala suerte de haberse licenciado en tiempos de una economía que sufre de problemas graves?

Esencialmente, nunca. Lisa Kahn, economista de la Escuela de Dirección de Yale, ha comparado las carreras de los licenciados universitarios que se graduaron en tiempos de paro elevado con las de quienes lo hicieron en épocas de bonanza económica; y los licenciados a los que les tocaron los malos tiempos desarrollaron carreras significativamente peores, no solo en los pocos años posteriores a su graduación, sino durante toda su vida laboral. Y estas épocas pasadas de paro alto fueron relativamente breves, comparadas con la que estamos experimentando hoy, lo que sugiere que el daño que, a largo plazo, sufrirán las vidas de los jóvenes estadounidenses será, en esta ocasión, mucho mayor.

DÓLARES Y CÉNTIMOS

¿Dinero? ¿Alguien ha mencionado el dinero? Hasta ahora, yo no; al menos, no directamente. Y ha sido deliberado. El desastre que estamos pasando es, en buena parte, una historia de mercados y dinero —un cuento en el que obtener y gastar se han torcido—, pero lo que lo convierte en un desastre es su dimensión humana, no el dinero perdido.

Dicho esto, hablamos de un montón de dinero perdido.

El indicador más habitual, a la hora de medir el rendimiento económico general, es el producto interior bruto real (PIB real, abreviado). Es el valor total de los bienes y servicios producidos en una economía, con el ajuste de la inflación; a grandes rasgos, es la suma de las cosas (incluidos los servicios, por descontado) que la economía realiza en un período de tiempo dado. Como los ingresos proceden de vender, también se trata del importe total de los ingresos obtenidos, lo que determina la magnitud del pastel que se va a repartir entre salarios, beneficios e impuestos.

En un año promedio, antes de la crisis, el PIB real de Estados Unidos crecía entre el 2 y el 2,5 por 100 anual. Ello se debía a que la capacidad productiva de la economía estaba creciendo con el paso del tiempo: cada año había más personas con voluntad de trabajar, más máquinas y estructuras para uso de estos trabajadores, y más tecnología compleja puesta a su disposición. Había retrocesos ocasionales —recesiones— en los que la economía se encogía, brevemente, en lugar de crecer. En el próximo capítulo hablaré de cómo y por qué puede ocurrir esto. Pero estos retrocesos solían ser breves y reducidos y a continuación se producían estallidos de crecimiento en los que la economía recuperaba el terreno perdido.

Hasta la crisis reciente, la peor experiencia de retroceso de la economía estadounidense, desde la Gran Depresión, fue el «doble descenso» de 1979 a 1982: dos recesiones en estrecha sucesión que se analizan mejor como una única crisis con una breve recuperación central. En lo más profundo de esa crisis, a finales de 1982, el PIB real estaba 2 puntos porcentuales por debajo de su cúspide anterior. Pero la economía pasó a dar un fuerte salto adelante y, durante los dos años siguientes —«amanecer en América»—, se creció al 7 por 100, antes de reanudar el ritmo de crecimiento acostumbrado.

La Gran Recesión —la crisis que se extiende de finales de 2007 a mediados de 2009, cuando la economía se estabilizó— fue más pronunciada y aguda: a lo largo de esos 18 meses, el PIB real cayó el 5 por 100. Como dato aún más importante, sin embargo, está el hecho de que no ha habido el fuerte salto adelante que contrarrestara la caída. Desde el fin oficial de la recesión, el crecimiento, por el contrario, ha sido inferior a lo normal. El resultado es una economía que produce mucho menos de lo que debería.

La Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO) publica un cálculo, de uso habitual, sobre el PIB real «potencial», definido como medida de la «producción sostenible, en la que la intensidad de uso de los recursos ni añade ni resta a la presión inflacionaria». Concíbese como lo que ocurriría si el motor económico estuviera funcionando con todos los cilindros, pero sin sobrecalentamiento; es un cálculo de lo que podríamos, y deberíamos, estar consiguiendo. Es muy próximo a lo que se obtiene cuando se parte del

punto alcanzado por la economía estadounidense en 2007 y se proyecta lo que estaría produciendo ahora si el crecimiento hubiera continuado desarrollándose a su ritmo de largo plazo.

Algunos economistas consideran que esta clase de cálculos inducen a confusión, pues nuestra capacidad productiva ha recibido un golpe muy importante; en el capítulo 2 explicaré por qué no estoy de acuerdo con esta idea. Por ahora, sin embargo, tomemos sin más el cálculo de la CBO. Lo que nos dice, en el momento en que escribo estas palabras, es que la economía estadounidense está funcionando aproximadamente un 7 por 100 por debajo de su potencial. O, por decirlo con palabras algo distintas, actualmente producimos un valor cerca de un billón de dólares inferior a lo que podríamos y deberíamos estar produciendo.

Se trata de una cifra *anual*. Si se suma el valor perdido desde que empezó la crisis, estamos cerca de los tres billones. Y, dada la debilidad sostenida de la economía, es obvio que esta cifra aún crecerá mucho más. En el punto en el que estamos, podríamos considerarnos muy afortunados si terminamos con una pérdida de producción acumulada de «solo» 5 billones (de dólares estadounidenses).

No se trata de pérdidas sobre el papel, como la riqueza perdida cuando estallaron la burbuja punto.com o la inmobiliaria; esta riqueza, para empezar, nunca fue real. No, aquí hablamos de productos con valor, que podrían y deberían haber sido manufacturados pero no lo fueron; se trata de salarios y beneficios que podrían y deberían haberse ingresado, pero no llegaron a materializarse. Eso son los 5 billones, o los 7 billones, o quizá incluso más, que nunca podremos recuperar. La economía terminará recuperándose, o así lo espera uno, claro; pero esto supondrá, en el mejor de los casos, retomar la antigua tendencia, no compensar todos los años que pasó por debajo de esa tendencia.

Digo «en el mejor de los casos» con toda intención, porque hay buenas razones para creer que la prolongada debilidad de la economía pasará factura en su potencial a largo plazo.

PERDER EL FUTURO

Entre todas las excusas que se oyen a favor de no hacer nada para concluir esta depresión, hay una muletilla que repiten constantemente los defensores de la inacción: lo que se debe hacer, nos dicen, es centrarnos en el largo plazo, no en el corto plazo.

Esto es erróneo en múltiples sentidos, como veremos más adelante en este libro. Entre otras cosas, implica una abdicación intelectual, por la negativa a aceptar la responsabilidad de comprender la depresión actual; es tentador y fácil sacudirse todo lo negativo y apelar con displicencia al largo plazo, pero eso supone buscar la salida perezosa y cobarde. John Maynard Keynes estaba diciendo exactamente esto cuando escribió uno de sus pasajes más famosos: «Este *largo plazo* es una guía errónea para comprender el presente. A *largo plazo* estaremos todos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil e inútil si, en las épocas tempestuosas, lo único que pueden decirnos es que cuando la tormenta pase las aguas se habrán calmado de nuevo».

Centrarse solo en el largo plazo supone hacer caso omiso del vasto sufrimiento que la depresión actual está causando; de las vidas que está arruinando, irreparablemente, mientras el lector pasa la vista sobre estas letras. Pero esto no es todo. Nuestros problemas de corto plazo —si es que en verdad se puede considerar «de corto plazo» una crisis que cumple su quinto año— están dañando nuestras perspectivas a largo plazo, por múltiples canales.

Ya he mencionado unos pocos canales de esa índole. Uno es el efecto corrosivo del desempleo de larga duración: si los trabajadores que han estado sin empleo durante períodos de tiempo extensos pasan a considerarse como no aptos para el mundo laboral, ello provoca una reducción de largo plazo en la fuerza de trabajo efectiva de la economía y, por lo tanto, de su capacidad productiva. Las penalidades de los licenciados universitarios que se ven obligados a aceptar trabajos que no usan su especialización es en

parte similar: con el paso del tiempo, pueden verse degradados —al menos, ante los potenciales empleadores— a la condición de trabajadores no especializados, lo que supone que su formación se desaprovecha.

Otro modo en el que la crisis socava nuestro futuro es a través de la baja inversión en las empresas. Las empresas no están invirtiendo mucho en expandir su capacidad; de hecho, la capacidad productiva se ha reducido en torno al 5 por 100 desde el inicio de la Gran Recesión, pues las compañías han desechado viejos medios de producción sin instalar a cambio otros nuevos. Corre mucha mitología sobre la baja inversión de las empresas — ¡Es una falsedad! ¡Es el miedo a ese socialista de la Casa Blanca!—, pero en realidad no hay ningún misterio: la inversión es baja porque las empresas no están vendiendo bastante como para usar toda la capacidad que ya poseen.

El problema es que, si la economía finalmente se recupera, y cuando lo haga, topará contra límites de capacidad y cuellos de botella productivos mucho antes de lo que habría ocurrido si la crisis persistente no hubiera dado a los negocios toda clase de razones para dejar de invertir en el futuro.

Por último, y no menos importante, la (negativa) manera en que se ha manejado esta crisis económica ha supuesto que los programas públicos orientados al futuro estén siendo atacados con fiereza.

Educar a los jóvenes es crucial para el siglo xxi; o eso dicen todos los políticos y expertos. Pero la depresión sostenida, al crear una crisis fiscal entre los gobiernos locales y estatales, ha provocado el despido de unos 300.000 maestros. La misma crisis fiscal ha causado que los gobiernos locales y estatales pospongan o cancelen inversiones en infraestructuras de agua y transporte, como el segundo túnel ferroviario bajo el río Hudson — pese a que se necesita con urgencia—, los proyectos de tren de alta velocidad de Wis-consin, Ohio y Florida, los proyectos de tren ligero cancelados en numerosas ciudades y tantos otros ejemplos. Con los ajustes por la inflación, la inversión pública ha caído intensamente desde que empezó la depresión. De nuevo, ello supone que si la economía se recobra al fin, y cuando lo haga, toparemos demasiado pronto con cuellos de botella y escasez.

¿Cuánto deberían preocuparnos estos sacrificios del futuro? El Fondo Monetario Internacional ha estudiado las consecuencias de crisis financieras anteriores en varios países, y los resultados son profundamente inquietantes: esas crisis no solo causan graves daños a corto plazo, sino que parecen exigir asimismo un enorme peaje a largo plazo, pues el crecimiento y el empleo se desplazan, de forma más o menos permanente, a un nivel inferior. Y aquí está el *quid*.-, los datos sugieren que una acción eficaz, en lo que respecta a limitar la profundidad y duración de la recesión posterior a una crisis financiera, reduce también estos daños a largo plazo; lo que supone, a la inversa, que no adoptar esas medidas necesarias —omisión que nosotros estamos cometiendo en la actualidad— también supone aceptar un futuro más limitado y amargo.

PENALIDADES EN EL EXTRANJERO

Hasta este punto, he estado hablando de Estados Unidos por dos razones obvias; es mi país —por lo que su dolor me afecta especialmente— y es también el país que conozco mejor. Pero sus penalidades no son, de ningún modo, un caso único.

Europa, en particular, presenta un panorama igualmente desolador. Además, Europa ha sufrido un revés, en cuanto al desempleo, que sin llegar a ser tan negativo como en Estados Unidos sí ha resultado igualmente terrible; de hecho, en lo que respecta al PIB, los números de Europa son peores. Pero la experiencia europea es extremadamente irregular, según cada una de las naciones. Alemania se ha librado relativamente bien (hasta ahora; pero habrá que ver qué ocurre en el futuro inmediato); la periferia europea, en cambio, ha vivido un desastre absoluto. En particular, si esta es una época terrible para ser joven en Estados Unidos, con una tasa de desempleo del 17 por 100 entre las personas de menos de 25 años, es una pesadilla en Italia (donde la tasa de paro juvenil es del 28 por 100), Irlanda (30 por 100) y España (donde llega al 43 por 100).

La buena noticia sobre Europa, en su situación, es que como las naciones europeas poseen redes de seguridad social mucho más fuertes que Estados Unidos, las consecuencias inmediatas del desempleo son mucho menos graves. Un sistema de atención sanitaria universal significa que perder el trabajo en Europa no supone perder el seguro de salud; las prestaciones de paro, relativamente generosas, suponen que el hambre y la falta de hogar no son tan corrientes.

Pero la extraña combinación europea de unidad y desunión —el hecho de que la mayor parte de sus naciones hayan adoptado una moneda común sin haber creado antes la clase de unión política y económica que esa clase de moneda común exige— se ha convertido en una fuente gigantesca de debilidad y crisis renovada.

En Europa, como en Estados Unidos, la depresión ha afectado a las regiones de forma desigual; las zonas que, antes de la crisis, desarrollaron las burbujas mayores, ahora viven la mayor recesión: por hacer una comparación, España vendría a ser la Florida de Europa, e Irlanda, su Nevada. Pero la asamblea legislativa de Florida no tiene que preocuparse por reunir los fondos con los que sufragar la atención social y sanitaria, que sufraga el gobierno federal; y en cambio España se encuentra sola, al igual que Grecia, Portugal e Irlanda. Por eso en Europa la economía deprimida ha causado crisis fiscales, en las que los inversores privados ya no se muestran dispuestos a prestar a determinados países. Y la respuesta a estas crisis fiscales —el intento desesperado y salvaje de recortar el gasto— ha empujado el desempleo, en toda la periferia europea, a los niveles de la Gran Depresión; y en el momento de escribir estas páginas, parece estar empujando a Europa de vuelta a una recesión pura y dura.

LA POLÍTICA DE LA DESESPERACIÓN

Los costes últimos de la Gran Depresión fueron mucho más allá de las pérdidas económicas, e incluso del sufrimiento asociado al desempleo masivo. Pues la Gran Depresión tuvo asimismo un efecto político

catastrófico. En particular, aunque la sabiduría moderna convencional relaciona el ascenso de Hitler con la hiperinflación alemana de 1923, lo que en realidad lo llevó al poder fue la depresión alemana de los primeros años treinta, depresión que fue aún más grave que en el resto de Europa debido a las políticas deflacionarias del canciller Heinrich Brüning.

¿Puede ocurrir algo como esto hoy en día? Hay un estigma, bien establecido y justificado, que desacredita toda invocación de los paralelos con el nazismo (busque el lector el adagio conocido como «ley de Godwin»); y es difícil creer que en el siglo xxi pueda ocurrir algo así de malo. Ahora bien, sería de necios minimizar los riesgos que una recesión prolongada supone para los valores y las instituciones democráticas. De hecho, en todo el mundo civilizado ha habido un ascenso claro en las políticas extremistas: movimientos extremistas contrarios a la inmigración, movimientos nacionalistas radicales y, sí, también los sentimientos autoritarios están cogiendo fuerza. Así, una de las naciones occidentales, Hungría, ha avanzado mucho en el camino de regresar a un régimen autoritario que recuerda a los que se expandieron por tantos países de Europa en los años treinta.

Y Estados Unidos no es inmune a estos cambios. ¿Acaso alguien puede negar que el Partido Republicano se ha vuelto mucho más extremista a lo largo de los últimos años? Y si algo más adelante, en este mismo año, se le presenta una ocasión razonable de hacerse con el Congreso y la Casa Blanca, ¿no es porque el extremismo florece en un entorno en el que no hay voces respetables que ofrezcan soluciones al sufrimiento de la población?

NO HAY QUE RENDIRSE

El panorama que acabo de describir es un inmenso desastre humanitario. Pero los desastres ocurren: la historia está repleta de inundaciones, hambrunas, terremotos y *tsunamis*. Lo que convierte en terrible el presente desastre —y debería indignar al lector o lectora— es que no hay necesidad de que todo esto esté pasando. No ha habido una plaga de

langostas; no hemos perdido nuestra pericia tecnológica; Estados Unidos y Europa deberían ser más ricos, y no más pobres, que hace cinco años.

Por otro lado, la naturaleza del desastre tampoco tiene nada de misterioso. En la Gran Depresión, los líderes tenían una excusa: nadie comprendía de veras qué estaba pasando y cómo se podía remediar. Los líderes del presente no tienen ese pretexto. *Disponemos tanto del saber como de los instrumentos precisos para poner fin a este sufrimiento.*

Solo que no lo estamos haciendo. En los capítulos que siguen, intentaré explicar por qué; cómo una combinación de intereses propios e ideologías distorsionadas nos ha impedido resolver un problema con solución. Y tengo que admitir que contemplar cómo hemos fracasado, del todo, en hacer lo que debíamos hacer, a veces me resulta desesperante.

Pero esta es la reacción equivocada.

A medida que la depresión se prolongaba, me he encontrado escuchando a menudo una bonita canción que originalmente interpretaron, en los años ochenta, Peter Gabriel y Kate Bush. La canción se sitúa en una época indeterminada, en la que se vive mucho desempleo. La voz masculina, abatida, canta su desesperación:

para un solo trabajo, tantos hombres.

Pero la voz femenina lo anima: «Don't give up», «no te rindas».

Vivimos tiempos terribles, aún más terribles por su carácter innecesario. Pero que nadie se rinda: podemos concluir esta depresión. Solo necesitamos claridad de ideas y voluntad.

Economía de la depresión

El mundo ha tardado en darse cuenta de que, este año, vivimos eclipsados por una de las mayores catástrofes económicas de la historia moderna. Pero ahora que la gente de la calle ha tomado conciencia de lo que sucede, esas personas, sin saber ni cómo ni por qué, están hoy tan desbordadas por lo que podrían resultar temores exagerados como antes, cuando empezaba a aflorar el problema, carecían de lo que habría sido una angustia razonable. Empiezan a dudar del futuro. ¿Se están despertando de un placentero sueño para enfrentarse a la oscuridad de los hechos? ¿O han caído en una pesadilla que acabará pasando?

Son dudas innecesarias. Lo de antes no era un sueño. Esto sí es una pesadilla, que terminará por la mañana. Porque los recursos de la Naturaleza y los mecanismos del hombre siguen siendo tan fértiles y productivos como eran antes. La velocidad a la que nos dirigimos a solventar los problemas materiales de la vida no es ahora más lenta. Somos tan capaces como antes de ofrecer a todo el mundo un nivel de vida alto —alto, quiero decir, si lo comparamos por ejemplo con hace veinte años—y pronto podremos

ofrecer un nivel aún más elevado. Antes no vivíamos engañados. Pero hoy estamos metidos en un lío de proporciones colosales, porque hemos controlado mal una maquinaria delicada, cuyo funcionamiento desconocemos. En consecuencia, nuestras posibilidades de riqueza podrían echarse a perder por un tiempo, quizá muy largo.

John Maynard Keynes, «La gran recesión de 1930»

Las palabras anteriores se escribieron hace más de ochenta años, cuando el mundo iba cayendo hacia lo que más tarde se llamaría la Gran Depresión. Pero dejando a un lado unos pocos arcaísmos de estilo, podrían ser palabras escritas hoy. Ahora, igual que antes, vivimos eclipsados por una catástrofe económica. Ahora, como entonces, nos hemos empobrecido de repente. Pero si ni nuestros recursos ni nuestro conocimiento se han reducido, ¿de dónde proviene esta pobreza repentina? Y por último, ahora, como entonces, parece que nuestras posibilidades de enriquecimiento podrían echarse a perder durante bastante tiempo.

¿Cómo puede ser que esto suceda así? La verdad es que no hay ningún misterio. Comprendemos —o *comprenderíamos*, si no hubiera tantas personas que se niegan a escuchar— cómo suceden estas cosas. Keynes nos legó buena parte del marco analítico que se necesita para explicar las depresiones económicas; la teoría económica moderna también puede recurrir a las investigaciones de sus contemporáneos John Hicks e Irving Fisher, investigaciones que se han ampliado y refinado con el trabajo de un nutrido grupo de economistas modernos.

El mensaje central de todo este trabajo es que *esto no tenía que pasar*. En aquel mismo ensayo, Keynes declaraba que la economía estaba teniendo «problemas con el magnetófono», un término anticuado para referirse a problemas con el sistema eléctrico de un coche. Una analogía más moderna y posiblemente más precisa diría que hemos sufrido un fallo del *software*.

En cualquier caso, la cuestión es que el problema no se encuentra en el motor económico, que sigue siendo tan potente como siempre. Al contrario, estamos hablando de algo que es básicamente un problema técnico, un problema de organización y coordinación, un «lío de proporciones colosales», como decía Keynes. Resolvamos este problema técnico y la economía recuperará su rugiente vitalidad.

Bien, muchas personas creen que este mensaje es esencialmente inverosímil, o incluso ofensivo. Parece de lo más normal pensar que los grandes problemas deben derivarse de grandes motivos; que un paro tan cuantioso debe ser resultado de algo más profundo que un mero lío. Por esto Keynes utilizó la analogía del magneto. Todos sabemos que, a veces, basta con sustituir una batería de 100 dólares para devolver al asfalto un coche de 30.000 dólares que había dejado de funcionar; y él tenía la esperanza de convencer a los lectores de que a las depresiones económicas se les podía aplicar una desproporción parecida entre la causa y el efecto. Pero ya entonces, igual que ahora, esta cuestión resultaba difícil de aceptar para muchas personas, incluidas las que creen estar enteradas de todo.

En parte, esto sucede porque parece erróneo imaginar que fallos relativamente menores puedan provocar semejante devastación. En parte, también, hay un gran deseo de ver la economía como una obra moral en la que los malos tiempos son un castigo ineludible por los excesos previos. En 2010, mi esposa y yo tuvimos ocasión de escuchar un discurso sobre política económica de Wolfgang Schäuble, el ministro de Economía alemán; a media charla, ella se inclinó hacia mí y me susurró: «A la salida, nos darán un látigo para que nos fustiguemos». Hay que reconocer que Schäuble gusta de predicar sermones apocalípticos aún más que la mayoría de dirigentes económicos, pero muchos comparten la tendencia. Y la gente que dice estas cosas —que declara sabiamente que nuestros problemas tienen raíces muy profundas y la solución no es fácil; que nos tenemos que adaptar a un panorama más austero— parece sabia y realista, aunque esté completamente equivocada.

En este capítulo tengo la esperanza de convencerles de que, de verdad, solo tenemos un problema con el magneto del coche. Los orígenes de

nuestro sufrimiento son relativamente triviales en el orden del universo, y se podrían arreglar con relativa rapidez y facilidad si en los puestos de poder hubiera suficientes personas que comprendieran la realidad. Además, para la gran mayoría de gente, el proceso de arreglar la economía *no* tendría que ser doloroso ni implicar sacrificios; al contrario, terminar con esta depresión sería una experiencia que haría sentirse bien a casi todo el mundo, con la sola excepción de los que están sumidos, política, emocional y profesionalmente, en doctrinas económicas obcecadas.

Pues bien, permítanme que sea claro: cuando digo que las causas de nuestro desastre económico son relativamente triviales, no estoy afirmando que hayan aparecido por azar ni que hayan salido del aire. Tampoco estoy diciendo que sea fácil, en lo tocante a la *política*, salir de este follón. Para meternos en esta depresión han hecho falta décadas de malas directrices políticas y malas ideas; malas políticas y malas ideas que, como veremos en el capítulo 4, prosperaron porque durante mucho tiempo estuvieron funcionando muy bien, no para la nación en su conjunto, sino para un puñado de gente rica y con muchísima influencia. Y esas malas políticas e ideas han llegado a dominar nuestra cultura política y hacen que sea muy difícil variar el rumbo aun cuando nos enfrentamos a una catástrofe económica. Pero en el plano puramente económico, esta crisis no es difícil de resolver; podríamos recuperarnos rápido y con fuerza con solo encontrar la claridad intelectual y la voluntad política de actuar.

Veámoslo así. Suponga usted que su esposo, por la razón que sea, se ha negado durante años a hacer el mantenimiento del sistema eléctrico del coche familiar. Ahora no hay forma de que el coche arranque; pero él se niega incluso a pensar en cambiar la batería, en parte porque con ello admitiría haberse equivocado antes; e insiste solo en que ahora la familia tiene que aprender a caminar y a coger el autobús. A todas luces, usted tiene un problema y podría llegar a ser un problema insoluble en lo que a usted respecta. Pero el problema lo tiene con su marido, no con el coche de la familia, que podría —y debería— arreglarse con facilidad.

Ahora dejémonos de metáforas y hablemos sobre lo que ha ido mal en la economía mundial.

TODO ES CUESTIÓN DE LA DEMANDA

¿Por qué el paro es tan elevado y la producción económica tan baja? Porque nosotros —y donde pone «nosotros» hay que entender consumidores, empresarios y gobiernos en su conjunto— no estamos gastando lo suficiente. El gasto en construcción de viviendas y bienes de consumo se hundió cuando reventaron las dos burbujas gemelas de Estados Unidos y Europa. Pronto les siguió la inversión empresarial, porque no tiene ningún sentido ampliar la capacidad productiva cuando las ventas están bajando; y ha caído también el gasto de muchos gobiernos porque los gobiernos locales, estatales y algunos nacionales se han encontrado privados de muchos ingresos. Un gasto moderado, a su vez, implica una tasa de empleo moderada, porque las empresas no producirán lo que no pueden vender, y no contratarán a empleados si no los necesitan para la producción. Padece una grave falta de demanda, a nivel global.

Las posturas hacia lo que acabo de decir varían mucho. Algunos comentaristas lo consideran tan obvio como para que no valga la pena ni hablar de ello. A otros, sin embargo, les parece un absurdo. Hay actores en el escenario político —actores importantes, con influencia real— que creen imposible que la economía en su conjunto pueda padecer una demanda insuficiente. Dicen que puede haber falta de demanda de algunos productos, pero no puede darse el caso de una demanda demasiado baja generalizada. ¿Por qué? Pues porque, según sostienen ellos, la gente tiene que gastar sus ingresos en *algo*.

Es la falacia que Keynes denominaba «ley de Say»; en ocasiones también se la conoce como «criterio del Tesoro», en referencia no a nuestro Tesoro sino al de Su Majestad (británica) en la década de 1930, una institución que insistía en que todo gasto gubernamental desplazaba siempre otra cantidad idéntica de gasto privado. Para que sepan que no estoy hablando de un hombre de paja, citemos la entrevista de Brian Riedl (de la

Heritage Foundation, un grupo de pensadores de derechas) con la *National Review*, a principios de 2009.

El gran mito keynesiano es que puedes gastar dinero y, de ese modo, incrementas la demanda. Se trata de un mito porque el Congreso no tiene una cámara llena de dinero para repartirlo en la economía. Cada dólar que el Congreso inyecta en la economía o bien es fruto de un gravamen, o bien de un préstamo que retira dinero de la economía. No se está creando demanda nueva, sino tan solo transfiriéndola de un grupo de gente a otro.

Demos cierto crédito a Riedl: a diferencia de muchos conservadores, admite que su argumento se aplica a cualquier fuente de nuevo gasto. Esto es, admite que su argumento (según el cual un programa de gasto gubernamental no puede aumentar el empleo) supone igualmente que, por ejemplo, un *boom* en la inversión empresarial tampoco puede aumentar el empleo. Y esto debería aplicarse a la caída del gasto, igual que a la subida. Digamos que si los consumidores agobiados por la deuda deciden gastar 500.000 millones de dólares menos, ese dinero —según la gente como Riedl— irá a parar necesariamente a los bancos, que lo sacarán al mercado en forma de préstamos, de modo que las empresas u otros consumidores gastarán 500.000 millones de dólares más. Si las empresas que tanto temen a ese «socialista» de la Casa Blanca reducen su gasto de inversión, el dinero que liberan de este modo lo han de gastar consumidores o empresarios menos nerviosos. Según la lógica de Riedl, pues, una falta de demanda general no puede causar daños a la economía, simplemente porque tal situación no puede darse.

Obviamente, yo no creo que las cosas sean así y, en general, la gente sensata tampoco. Pero ¿cómo demostramos el error? ¿Cómo podemos convencer a la gente de que eso es erróneo? En principio, se puede tratar de recurrir a una exposición verbal lógica; pero mi experiencia me ha enseñado

que, cuando intentamos tener esta clase de conversación con ciertos antikeynesianos, acabamos enredados en juegos de palabras, sin que nadie se convenza de nada. También se puede escribir un breve modelo matemático tal que ilustre bien estos temas; pero solo funcionará con los economistas, no con los seres humanos normales (y ni siquiera funciona con algunos economistas).

O puedes contar una historia verdadera. Aquí paso a mi historia económica preferida: la cooperativa de canguros.

La historia se narró por primera vez en 1977, en un artículo del *Journal of Money, Credit and Banking*, escrito por Joan y Richard Sweeney, que vivieron la experiencia y la titularon: «La teoría monetaria y la gran crisis de la cooperativa de canguros del Capitolio». Los Sweeney eran miembros de una cooperativa de canguros: una asociación formada por unas 150 parejas jóvenes, en su mayoría trabajadores del Congreso, que se ahorraban el dinero de la atención infantil haciéndose cargo entre ellos de los niños de las demás parejas.

El hecho de que la cooperativa fuese relativamente grande suponía una gran ventaja, puesto que había bastantes probabilidades de encontrar a alguien capaz de ocuparse de los niños cuando, una noche, una pareja quería salir. Pero surgió un problema: ¿cómo podían asegurarse los fundadores de la cooperativa de que todo el mundo cumplía con la parte que le correspondía como canguero?

La cooperativa respondió con un sistema de vales canjeables: las parejas que se unían a la cooperativa recibían 20 cupones, válido cada uno para media hora de canguero. (Se esperaba que, al abandonar la cooperativa, entregasen el mismo número de vales.) Cada vez que se hacía un canguero, quienes dejaban a los niños entregaban a la pareja cuidadora el número de vales correspondiente. De este modo se aseguraban de que, con el tiempo, todas las parejas habrían hecho tantos canguros como habían solicitado, porque tendrían que recuperar los cupones entregados a cambio del servicio.

No obstante, al final, la cooperativa se metió en un lío enorme. De media, las parejas intentaban tener una reserva de cupones de canguero en

los cajones del escritorio, por si acaso tenían que salir varias veces seguidas. Pero, por motivos en los que no vale la pena entrar ahora, se llegó a un punto en el que el número de cupones en circulación era notablemente inferior a la media de reserva que las parejas querían tener disponibles.

¿Qué había sucedido? Las parejas, nerviosas porque tenían poca reserva de cupones, se mostraban reticentes a salir hasta que hubieran aumentado las provisiones haciendo de canguro para otros niños. Pero, precisamente porque había muchas parejas reticentes a salir, las oportunidades de adquirir nuevos cupones cuidando a niños ajenos empezaron a escasear. Eso hizo que las parejas con menos cupones se mostrasen aún menos dispuestas a salir, y el volumen de canguros en la cooperativa cayó estrepitosamente.

En resumen, la cooperativa de canguros entró en una depresión que se prolongó hasta que los economistas del grupo lograron persuadir a la dirección de que incrementase el suministro de cupones.

¿Qué lección podemos extraer de esta historia? Si el lector responde que «ninguna», porque le parece demasiado trivial y simpática, es un error. La cooperativa de canguros del Capitolio era un sistema monetario real, aunque diminuto. Carecía de muchos de los elementos característicos del enorme sistema al que denominamos «economía mundial», pero contaba con un rasgo crucial para comprender lo que ha fallado en esa economía mundial; un rasgo que al parecer escapa, una vez tras otra, a la capacidad de comprensión de políticos y asesores.

¿Cuál es ese rasgo? Es el hecho de que *tu gasto es mi ingreso y mi gasto es tu ingreso*.

Es obvio, ¿verdad? Pero no lo es para muchas personas influyentes.

Por ejemplo, no cabe duda de que no le pareció tan obvio a John Boehner, el presidente de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, que mostró su oposición a los planes económicos de Obama. Sostenía que, como los estadounidenses lo estaban pasando mal, había llegado el momento de que el gobierno de los Estados Unidos también se apretase el cinturón. (Para gran consternación de los economistas liberales, Obama acabó haciéndose eco de esa misma línea de pensamiento en sus propios discursos.) La pregunta que Boehner no se hizo fue esta: si los

ciudadanos de a pie se están estrechando el cinturón —están gastando menos— y el gobierno hace lo mismo, ¿quién comprará los productos estadounidenses?

De un modo similar, tampoco les resulta obvio a muchos dirigentes alemanes, que sugieren que el proceso que su país ha experimentado desde finales de la década de 1990 hasta hoy es un modelo a seguir por todo el mundo. La clave de ese proceso fue un cambio por parte de Alemania, que pasó del déficit al superávit comercial; esto es, pasó de comprar en el extranjero más de lo que vendía a la situación inversa. Pero eso solo pudo darse porque otros países (principalmente, del sur de Europa) entraron, a su vez, en un profundo déficit comercial. Ahora todos tenemos problemas, pero no podemos vender todos más de lo que compramos. Aun así, parece que los alemanes no lo captan; tal vez sea porque no quieren hacerlo.

Y como la cooperativa de canguros, debido a su simplicidad y escala reducida, contaba con este rasgo crucial —y nada obvio— que también es cierto en lo tocante a la economía mundial, las experiencias de la cooperativa pueden servir como «prueba de concepto» para algunas ideas económicas importantes. En este caso, podemos extraer al menos tres lecciones importantes.

Primero: sabemos que es perfectamente posible que se dé un nivel inadecuado de la demanda general. Cuando, en la cooperativa de canguros, los miembros que iban cortos de cupones decidieron dejar de gastarlos y renunciaron a salir por la noche, eso no provocó ningún automático y compensatorio incremento del gasto por parte de otros miembros de la cooperativa; al contrario, la reducida disponibilidad de oportunidades de cuidar a otros niños hizo que todo el mundo gastase menos. Personas como Brian Riedl tienen razón al decir que el gasto siempre se iguala a los ingresos: el número de cupones obtenidos en una semana siempre era igual al número de cupones gastados. Pero esto no significa que la gente siempre vaya a gastar suficiente para aprovechar toda la capacidad productiva de la economía; al contrario, puede significar que una capacidad suficiente no se aproveche y los ingresos *bajen* hasta el nivel de los gastos.

Segundo: una economía puede caer en una depresión real debido a los problemas con el magnetismo, esto es, por fallos en la coordinación, más que por una deficiencia de capacidad productiva. La cooperativa no tuvo problemas porque los miembros cuidasen mal a los niños, porque los impuestos fuesen demasiados altos, porque unos subsidios gubernamentales demasiado generosos provocasen un rechazo a la hora de aceptar el trabajo de canguros o porque, inexorablemente, estuvieran pagando caros los excesos cometidos en el pasado. Los problemas llegaron por una razón aparentemente trivial: las existencias de cupones eran demasiado bajas y eso generó un «lío de proporciones colosales», tal como decía Keynes, en el que cada miembro de la cooperativa intentaba hacer algo, a nivel individual —acumular cupones a los ya atesorados— que no podían sostener, en realidad, como grupo.

Comprender esta cuestión es crucial. La presente crisis de toda la economía mundial —una economía que es *grosso modo* 40 millones de veces la cooperativa de canguros— es, pese a toda esta diferencia de tamaño, muy parecida en su naturaleza a los problemas de la cooperativa. A nivel colectivo, los residentes del mundo intentan comprar menos cosas de las que pueden producir, para gastar menos de lo que ganan. Esto lo puede hacer un individuo, pero no una sociedad en su conjunto. El resultado de lo contrario es la devastación que nos rodea.

Permítanme que me extienda un poco más sobre esta cuestión y les ofrezca un avance simplificado de la explicación más detallada que llegará después. Si observamos el estado en que se encontraba el mundo en la víspera de la crisis —pongamos, entre 2005 y 2007—, tenemos ante nosotros un panorama en el que algunas personas prestaban alegremente mucho dinero a otras, que gastaban alegremente ese dinero. Las empresas estadounidenses prestaban su excedente de dinero a bancos de inversión, que a su vez utilizaban los fondos para financiar préstamos hipotecarios; los bancos alemanes prestaban su excedente de capital a bancos españoles, que también usaban los fondos para financiar créditos hipotecarios, etcétera. Algunos de esos préstamos se usaban para comprar casas nuevas, de modo que los fondos acababan gastándose en la construcción. Otros créditos

usaban la casa como aval personal y se empleaban para adquirir bienes de consumo. Y como «tu gasto es mi ingreso», había abundancia de ventas y era relativamente fácil encontrar trabajo.

De repente, paró la música. Las entidades crediticias se volvieron mucha más cautelosas a la hora de conceder préstamos nuevos; la gente que había estado solicitando préstamos se vio obligada a recortar el gasto de forma radical. Y ahí viene el problema: no había nadie preparado para dar un paso adelante y gastar por ellos. De repente, el total de gasto en la economía mundial cayó, y como mi gasto es tu ingreso y tu gasto es mi ingreso, los ingresos y el empleo también cayeron.

Así pues ¿podemos hacer algo? Ahora llegamos a la tercera lección aprendida de la cooperativa de canguros: los grandes problemas económicos, en ocasiones, pueden tener soluciones fáciles. La cooperativa solventó el jaleo, simplemente, imprimiendo más cupones.

Esto plantea una pregunta inmediata: ¿podemos remediar la depresión global de la misma forma? ¿Imprimir más cupones de canguro —en nuestro caso, incrementar la oferta de dinero— es todo lo que necesitaríamos para que los estadounidenses volviesen a trabajar?

Bien, la verdad es que imprimir más cupones *es* la forma en la que normalmente salimos de las recesiones. En los últimos cincuenta años, la tarea de acabar con las recesiones ha sido cosa fundamentalmente de la Reserva Federal, que (a grandes rasgos) se ocupa de controlar la cantidad de dinero que circula en la economía; cuando la economía cae, la Reserva pone las prensas a trabajar. Y, hasta la fecha, siempre ha funcionado. Lo hizo espectacularmente bien tras la grave recesión de 1981-1982, que la Reserva pudo capear y, en unos pocos meses, dio pie a una rápida recuperación económica, apodada «Amanecer en América». También funcionó, aunque con más lentitud y titubeos, después de las recesiones de 1990-1991 y de 2001.

Sin embargo, esta vez, no ha funcionado. Acabo de decir que «a grandes rasgos», la Reserva controla el suministro de dinero; lo que controla en realidad es la «base monetaria», es decir, el total de moneda que tienen los bancos, sea en circulación, sea en reserva. Y aunque la Reserva Federal ha

triplicado la base monetaria desde 2008, la economía sigue deprimida. ¿Significa esto que me equivocó, entonces, cuando digo que sufrimos de una demanda inadecuada?

No, no me equivocó. De hecho, el fracaso de la política económica a la hora de resolver esta crisis era predecible; y se predijo. Cuando escribí la versión original de mi libro *El retorno de la economía de la depresión*, ya en 1999^[2], pretendía sobre todo advertir a los estadounidenses de que Japón había llegado a un punto en el que imprimir más moneda no podía resucitar su economía deprimida; y que aquí, en Estados Unidos, nos podía pasar lo mismo. Ya entonces, otros muchos economistas compartían mis preocupaciones. Entre ellos estaba el mismísimo Ben Bernanke, ahora presidente de la Reserva Federal.

¿Qué nos ha pasado, entonces? Que nos vemos en la infeliz situación conocida como «trampa de la liquidez».

LA TRAMPA DE LA LIQUIDEZ

A mediados de la década pasada, la economía de Estados Unidos respondía a dos grandes motores: muchísima construcción inmobiliaria y un fuerte gasto de los consumidores. Ambas cosas, a su vez, se veían impulsadas por un precio de la vivienda muy elevado y siempre en aumento, lo cual llevaba tanto a una explosión de la construcción como a un gasto elevado por parte de los consumidores, que se sentían ricos. Pero, al final, resultó ser una burbuja basada en expectativas poco realistas. Y cuando la burbuja estalló, arrastró con ella la construcción y el gasto de los consumidores. En 2006, el momento cúspide de la burbuja, los constructores pusieron la primera piedra de 1,8 millones de viviendas; en 2010, solamente comenzaron 585.000. En 2006, los consumidores estadounidenses compraron 16,5 millones de coches y furgonetas; en 2010, solo compraron 11,6 millones. Durante casi un año, desde que estallara la burbuja inmobiliaria, la economía estadounidense logró mantener la cabeza

fuera del agua incrementando las exportaciones; pero a finales de 2007 se ahogó y todavía no se ha recuperado realmente.

La Reserva Federal, tal como mencioné antes, respondió con un rápido incremento de la base monetaria. No obstante, la Reserva —a diferencia de la junta directora de la cooperativa de canguros— no reparte cupones entre las familias; cuando quiere aumentar el abastecimiento de dinero, fundamentalmente le presta los fondos a los bancos, con la esperanza de que, a su vez, los bancos vuelvan a prestarlos. (Por lo general, compra bonos de los bancos, más que realizar préstamos directos; pero es más o menos lo mismo.)

Esto suena muy distinto de lo que se hizo en la cooperativa, pero en realidad no es tan diferente. Recordemos que, según las reglas de la cooperativa, al abandonarla había que devolver tantos cupones como se recibieron al entrar; por lo tanto, estos cupones eran, en cierto modo, un préstamo de la Administración. En consecuencia, incrementar las reservas de cupones no hacía más ricas a las parejas: seguían teniendo que hacer el mismo número de canguros que les hacían a ellos. Pero sí sucedió que consiguieron más *liquidez*; aumentaron su capacidad de gastar cuando quisieran, sin tener que preocuparse porque se les terminasen los fondos.

Ahora bien, aquí fuera, en el mundo que no es la cooperativa, las personas y las empresas siempre pueden aumentar su liquidez, pero con costes: pueden pedir dinero prestado, pero tendrán que pagar intereses por ello. Lo que la Reserva Federal puede hacer al inyectar más dinero a los bancos es bajar la tasa de interés, o sea, el precio de la liquidez; y también, por supuesto, el precio de los préstamos para financiar inversiones u otros gastos. Por tanto, en una economía que no sea la de la cooperativa de canguros, si la Reserva puede manejar la economía es por la vía de su capacidad para alterar las tasas de interés.

Pero, he aquí la cuestión: solo puede bajar esas tasas hasta un punto. En concreto, no puede bajarlas por debajo de cero; porque cuando las tasas se acercan al cero, sentarse encima del propio dinero pasa a ser mejor opción que prestarlo a otras personas. Y en la depresión actual, la Reserva no tardó en tocar este «límite inferior»: empezó a rebajar las tasas de interés a

finales de 2007 y había tocado el cero a finales de 2008. Por desgracia, la tasa cero todavía no resultó lo suficientemente baja, con todo el daño que había hecho el estallido de la burbuja inmobiliaria. El gasto de los consumidores seguía siendo escaso; la vivienda seguía sin remontar; la inversión empresarial era baja, porque ¿para qué expandirse si las ventas no son fuertes? Y el desempleo continuaba desastrosamente por las nubes.

Y he aquí la trampa de la liquidez: es lo que sucede cuando ni siquiera el cero es lo suficientemente bajo; cuando la Reserva Federal ha saturado la economía con liquidez hasta el punto en que tener más efectivo ya no supone ningún coste, pero la demanda general sigue siendo demasiado escasa.

Déjenme volver una última vez a la cooperativa de canguros, para ofrecer lo que espero que sea una analogía útil. Supongamos que, por alguna razón, todos los miembros de la cooperativa (o al menos la gran mayoría) deciden que este año quieren lograr un superávit: dedicarán más tiempo a atender a los niños de otras personas que el total de canguros que reciban a cambio, de modo que el año siguiente puedan hacerlo a la inversa. En ese caso, la cooperativa habría tenido un problema, sin que importara la cantidad de cupones que la junta directiva hubiera repartido. Cualquier pareja, de forma individual, podría acumular cupones y guardarlos para el año siguiente; pero la cooperativa en su conjunto no podría hacerlo, puesto que el tiempo de cuidar a los niños no se puede almacenar. Por tanto, se habría dado una contradicción fundamental entre lo que las parejas querían hacer a nivel individual y lo que se podía hacer a nivel de toda la cooperativa: a nivel colectivo, los miembros de la cooperativa no podían gastar menos de lo que ingresaban. Esto nos lleva de nuevo al punto clave ya indicado de que mi gasto es tu ingreso y tu gasto es mi ingreso. El resultado de que las parejas trataran de hacer a nivel individual algo que no podían emprender como grupo habría sido, realmente, una cooperativa en depresión (y probable quiebra), sin que importase lo liberal que fuera la política sobre los cupones.

Esto es, más o menos, lo que ha pasado en Estados Unidos y en la economía mundial en su conjunto. Cuando, de repente, todos decidieron

que los niveles de deuda eran demasiado altos, los deudores se vieron obligados a gastar menos; pero los acreedores no estaban dispuestos a gastar más, y el resultado de ello ha sido una depresión; no una Gran Depresión, pero sí una depresión, sin lugar a dudas.

Ahora bien, seguro que hay formas de arreglarlo. No puede tener sentido que una parte tan grande de la capacidad productiva del mundo se quede ociosa y que tanta gente que ansia trabajar no pueda encontrar un empleo. Y sí, desde luego, hay formas de salir de aquí. Pero antes de ocuparnos del tema, hablemos un poco sobre los puntos de vista de aquellos que no dan ninguna credibilidad a lo que acabo de decir.

¿ES UNA CUESTIÓN ESTRUCTURAL?

Creo que a nuestra actual oferta de mano de obra le falta adaptabilidad y capacitación. No puede responder a las oportunidades que la industria podría ofrecer. Esto genera una situación de gran desigualdad: pleno empleo, muchas horas extraordinarias, sueldos elevados y una prosperidad notoria para determinados grupos favorecidos, en compañía de sueldos bajos, pocas horas de trabajo, desempleo y, posiblemente, la miseria para otros.

Ewan
Clague

Esta cita pertenece a un artículo del *Journal of the American Statistical Association*. Es un comentario que podemos oír hoy mismo en muchos lugares: que nuestros problemas esenciales van más allá de la mera falta de demanda; que demasiados trabajadores carecen de la preparación que requiere la economía del siglo xxi; que hay demasiados que siguen atascados en posiciones o industrias equivocadas.

Ahora tengo que reconocer que he hecho un poco de trampa: el artículo en cuestión se publicó en 1935. El autor afirmaba que, aunque algo provocase un gran incremento en la demanda de trabajadores estadounidenses, el desempleo seguiría por las nubes, porque aquellos candidatos no estaban a la altura del trabajo. Pero se equivocaba del todo: cuando por fin llegó ese incremento de la demanda, gracias a la carrera militar que precedió a la entrada de Estados Unidos en la segunda guerra mundial, todos aquellos millones de trabajadores desempleados resultaron estar perfectamente capacitados para reanudar un papel productivo.

Solo que ahora, como entonces, parece que hay una tendencia incontenible —que no se limita a un solo bando de la divisoria política— a considerar que nuestros problemas son «estructurales» y no se resolverán fácilmente con un aumento de la demanda. Si se-güimos con la analogía de los «problemas del magneto», lo que defienden muchas personas influyentes es que sustituir la batería no va a funcionar, porque seguro que también hay grandes problemas con el motor y la transmisión.

En ocasiones, este argumento se describe como una ausencia general de las aptitudes precisas. Por ejemplo, el expresidente de Estados Unidos Bill Clinton (ya les dije que no era nada específico de un bando de la divisoria política) afirmó en el programa de televisión *60 minutes* que el desempleo seguía siendo elevado «porque la gente carecía de las aptitudes laborales necesarias para los puestos disponibles». En ocasiones, se explica aduciendo que es una simple cuestión de tecnología, lo que ha hecho innecesario al trabajador; todo esto es lo que parecía decir el presidente Obama cuando afirmó en el *Today Show*:

En nuestra economía, hay algunas cuestiones estructurales en las que *muchas empresas han aprendido a ser mucho más eficientes con menos trabajadores. Se ve en los bancos, cuando usamos el cajero; no nos hace falta acudir a la ventanilla. O cuando en los aeropuertos usamos los terminales automatizados, en lugar de la puerta. (La cursiva es mía.)*

Más habitual es la afirmación de que no podemos esperar pleno empleo a corto plazo, porque antes de transferir a otros puestos a los trabajadores del sector de la vivienda, hinchado en exceso, se requiere formarlos de nuevo. Veamos lo que dice Charles Plosser, presidente del Banco de la Reserva Federal de Richmond, una de las voces contrarias a las políticas de ampliación de la demanda:

No se puede convertir fácilmente a un carpintero en un enfermero, ni a un corredor de hipotecas en el experto en ordenadores de una planta de producción. Al final, este personal acabará ordenándose solo. La gente recibirá nueva formación y encontrará trabajo en otras industrias. Pero la política monetaria no puede dar una nueva formación a las personas. La política monetaria no puede arreglar esos problemas. (La cursiva es mía.)

Bien, pues ¿cómo sabemos que todo esto es un error?

Parte de la respuesta es que el panorama implícito del desempleo, según lo plantea Plosser —que el típico desempleado es alguien que pertenecía al sector de la construcción y no se ha adaptado al mundo después de la burbuja inmobiliaria— constituye una equivocación. De los 13 millones de estadounidenses sin empleo en octubre de 2011, solo 1,1 millón —esto es, solo el 8 por 100— había trabajado antes en la construcción.

En líneas más generales, si el problema es que muchos trabajadores cuentan con una formación inadecuada o están en el lugar equivocado, entonces a los trabajadores con aptitudes adecuadas y en el lugar idóneo debería irles bien. Tendrían que contar con pleno empleo y sueldos al alza. Pero ¿dónde está esta gente?

Para ser justos, hay pleno empleo, e incluso escasez de mano de obra, en las Llanuras Altas: Nebraska y las dos Dakota tienen una tasa de desempleo baja, desde el punto de vista histórico, en gran medida gracias a un aumento en la extracción de gas. Pero si sumamos la población de estos

tres estados, estamos tan solo un poco por encima de la de Brooklyn; y el desempleo es elevado en el resto de lugares.

Y no hay trabajos o colectivos cualificados importantes a los que les vaya bien. Entre 2007 y 2010, el desempleo se duplicó, aproximadamente, en casi todas las categorías: obreros o trabajadores de camisa y corbata, producción o servicios, personas con estudios superiores o sin formación. Nadie conseguía grandes aumentos de sueldo; de hecho, como ya hemos visto en el capítulo 1, los licenciados superiores sufrieron recortes de sueldo fuera de lo habitual, porque se vieron obligados a aceptar trabajos en los que no se valoraba su formación.

En pocas palabras: si tuviéramos una tasa de desempleo colosal porque demasiados trabajadores carecieran de la formación adecuada, tendríamos que poder encontrar a un número significativo de trabajadores que *sí* estuvieran gozando de prosperidad; y no podemos. Lo que nos encontramos, en su lugar, es un empobrecimiento general: lo que sucede cuando la economía sufre de una demanda inadecuada.

Así pues, nos encontramos con una economía mutilada por la escasez de la demanda; el sector privado, a nivel colectivo, intenta gastar menos de lo que gana, y la consecuencia es que los ingresos han caído. Pero estamos en una trampa de liquidez: la Reserva Federal ya no puede convencer al sector privado de que gaste más solo con aumentar la cantidad de dinero en circulación. ¿Qué solución hay? La respuesta es obvia... El problema es que haya tantas personas influyentes que se nieguen a ver esta respuesta obvia.

EL GASTO, NUESTRO CAMINO HACIA LA PROSPERIDAD

Mediado 1939, la economía de Estados Unidos había superado ya la peor parte de la Gran Depresión, pero la depresión no se había terminado, en absoluto. El gobierno aún no recogía datos exhaustivos sobre el empleo y el desempleo, pero podemos decir que, en el mejor de los casos, la tasa de desempleo, tal como la definimos hoy, estaba por encima del 11 por 100. Y

a muchas personas aquello les parecía un estado permanente: el optimismo de los primeros años del New Deal había sufrido un fuerte revés en 1937, cuando la economía se vio afectada por una segunda recesión grave.

Pero al cabo de dos años, la economía estaba en auge y el desempleo descendía. ¿Qué pasó?

La respuesta es que, por fin, alguien empezó a gastar lo suficiente como para que la economía se animase otra vez. Y ese «alguien», por supuesto, fue el gobierno.

El objetivo de aquel gasto era, básicamente, destruir más que construir; tal como lo formularon los economistas Robert Gordon y Robert Krenn, en el verano de 1940 la economía de Estados Unidos «fue a la guerra». Bastante antes de Pearl Harbor, el gasto militar se elevó mientras Estados Unidos corría a sustituir los barcos y otro armamento enviado a Gran Bretaña como parte del programa de Préstamo y Arriendo; y se construían a toda prisa campamentos militares para albergar a los millones de reclutas nuevos incorporados tras el llamamiento a filas. Cuando el gasto militar empezó a crear empleos y aumentaron los ingresos familiares, también se recuperó el gasto de los consumidores (que a la postre se vería reducido por el racionamiento, pero eso llegaría más tarde). Cuando las empresas vieron que subían las ventas, respondieron a su vez aumentando también el gasto.

Y así fue como terminó la Depresión, y todos aquellos trabajadores con tan poca «adaptabilidad y capacitación» volvieron a trabajar.

¿Qué importancia tenía que el gasto fuera para programas de Defensa, y no nacionales? En términos económicos, no importó en absoluto: el gasto crea demanda, sea para lo que sea. En términos políticos, por supuesto que importaba, y muchísimo: durante la Depresión, muchas voces influyentes advirtieron sobre los peligros de un gasto gubernamental excesivo y, en consecuencia, todos los programas de creación de empleo del New Deal fueron siempre demasiado pequeños, dado el calado de la crisis. Lo que se consiguió con la amenaza de guerra fue silenciar por fin las voces del conservadurismo fiscal y abrir la puerta a la recuperación; y por eso bromeaba yo, en el verano de 2011, y decía que lo que necesitamos de

verdad es un amago de invasión alienígena que provoque un gasto masivo en la defensa antialienígena.

Pero la cuestión fundamental es que lo que ahora necesitamos para salir de la depresión actual es otro arranque de gasto gubernamental.

¿De verdad es tan sencillo? ¿Sería, de verdad, tan fácil? Pues sí; básicamente, sí. Es muy necesario hablar del papel de la política monetaria, de las implicaciones del endeudamiento gubernamental y de lo que hay que hacer para asegurar que la economía no vuelva a recaer en una depresión cuando se pare el gasto del gobierno. Tenemos que hablar sobre las formas de reducir el exceso de deuda privada, que posiblemente se encuentra en la raíz de nuestra crisis. También tenemos que hablar sobre cuestiones internacionales; en especial, de la peculiar trampa que Europa se ha tendido a sí misma. De todo esto me ocuparé a lo largo de este libro. Pero la noción clave —que lo que el mundo necesita ahora es que los gobiernos aumenten el gasto para sacarnos de esta depresión— sigue siendo la misma. Terminar con esta depresión debería ser, y puede ser, casi increíblemente fácil.

¿Por qué no lo hacemos, entonces? Para responder a esta pregunta, tenemos que fijarnos en ciertos aspectos de la historia económica y, aún más importante, la historia política. Pero antes, ocupémonos un poco más de la crisis de 2008, que nos metió en esta depresión.

El momento de Minsky

Desde que nos golpeó este colosal hundimiento del crédito, no tardamos mucho en hallarnos en recesión. La recesión, a su vez, profundizó en el hundimiento del crédito, debido a la caída de la demanda y el empleo; y las pérdidas crediticias de las instituciones financieras se elevaron mucho. De hecho, llevamos más de un año atrapados precisamente en esta forma de retroalimentación adversa. En casi todos los sectores de la economía se ha vivido un proceso de desapalancamiento de los balances. Los consumidores cancelan compras, sobre todo de bienes perdurables, para reforzar sus ahorros. Las empresas cancelan inversiones planeadas y despiden a trabajadores para preservar el efectivo. Y las instituciones financieras reducen sus activos para aumentar el capital y mejorar sus oportunidades de capear la tormenta actual. De nuevo, Minsky comprendió esta dinámica. Habló de la paradoja del desapalancamiento, por la cual ciertas precauciones que podrían ser inteligentes para una persona o empresa —y que, de hecho, resultan esenciales para que la economía vuelva a su estado normal—, sin embargo solo consiguen magnificar las dificultades de la economía en su conjunto.

JANET YELLEN, vicepresidenta de la Reserva Federal, en un discurso titulado: «Una debacle a lo Minsky: lecciones para la banca central», 16 de abril de 2009

En abril de 2011, el Instituto para un Nuevo Pensamiento Económico — una organización fundada después de la crisis financiera de 2008 con la intención de promover... bien, el nuevo pensamiento económico— organizó una conferencia en Bretton Woods (Nuevo Hampshire), lugar de una famosa reunión que, en 1944, sentó las bases del sistema monetario mundial de la posguerra.

Uno de los participantes, Mark Thoma, de la Universidad de Ore-gón — que mantiene el influyente blog *Economist's View*— bromeó, tras escuchar varios de los debates, diciendo que «el nuevo pensamiento económico significa leer libros viejos».

Como otros corrieron a señalar, la idea tenía su gracia; no por ello falta una buena razón para que los libros viejos estén de nuevo en voga. Sí, los economistas han desarrollado algunas ideas nuevas después de la crisis financiera. Pero cabe defender que el cambio más importante en la forma de pensar —al menos, entre aquellos economistas que están algo dispuestos a reconsiderar sus puntos de vista a la luz del desastre actual, un grupo más reducido de lo que uno habría deseado— ha sido la apreciación renovada por las ideas de economistas del pasado. Uno de estos economistas del pasado es, naturalmente, John Maynard Keynes: vivimos, de forma reconocible, en la clase de mundo que describió Keynes. Pero otros dos economistas estadounidenses ya fallecidos también han vuelto, intensa y justificadamente, a un primer plano: Irving Fisher, coetáneo de Keynes; y un candidato muerto en fecha más reciente, Hyman Minsky. Lo que hace especialmente interesante el nuevo relieve de Minsky es que, en vida, no estaba lejos de ser una figura apartada y marginal. ¿Por qué, entonces, tantos economistas —incluidos, como se ha visto en la cita inicial, máximas figuras de la Reserva Federal— invocan ahora su nombre?

LA NOCHE EN QUE RELEYERON A MINSKY

Mucho antes de la crisis de 2008, Hyman Minsky estaba advirtiendo —ante una profesión, la de los economistas, que lo recibió esencialmente con indiferencia— no de que podría ocurrir algo semejante a esta crisis, sino de que *iba* a ocurrir.

Pocos le prestaron oídos en su momento. Minsky, que daba clases en la Universidad de Washington en San Luis (Misuri), fue una figura marginal a lo largo de toda su vida profesional y murió, sin perder esta condición, en 1996. Para ser sincero, la heterodoxia de Minsky no fue la única razón por la que fue ignorado por la corriente dominante. Sus libros, por decirlo suave, no son una lectura fácil; las flores de brillante perspicacia se diseminan poco generosamente entre hectáreas de prosa recargada y álgebra innecesaria. Y también proclamó sus alertas con excesiva frecuencia: para parafrasear un viejo chiste de Paul Samuelson, predijo unas nueve de las tres últimas grandes crisis financieras.

Sin embargo, estos días muchos economistas —incluido, sin ninguna duda, el que esto escribe— reconocen la importancia de una hipótesis de Minsky, la «hipótesis de la inestabilidad financiera». Y los que —como, de nuevo, el que esto escribe— hemos llegado relativamente tarde a la obra de Minsky deseáramos haberla leído mucho antes.

La gran idea de Minsky fue centrarse en el «apalancamiento» (*leverage*): la acumulación de deuda en relación con los activos o los ingresos. En los períodos de estabilidad económica, decía el autor, el apalancamiento se incrementaba, porque todo el mundo mira con displicencia el riesgo de que el deudor no sea capaz de devolver lo prestado. Pero este ascenso del apalancamiento, a la postre, genera inestabilidad económica. De hecho, prepara el terreno para una crisis económica y financiera.

Veámoslo por pasos.

En primer lugar, la deuda es algo muy útil. Seríamos una sociedad más pobre si todo el que deseara comprarse una casa tuviera que pagarla en metálico; si todo propietario de un pequeño negocio, buscando su expansión,

tuviera o bien que pagar esa expansión de su propio bolsillo o bien admitir socios adicionales y no deseados. La deuda es una manera en la que quienes ahora mismo no pueden dar buen uso a su dinero pueden poner ese dinero a trabajar, a cambio de un precio, al servicio de los que sí pueden darle buen uso.

Además, en contra de lo que quizá pudiera pensar el lector, la deuda no empobrece a la sociedad en su conjunto: la deuda de una persona es el activo de otra, por lo que la riqueza total no se ve afectada por el total de deuda en circulación. Estrictamente hablando, esto solo es cierto para la economía mundial en su conjunto, no para cada país por sí solo; así, hay países cuya deuda internacional es mucho mayor que sus activos internacionales. Pero a pesar de todo lo que usted pueda haber oído sobre tomar dinero prestado a China y demás, esto no es así en el caso de Estados Unidos: nuestra «posición en inversión internacional neta» (la diferencia entre los activos y los pasivos exteriores) es negativa por «tan solo» unos 2,5 billones de dólares. Esto puede parecer mucho, pero en realidad no es mucho en el contexto de una economía que produce cada año bienes y servicios por valor de 15 billones. Desde 1980 ha habido un rápido incremento de la deuda estadounidense, pero este rápido ascenso no supone que vivamos muy endeudados con el resto del mundo.

No obstante, sí nos hizo vulnerables a la clase de crisis que estalló en 2008.

Obviamente, tener un nivel alto de apalancamiento —poseer una deuda elevada en relación con tus ingresos o activos— te hace vulnerable cuando las cosas se tuercen. Una familia que compra su casa sin aportar entrada y con una hipoteca inicial en la que solo satisface intereses se hallará ahogada y en problemas si el mercado residencial baja, aunque solo sea un poco; una familia que dio el 20 por 100 de entrada y ha estado amortizando desde entonces tiene muchas más probabilidades de sobrevivir al empeoramiento. Una compañía obligada a dedicar la mayoría de su flujo de caja a pagar deuda contraída mediante una adquisición apalancada puede irse a pique con más rapidez si las ventas fallan; en cambio, un negocio libre de deudas podría capear mejor el temporal.

Lo que puede ser menos obvio es que, cuando muchas personas y empresas tienen un gran nivel de apalancamiento, la economía en su conjunto se torna vulnerable cuando las cosas van mal. Pues los niveles elevados de deuda hacen que la economía sea vulnerable a una clase de espiral letal en la que el mismo

empeño de los deudores por «desapalancarse» (reducir su deuda) crea un entorno que no consigue sino agravar su problema de endeudamiento.

El gran economista estadounidense Irving Fisher expuso la historia en un artículo clásico de 1933, titulado «La teoría deuda-deflación de las grandes depresiones». Es un artículo que, como el ensayo de Keynes con el que abrí el capítulo 2, parece escrito ayer mismo (dejando a un lado los arcaísmos de estilo). Imaginemos, dice Fisher, que un empeoramiento económico crea una situación en la que muchos deudores se ven obligados a adoptar medidas rápidas para reducir su deuda. Pueden «liquidar» (intentar vender cuantos activos tengan) y/o pueden recortar fuertemente el gasto y usar los ingresos para devolver la deuda. Son medidas que pueden funcionar, salvo cuando demasiadas personas y empresas están intentando amortizar sus deudas al mismo tiempo.

Pero si demasiados actores económicos se encuentran al mismo tiempo con un problema de endeudamiento, su empeño colectivo por salir de ese problema contribuye a su propia derrota. Si millones de propietarios en dificultades intentan vender sus casas para cancelar sus hipotecas —o, a este respecto, si los acreedores se apoderan de sus hogares e intentan vender las propiedades que han sufrido la ejecución hipotecaria—, el resultado es un hundimiento de los precios inmobiliarios, lo que ahoga a un número aún mayor de propietarios y obliga a nuevas ventas forzosas. Si los bancos se preocupan por la cantidad de deuda española e italiana que hay en sus cuentas y deciden reducir su exposición vendiendo parte de esa deuda, entonces los precios de los bonos españoles e italianos se hunden; y esto pone en peligro la estabilidad de los bancos y los obliga a seguir vendiendo aún más activos. Si los consumidores recortan drásticamente su gasto para devolver la deuda de su tarjeta de crédito, la economía se desploma, desaparecen puestos de trabajo y la carga de la deuda de los consumidores se agrava aún más. Y si las cosas llegan a un punto suficientemente malo, la economía en su conjunto puede sufrir deflación —una caída general de los precios—, lo que supone que el poder comprador del dólar sube y, por lo tanto, la carga de deuda *real* asciende incluso cuando el valor de la deuda en dólares está cayendo.

Irving Fisher lo resumió con un lema sucinto, que no era del todo preciso pero recoge la verdad esencial: «Cuanto más pagan los deudores, más deben».

Defendió que esto es lo que había pasado, en realidad, por detrás de la Gran Depresión: que la economía estadounidense entró en recesión con un nivel de deuda sin precedentes, que la hizo vulnerable a una espiral descendente y autorre-forzante. Me caben pocas dudas de que estaba en lo cierto. Como ya he dicho, su artículo se lee como si hubiera sido escrito ayer; es decir, la explicación principal de la depresión que estamos viviendo ahora es una historia similar, aunque menos extrema.

EL MOMENTO DE MINSKY

Déjenme intentar otro lema sucinto, similar al de Fisher sobre la deflación y la deuda, con un lema —igualmente impreciso, pero confío que sugerente— sobre el estado actual de la economía mundial: ahora mismo, «los deudores no pueden gastar y los acreedores no quieren gastar».

Es una dinámica que se percibe con toda claridad si uno mira a los gobiernos europeos. Todas las naciones más endeudadas de Europa —todos los países que pidieron prestado mucho dinero durante los buenos años previos a la crisis (en su mayoría para financiar el gasto privado, no el gubernamental, pero dejemos esto de lado por ahora)— se enfrentan ahora a crisis fiscales: o bien no pueden pedir dinero prestado, o bien solo lo consiguen a tasas de interés extraordinariamente elevadas. Hasta ahora han conseguido no quedarse con los bolsillos vacíos, literalmente, porque de varios modos las economías europeas más fuertes y el Banco Central Europeo han estado canalizando préstamos en su dirección. Ahora bien, esta ayuda venía con condiciones: los gobiernos de los países endeudados se han visto obligados a imponer salvajes programas de austeridad, recortando drásticamente incluso en los conceptos básicos, como la atención sanitaria.

Sin embargo, los países acreedores no están compensando con incrementos de gasto. De hecho, inquietos por los riesgos de la deuda, ellos también están desarrollando programas de austeridad, aunque más suaves que los de los países endeudados.

Así ocurre con los gobiernos europeos; pero también se está desarrollando una dinámica similar en el sector privado, tanto en Europa como en Estados

Unidos. Fijémonos, por ejemplo, en el gasto de los hogares estadounidenses. No tenemos información directa sobre el modo en que hogares con distintos niveles de deuda han variado su gasto; pero según han señalado los economistas Atif Mian y Amir Sufi, en el nivel de los condados sí tenemos datos sobre deuda y gasto en cuestiones como casas y coches; y los niveles de deuda varían mucho entre los distintos condados estadounidenses. Sin duda, lo que Mian y Sufi han hallado es que en los condados con niveles de deuda elevados se han reducido drásticamente tanto las ventas de coches como la construcción de casas; no ocurre así con los poco endeudados, pero estos condados solo están comprando aproximadamente lo mismo que compraban antes de la crisis, de forma que, en lo que respecta a la demanda general, la caída ha sido considerable.

Y la consecuencia de esta caída en la demanda general es, como se vio en el capítulo 2, una economía deprimida y mucho desempleo.

Pero ¿por qué sucede esto ahora, en oposición a cinco o seis años atrás? Y, en primer lugar, ¿cómo ha llegado a haber tanto nivel de endeudamiento? Aquí es donde entra Hyman Minsky.

Según señaló Minsky, el apalancamiento —una deuda ascendiente, en comparación con los ingresos o los activos— va bien hasta que va terriblemente mal. En una economía en expansión con precios al alza, y especialmente con precios de activos como las casas, a los que piden préstamos les suele ir muy bien. Se compra una casa sin aportar apenas entrada y, al cabo de unos pocos años, se posee una propiedad de primer nivel, simplemente porque los precios del mercado inmobiliario han subido mucho. Un especulador compra a préstamo, el valor del bien sube y, cuanto más haya pedido prestado, mayor será su beneficio.

Pero ¿por qué los acreedores permiten estos préstamos? Porque mientras la economía en su conjunto funcione bastante bien, la deuda no parece demasiado arriesgada. Piénsese en el ejemplo de las hipotecas inmobiliarias. Hace unos pocos años, investigadores del Banco de la Reserva Federal de Boston examinaron los determinantes de los impagos de hipotecas, en los que los prestatarios no pueden o no quieren pagar. Hallaron que, mientras los precios de las casas iban en ascenso, era raro que dejaran de pagar incluso los prestatarios que habían perdido el trabajo; simplemente, vendían la casa y

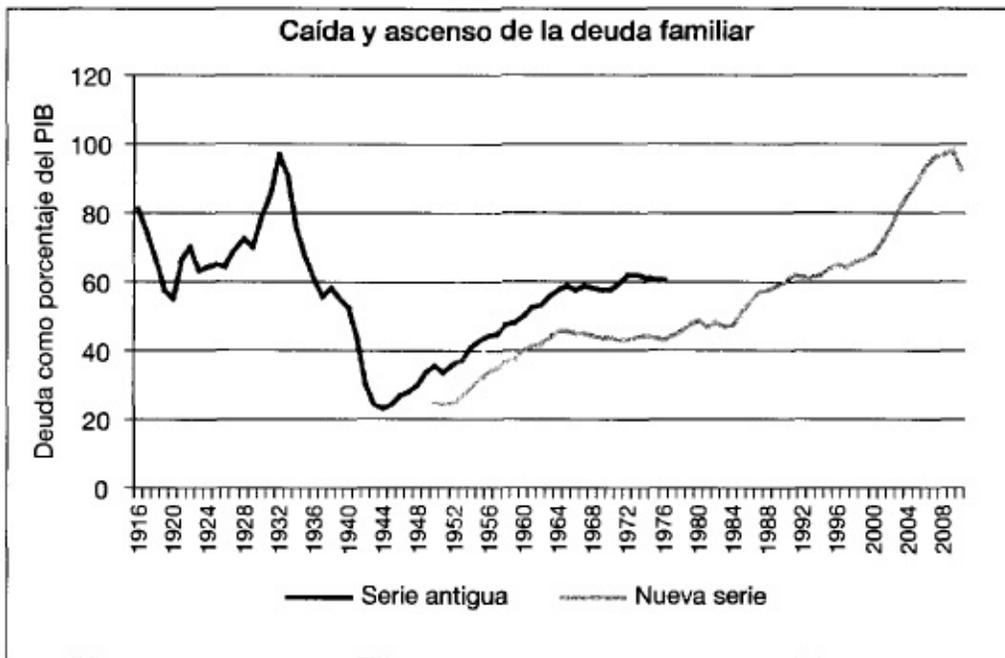
cancelaban la deuda. Historias similares se aplicaban a muchas clases de prestatarios. Mientras a la economía no le esté pasando nada muy malo, prestar dinero no parece muy arriesgado.

Y aquí está la cuestión: mientras los niveles de deuda sean relativamente bajos, es probable que los sucesos económicos negativos sean escasos y distantes entre sí. Por lo tanto, una economía poco endeudada tiende a ser una economía en la que la deuda parece segura; una economía en la que el recuerdo de los posibles perjuicios de la deuda se desvanece en la niebla de la historia. A lo largo del tiempo, la percepción de que la deuda es segura lleva a relajar los criterios de concesión de préstamos; tanto las empresas como las familias desarrollan la costumbre de pedir prestado; y el nivel general de apalancamiento de la economía asciende.

Todo esto, por descontado, sienta las bases de la futura catástrofe. En algún punto de la historia se produce un «momento de Minsky», sintagma acuñado por el economista Paul McCulley, del fondo de inversión Pimco. A veces también se lo ha denominado «momento Coyote Vil», por el personaje de los dibujos animados, conocido por la forma en que se despeña y queda suspendido en mitad del aire hasta que mira hacia el fondo del barranco; y, de acuerdo con las leyes de la física animada, solo entonces cae hasta estrellarse.

Una vez que los niveles de deuda son suficientemente elevados, cualquier cosa puede activar el momento de Minsky, ya sea una recesión normal y corriente, el estallido de una burbuja inmobiliaria, etc. La causa inmediata tiene poca importancia; lo importante es que los prestatarios descubren de nuevo los riesgos de la deuda, los deudores se ven obligados a iniciar el desapalancamiento y empieza la espiral deflación-deuda de Fisher.

Ahora veamos algunas cifras. La figura de la página siguiente muestra la deuda familiar como porcentaje del PIB. Divido por el PIB (el ingreso total obtenido en una economía) porque así se corrige tanto la inflación como el crecimiento económico: en 1955, la deuda familiar era unas cuatro veces superior, en dólares, a lo que había sido en 1929, pero gracias a la inflación y el crecimiento, en términos económicos era muy inferior.



Los hogares estadounidenses redujeron la carga de su deuda durante la segunda guerra mundial, lo que sentó las bases de la prosperidad; pero los niveles de deuda se dispararon de nuevo con posterioridad a 1980, lo que sentó las bases de la depresión actual.

Fuente: Historical Statistics of the United States, Millennial Edition (Oxford University Press) y Junta de la Reserva Federal.

Nótese también que los datos no son plenamente compatibles a lo largo del tiempo. Una serie de datos va de 1916 a 1976; otra serie, que por razones técnicas muestra un número algo inferior, se extiende desde 1950 hasta la actualidad. He mostrado las dos series, incluido el solapamiento, pues creo que será suficiente para transmitir una impresión general de la historia a largo plazo.

¡Y vaya historia!

Ese enorme incremento de la relación deuda-PIB, entre 1929 y 1933, es la deuda-deflación de Fisher en acción: la deuda no subía, el PIB se hundía, y el esfuerzo de los deudores por reducir su deuda causó una combinación de depresión y deflación que agravó mucho más los problemas de endeudamiento. La recuperación que comportó el New Deal, por imperfecta que fuera, vino a dejar de nuevo la relación de la deuda aproximadamente en el punto inicial.

Entonces llegó la segunda guerra mundial. Durante la guerra, el sector privado vio cómo se le denegaban casi todos los nuevos préstamos, incluso cuando ascendían los ingresos y subían los precios. Al final de la guerra, la deuda privada era muy baja, en relación con los ingresos, lo que posibilitó que la demanda privada emergiera cuando concluyeron el racionamiento y los controles del período bélico. Muchos economistas (y no pocos empresarios) esperaban que Estados Unidos volvería a la depresión cuando la guerra terminara. Lo que se produjo, en cambio, fue una enorme explosión del gasto privado —en particular, de compras inmobiliarias— que mantuvo a la economía viento en popa hasta que la Gran Depresión fue un recuerdo lejano.

El recuerdo, cada vez más distante, de la Depresión sentó las bases de un extraordinario incremento de la deuda, que se inició aproximadamente en 1980. Y —sí— esto coincidió con la elección de Ronald Reagan, porque parte de la historia es política. La deuda empezó a subir en parte porque los prestadores y los prestatarios habían olvidado qué cosas negativas pueden pasar, pero también porque los políticos (y supuestos expertos) habían olvidado que pueden pasar cosas negativas y comenzaron a eliminar las regulaciones introducidas en la década de 1930 para evitar que ocurrieran de nuevo.

Así, por tanto, lo malo ocurrió otra vez. Y el resultado no fue simplemente crear una crisis económica, sino crear una clase especial de crisis económica, una en la que las respuestas políticas de apariencia razonable son, a menudo, lo peor que se puede hacer.

LA ECONOMÍA DEL ESPEJO

Si usted invierte mucho tiempo en atender a lo que está diciendo gente de apariencia seria sobre el estado actual de la economía —y mi trabajo como

experto supone hacer precisamente eso—, acabas dándote cuenta de cuál es uno de sus mayores problemas: se manejan con las metáforas equivocadas. Conciben la economía estadounidense como una familia que estuviera pasando un tiempo de penuria, con los ingresos reducidos por efecto de fuerzas situadas fuera de su control y cargada con una deuda demasiado elevada para sus ingresos. Y lo que prescriben para remediar esta situación es un régimen de virtud y prudencia: debemos ajustarnos el cinturón, reducir el gasto, cancelar las deudas, recortar los costes.

Pero la actual no es una crisis de esa clase. Nuestros ingresos son bajos precisamente porque estamos gastando demasiado poco; y recortar aún más el gasto solo servirá para deprimir todavía más nuestros futuros ingresos. Tenemos, en efecto, un problema de exceso de deuda; pero esa deuda no es dinero que debemos a algún extraño, sino dinero que nos debemos unos a otros, lo cual supone una diferencia enorme. Y en cuanto a recortar los costes: recortarlos, ¿en comparación con quién? Porque si todo el mundo intenta reducir sus costes, solo conseguiremos empeorar la situación.

En pocas palabras: temporalmente, estamos al otro lado del espejo. La combinación de la trampa de la liquidez —ni siquiera una tasa de interés al cero es suficientemente baja para restaurar el pleno empleo— y el exceso de deuda pendiente nos ha hecho aterrizar en un mundo de paradojas; un mundo en el que la virtud es un vicio y la prudencia es una locura. Así, la mayor parte de las cosas que la gente sería nos pide hacer solo contribuye a agravar más nuestra situación.

¿De qué paradojas estoy hablando? Una de ellas, la «paradoja del ahorro», solía ser un tema importante en la introducción a la economía, aunque cada vez estuvo menos de moda, a medida que el recuerdo de la Gran Depresión se desvanecía. Funciona así: supongamos que todo el mundo intenta ahorrar más al mismo tiempo. Cabría pensar que este deseo intensificado de ahorrar se traduciría en una inversión mayor —más gasto en nuevas fábricas, edificios de oficinas, centros comerciales, etc.— que ampliarían nuestra riqueza futura. Pero en una economía deprimida, lo único que ocurre cuando todo el mundo intenta ahorrar más (y, por lo tanto, gasta menos) es que los ingresos menguan y la economía sufre. Y a medida que la economía ahonde su estado de depresión, las empresas invertirán menos, no más: en el intento de ahorrar más

desde el punto de vista personal, los consumidores terminan ahorrando menos en conjunto.

La paradoja del ahorro, según se suele formular, no depende necesariamente de una herencia de préstamos excesivos en el pasado; aunque, en la práctica, es así como hemos terminado teniendo una economía persistentemente deprimida. Pero el exceso de deuda pendiente causa también otras dos paradojas, aunque relacionadas entre sí.

Primero está la «paradoja del desapalancamiento», que ya hemos visto resumida en el conciso lema de Fisher, según el cual cuanto más pagan los deudores, más deben. Un mundo en el que un gran porcentaje de personas o empresas está intentando cancelar sus deudas, todas al mismo tiempo, es un mundo en el que se reducen los ingresos y el valor de los activos, donde los problemas de endeudamiento se agravan, en lugar de mejorar.

En segundo lugar está la «paradoja de la flexibilidad». Queda más o menos implícita en el viejo ensayo de Fisher, pero su encarnación moderna, en lo que yo sé, procede del economista Gaulti Eggertsson, de la Reserva Federal de Nueva York. Funciona así: habitualmente, cuando uno halla dificultades para vender algo, lo solventa rebajando el precio. Así, parece natural suponer que la solución al desempleo masivo es recortar los salarios. De hecho, los economistas conservadores defienden a menudo que F. D. Roosevelt retrasó la recuperación de los años treinta porque las directrices del New Deal, favorables a los trabajadores, aumentaron los salarios cuando deberían haberlos reducido. Y hoy se defiende a menudo que lo que en verdad necesitamos es una mayor «flexibilidad» del mercado de trabajo, eufemismo del recorte de salarios.

Pero mientras un trabajador individual puede mejorar sus oportunidades de obtener trabajo a cambio de aceptar un salario inferior, que lo haga más atractivo en comparación con otros trabajadores, un recorte general de los salarios deja a todo el mundo en el mismo lugar, salvo en un aspecto: reduce los ingresos de todos, pero el nivel de deuda se mantiene igual. Así pues, más flexibilidad en los salarios (y los precios) solo empeoraría las cosas.

Bien, algunos lectores quizá hayan pensado lo siguiente: si acabo de explicar por qué hacer cosas que normalmente se consideran adecuadas y prudentes nos hace ir a peor en la situación actual, ¿no supone esto que, de

hecho, deberíamos estar haciendo lo contrario? Y la respuesta, básicamente, es sí. En un momento en el que muchos deudores intentan aumentar el ahorro y cancelar las deudas, es importante que *alguien* haga lo contrario, es decir, gaste más y tome más dinero prestado; y el *alguien* más obvio no es otro que el gobierno. Por lo tanto, esta es otra forma de llegar al argumento keynesiano según el cual para responder a la clase de depresión a que nos enfrentamos necesitamos el gasto del gobierno.

¿Qué podemos decir sobre el argumento de que la caída de salarios y precios empeora la situación? ¿Acaso supone esto que elevar sueldos y precios mejoraría la situación y que la inflación, de hecho, sería útil? En efecto, así es, porque la inflación reduciría la carga de la deuda (además de tener algún otro efecto útil que analizaremos más adelante). Más en general, las políticas que buscan reducir el peso de la deuda de un modo u otro, como por ejemplo la ayuda hipotecaria, podrían y deberían tratar de encontrar una salida perdurable a la depresión.

Pero nos estamos adelantando. Antes de desarrollar una propuesta completa de estrategia de recuperación, quiero destinar los capítulos inmediatos a ahondar más en cómo hemos llegado a meternos en esta depresión.

Banqueros que se vuelven locos

La reciente reforma regulatoria, unida a las tecnologías innovadoras, ha estimulado el desarrollo de productos financieros tales como valores respaldados por activos, obligaciones crediticias con garantía secundaria y permutas de cobertura por incumplimiento crediticio que facilitan la dispersión del riesgo. ... Estos instrumentos financieros de complejidad creciente han contribuido al desarrollo de un sistema financiero mucho más flexible, eficiente y, en consecuencia, resistente que el que existía hace tan solo un cuarto de siglo.

ALAN GREENSPAN, 12 de
octubre de 2005

En 2005 aún se consideraba a Alan Greenspan como un verdadero maestro, fuente de una sabiduría económica oracular. Sus comentarios sobre cómo las maravillas de las finanzas modernas habían desembocado en una nueva época de estabilidad se tomaron como un reflejo de esa sabiduría oracular. Los magos de Wall Street, decía Greenspan, se habían asegurado de que ya no pudiera volver a ocurrir nada semejante a los grandes trastornos financieros del pasado.

Cuando uno lee estas palabras hoy, resulta llamativo el grado de perfección con el que Greenspan lo entendió mal. Las innovaciones financieras que identificó como fuentes de la mejora de la estabilidad financiera fueron precisamente —*precisamente*— las que llevaron al sistema financiero al borde del abismo menos de tres años después. Ahora sabemos que la venta de «valores respaldados por activos» — esencialmente, la capacidad de los bancos de vender grupos de hipotecas y otros préstamos a inversores mal informados, en lugar de mantenerlas en sus propios libros— favoreció el préstamo sin condiciones. Las obligaciones crediticias con garantía secundaria —o «colateralizadas», creadas al filetear, picar y hacer puré deuda mala— recibieron al principio valoraciones AAA, lo que de nuevo atrajo a inversores ingenuos; pero en cuanto la situación se torció, estos valores pasaron a ser designados, normalmente, como «basura tóxica». Y en cuanto a las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio, ayudaron a los bancos a fingir que sus inversiones estaban protegidas porque un tercero las había asegurado contra pérdidas; cuando las cosas fueron mal, pronto se evidenció que las aseguradoras —AIG, en particular— no disponían ni de lejos del dinero suficiente para cumplir con sus promesas.

La cuestión es que Greenspan no estaba solo en sus ilusiones. En la víspera de la crisis financiera, el análisis del sistema financiero, tanto en Estados Unidos como en Europa, estaba marcado por una autocomplacencia extraordinaria. A los pocos economistas que se inquietaban por el ascenso de los niveles de endeudamiento y la actitud cada vez menos seria con respecto a los riesgos se los dejó de lado, cuando no se los ridiculizó.

Esta posición marginal se reflejó tanto en la conducta del sector privado como en las políticas públicas: paso a paso, se fueron desmantelando las normas y regulaciones que se habían instaurado en la década de 1930 para protegernos frente a las crisis bancarias.

BANQUEROS SIN FRENO

No sé qué pretende el gobierno. En lugar de proteger a los hombres de negocios, ¡mete la nariz en los negocios! Vaya, ¡si ahora incluso están hablando de hacer exámenes a los bancos\ ¡Como si los banqueros no supiéramos dirigir nuestros propios bancos! En fin, en casa tengo la carta de no sé qué petimetre de funcionario que dice que piensa inspeccionar mis libros.

Tengo un lema que debería ser pregonado en todos los periódicos de este país: «¡América para los americanos!». ¡El gobierno no debe interferir en los negocios! ¡Reduzcan los impuestos! Nuestra deuda nacional es asombrosa. ¡Más de mil millones de dólares por año! ¡Lo que este país necesita es un presidente empresario!

GATEWOOD, banquero de La diligencia(1939)

Como las otras citas que he venido trayendo a colación de los años treinta del siglo pasado, la queja del banquero, en el clásico de John Ford *La diligencia*, suena como si se pudiera haber redactado ayer mismo (dejando a un lado la referencia al «petimetre»). Lo que el lector debe saber, si no ha visto nunca la película —del todo recomendable— es que, en realidad, Gatewood es un canalla. Si ha subido a esa diligencia es porque ha desfalcado todos los fondos de su banco y se larga de la ciudad.

Sin duda, John Ford no tenía una opinión especialmente positiva de los banqueros. Pero en aquellos años, en 1939, nadie la tenía. Las experiencias de la década precedente y, en particular, la oleada de hundimientos bancarios que barrió Estados Unidos en 1930-1931 había creado tanto una desconfianza general como la exigencia de una regulación más firme. Algunas de las regulaciones de los treinta siguen en vigor en la actualidad,

lo que explica que, en esta crisis, no haya habido muchas estampidas bancarias tradicionales, con la retirada masiva de fondos. Otras, por el contrario, se desmantelaron en las dos últimas décadas del siglo xx. Como factor no menos importante, las regulaciones no se actualizaron para lidiar con los cambios del sistema financiero. Esta mezcla de desregulación y falta de actualización de las regulaciones fue un factor de primer orden en la explosión de endeudamiento y la crisis consiguiente.

Empecemos por hablar de qué hacen los bancos y por qué se necesitan regulaciones.

La banca, según la conocemos en la actualidad, comenzó casi por accidente, como una actividad suplementaria de un negocio muy distinto: la orfebrería. Los orfebres, como manejaban una materia prima muy onerosa, siempre tuvieron cajas fuertes que dificultaban mucho la labor de los ladrones. Algunos de ellos empezaron a alquilar el uso de esas cajas fuertes, con lo que personas que tenían oro, pero no dónde guardarlo con seguridad, lo confiaban al cuidado de los orfebres, recibiendo a cambio un billete que les permitiría reclamar su oro cuando así lo quisieran.

En este punto comenzaron a ocurrir dos cosas interesantes. Primero, los orfebres descubrieron que, en realidad, no hacía falta que tuvieran todo aquel oro en sus cajas fuertes. Como era improbable que todos los depositarios reclamaran su oro al mismo tiempo (por lo general), era seguro prestar a otros buena parte del oro y mantener como reserva tan solo una fracción menor. En segundo lugar, los billetes que daban fe del oro depositado comenzaron a circular como una forma de dinero; en vez de pagar a alguien con monedas de oro reales, se le podía transferir la propiedad de algunas de las monedas que uno había depositado ante un orfebre. Así, el trozo de papel que correspondía a esas monedas se convirtió, en cierto sentido, en algo tan bueno como el oro.

Y en esto se resume la banca. Los inversores, por lo general, deben elegir entre la *liquidez* (la capacidad de disponer de los propios fondos, en un plazo de tiempo breve) y el *rendimiento* (que hace trabajar al dinero para ganar aún más). El dinero que uno tiene en el bolsillo goza de una liquidez perfecta, pero no ofrece rendimiento alguno; una inversión en (imaginemos)

una nueva y prometedora empresa puede compensar mucho si todo va bien, pero no se convierte fácilmente en metálico si uno se enfrenta a una emergencia financiera. Lo que hacen los bancos, parcialmente, es eliminar la necesidad de elección. Un banco proporciona liquidez a sus depositantes, pues estos pueden recobrar sus fondos cuando lo quieran. Pero al mismo tiempo, pone a trabajar la mayor parte de sus fondos, para obtener rendimiento; por ejemplo, en préstamos a negocios o hipotecas inmobiliarias.

Hasta aquí, todo va bien. Y la banca es algo muy positivo, no solo para los banqueros, sino para la economía en su conjunto, la mayor parte del tiempo. Algunas veces, sin embargo, la banca puede equivocarse mucho. En efecto, toda la estructura depende de que no todos los depositantes quieran su dinero al mismo tiempo. Si, por alguna razón, ya sea todos o al menos muchos de los impositores de un banco *sí* deciden retirar sus fondos de manera simultánea, el banco se hallará ante un gran problema: no dispone del metálico necesario y, si intenta hacerse con él rápidamente, liquidando préstamos y otros activos, tendrá que ofrecer precios de saldo; y, muy posiblemente, el proceso terminará en bancarrota.

Y ¿qué haría que muchos de los depositantes de un banco intentaran retirar sus fondos al mismo tiempo? Bien, el miedo a que el banco esté a punto de hundirse..., quizá porque tantos imposito-res están intentando abandonarlo.

Así pues, la banca lleva consigo, como rasgo inevitable, la posibilidad de estampidas: pérdidas repentinas de confianza que causan pánico y terminan convirtiéndose en profecías que comportan su propia realización. Además, estas retiradas masivas de fondos pueden resultar contagiosas, tanto porque el pánico se puede extender a otros bancos como porque las ventas a precio de saldo de un banco, al reducir el valor de los activos de otros bancos, pueden empujar a estos otros bancos a la misma clase de dificultades financieras.

Como algunos lectores quizá habrán captado ya, existe un claro «aire de familia» entre la lógica de las estampidas bancarias —retiradas de fondos especialmente contagiosas— y la del momento de Minsky, en el que todo el

mundo intenta cancelar sus deudas simultáneamente. La diferencia principal es que los elevados niveles de deuda y apalancamiento en el conjunto de una economía, que posibilitan un momento de Minsky, son algo que solo ocurre de vez en cuando; en cambio, *lo normal* es que los bancos estén suficientemente apalancados para que una pérdida repentina de confianza se pueda convertir en profecía de realización inevitable. La posibilidad de la retirada masiva de fondos es algo más o menos inherente a la naturaleza de la actividad bancaria.

Antes de la década de 1930, hubo principalmente dos tipos de respuesta al problema de la estampida bancaria. En primer lugar, los propios bancos intentaban parecer lo más sólidos posible, tanto a través de las apariencias —por eso los edificios de estos establecimientos eran tan a menudo gigantescas estructuras de mármol— como siendo de hecho muy cautelosos. En el siglo XIX, los bancos tenían a menudo «cocientes de capital» de entre el 20 y el 25 por 100 (es decir, el valor de sus depósitos suponía solo del 75 al 80 por 100 del valor de sus activos). Esto suponía que un banco del siglo xix podía enfrentarse a una morosidad de hasta el 20 o el 25 por 100 del dinero que había prestado y, aun así, seguía siendo plenamente capaz de pagar a sus depositantes. En cambio, en vísperas de la crisis de 2008, muchas instituciones financieras solo podían respaldar con capital un porcentaje escaso de sus activos, de modo que incluso pérdidas menores podían «quebrar el banco».

En segundo lugar, también hubo esfuerzos para crear «prestatarios de último recurso»: instituciones que, en una situación de pánico, pudieran avanzar fondos a los bancos y, con ello, garantizar el pago a los depositantes y la consiguiente disminución del pánico. En Gran Bretaña, el Banco de Inglaterra empezó a interpretar este papel a principios del siglo xix. En Estados Unidos, el pánico de 1907 se resolvió mediante una respuesta *ad hoc* organizada por J. P. Morgan; y el hecho de comprender que no siempre podría contarse con la asistencia puntual de un J. P. Morgan llevó a la creación de la Reserva Federal.

Pero estas respuestas tradicionales demostraron ser terriblemente inadecuadas en los años treinta, por lo que intervino el Congreso. La ley

Glass-Steagall de 1933 (y legislaciones similares en otros países) estableció lo que equivalía a un sistema de diques para proteger la economía contra las inundaciones financieras. Y durante cerca de medio siglo, este sistema funcionó muy bien.

Por un lado, la Glass-Steagall fundó la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, que garantizaba (y sigue garantizando) los depósitos frente a las pérdidas derivadas del hipotético hundimiento de un banco. Si ha visto usted la película *It's a Wonderful Life* (*¡Qué bello es vivir!*), que incluye una estampida bancaria, quizá le resulte interesante saber que la escena es completamente anacrónica: en el momento en que se sitúa la acción —justo después de la segunda guerra mundial—, los depósitos ya estaban garantizados y las retiradas masivas de fondos habían quedado como algo del pasado.

Por otro lado, la ley Glass-Steagall limitaba la cantidad de riesgo que podía asumir un banco. Esto resultaba especialmente necesario desde el mismo momento en que se había establecido el seguro de los depósitos, que podría haber creado una situación en la que los banqueros movilizaran el dinero sin freno ni preguntas —eh, todo esto cuenta con el seguro del gobierno— y lo destinaran a inversiones de máximo riesgo, contando con que, si salía cara, ellos ganaban, y si salía cruz, pagaban los contribuyentes. De los numerosos desastres desregulatorios, uno de los primeros se produjo en los años ochenta, cuando las instituciones de ahorro y préstamos se vengaron demostrando que esta clase de juego de azar costado por los contribuyentes era algo más que una mera posibilidad teórica.

Así, los bancos quedaron sujetos a varias reglas concebidas para prevenir que jugaran a juegos de azar con los fondos de sus depositantes. Muy especialmente, todo banco que aceptara depósitos quedaba limitado al negocio de los préstamos; no podía usar aquellos fondos para especular en los mercados de valores o materias primas; de hecho, tampoco se podían alojar estas actividades especulativas bajo el mismo techo institucional. Por lo tanto, la ley separó netamente la banca ordinaria (digamos, la clase de cosas que hacen Chase Manhattan y entidades similares) de la «banca de inversión» (lo que hacen Goldman Sachs y similares).

Gracias al seguro de los depósitos, como he dicho, las retiradas masivas de fondos, a la antigua, quedaron como recuerdo del pasado. Y gracias a la regulación, la banca manejó la concesión de préstamos con mucha más cautela de la que había empleado antes de la Gran Depresión. El resultado fue lo que Gary Gorton, profesor de Yale, denomina «el período tranquilo», una etapa larga de relativa estabilidad y ausencia de crisis financieras.

Ahora bien, todo esto empezó a cambiar en 1980.

En 1980, como es bien sabido, Ronald Reagan fue elegido presidente e hizo virar a la derecha, muy decididamente, la política estadounidense. Pero en cierto sentido, la elección de Reagan solo suponía formalizar un cambio radical en las actitudes hacia la intervención gubernamental, cambio que ya se había puesto en marcha durante el mandato de Cárter. Cárter presidió la desregulación de las líneas aéreas, que transformó la forma de viajar de los estadounidenses; la desregulación del transporte por carretera, que transformó la distribución de los bienes; y la desregulación del petróleo y el gas natural. Estas medidas, dicho sea de paso, gozaron (y siguen gozando hoy) de la aprobación casi universal de los economistas: ciertamente —a su modo de ver— no había ni hay una buena razón para que el gobierno decida tarifas del transporte aéreo o por carretera, y el incremento de la competencia en estas industrias comportó mejoras generalizadas en la eficiencia.

Dado el espíritu de aquellos tiempos, probablemente no debería extrañarnos que también las finanzas vivieran la desregulación. Una medida importante en esta dirección ya se había producido durante el mandato de Cárter, que aprobó la ley de control monetario, de 1980, que ponía fin a las normas que habían impedido que los bancos pagaran interés por muchas clases de depósitos. Reagan lo completó con la ley Garn-St. Germain, de 1982, que rebajó las restricciones sobre la clase de préstamos que podían realizar los bancos.

Por desgracia, la banca no es como el transporte de mercancías y la desregulación no se tradujo tanto en mejoras de la eficiencia como en un estímulo a la conducta de riesgo. Dejar que los bancos compitan en la oferta de interés por los depósitos parecía un buen negocio para los consumidores.

Pero supuso que la banca se convirtiera, cada vez más, en un caso de supervivencia de los más imprudentes, en el que solo los que estaban dispuestos a conceder préstamos dudosos podían permitirse pagar a los depositantes un interés competitivo. Eliminar las restricciones a las tasas de interés hizo que los préstamos imprudentes fueran más atractivos, porque los banqueros podían prestar dinero a clientes que prometían pagar mucho... aunque quizá no cumplirían con lo prometido. Y el margen de riesgo se incrementó aún más cuando se hicieron más laxas las restricciones que limitaban la exposición a determinadas líneas de negocio o a los prestatarios individuales.

Estos cambios produjeron un fuerte incremento de los préstamos, un fuerte incremento de los riesgos asumidos en esos préstamos y también, tan solo unos pocos años después, algunos grandes problemas en la banca; problemas que, a su vez, se exacerbaron por la forma en que algunos bancos financiaron los préstamos que concedían con dinero que tomaban prestado de otros bancos.

Por otra parte, la tendencia a la desregulación tampoco acabó con la marcha de Reagan. Con el siguiente presidente demócrata se produjo una nueva relajación de las normas: fue Bill Clinton quien dio el golpe final a las regulaciones de la Depresión, al cancelar las normas de Glass-Steagall que habían separado la banca comercial de la de inversión.

Aun así, y no obstante lo anterior, estos cambios regulatorios fueron menos importantes que lo que no cambió: las regulaciones no se actualizaron para reflejar los cambios en la naturaleza de la actividad bancaria.

¿Qué es, a fin de cuentas, un banco? Tradicionalmente, ha sido una institución en la que hacer depósitos, un lugar en el que depositamos dinero en una ventanilla y lo podemos retirar desde esa misma ventanilla. Pero en lo que atañe a la economía, un banco es toda aquella institución que promete acceso fácil a sus fondos, incluso cuando usa la mayor parte de esos fondos para hacer inversiones que los clientes no podrán convertir en metálico en un corto plazo de tiempo. Las entidades de depósito —grandes

edificios de mármol con hileras de cajeros— son la forma tradicional de conseguirlo. Pero hay otras formas de hacerlo.

Un ejemplo obvio son los fondos del mercado monetario, que no tienen una presencia física como los bancos y no proporcionan metálico en el sentido literal (papelitos verdes con retratos de presidentes difuntos), pero aparte de esto funcionan en gran medida como cuentas corrientes. Las empresas que buscan dónde aparcar su efectivo optan a menudo por el «repo», o pacto de recompra en el que prestatarios como Lehman Brothers piden prestado dinero para plazos muy breves —a menudo, de tan solo una noche— usando como garantía secundaria valores con respaldo hipotecario; y el dinero que se consigue así se utiliza para comprar aún más valores de esta clase. Y aún hay otros mecanismos, como los «valores con tasa de subasta» (mejor no pregunten), que, una vez más, sirven prácticamente para los mismos propósitos que la banca ordinaria, pero sin hallarse sujetos a las normas que gobiernan la banca convencional.

Esta serie de formas alternativas de hacer lo que la banca venía haciendo se ha dado en llamar «banca a la sombra». Hace treinta años, esta banca paralela era una parte menor del sistema financiero; la banca la formaban, ante todo, los grandes edificios de mármol con hileras de cajeros. En 2007, por el contrario, la banca paralela era mayor que la tradicional.

Lo que quedó claro en 2008 —y debería haberse comprendido mucho antes— fue que la banca a la sombra planteaba los mismos riesgos que la banca convencional. Al igual que las instituciones de depósito, tienen un apalancamiento alto; al igual que la banca convencional, pueden derrumbarse por efecto de un pánico auto-rrealizante. Así, cuando la banca paralela acrecentó su importancia, se la debería haber sometido a regulaciones similares a las que regían entre los bancos tradicionales.

Pero dado el carácter político de los tiempos, esto no ocurrió. Se permitió que la banca paralela creciera sin vigilancia; y creció tanto más rápido, precisamente, porque a los bancos a la sombra se les permitió asumir riesgos mayores que a los convencionales.

No sorprenderá a nadie saber que los bancos convencionales quisieron su parte en el pastel; y, en un sistema político cada vez más dominado por el

dinero, tuvieron lo que querían. Si Glass-Steagall había impuesto una separación entre la banca de depósitos y la de inversión, la norma se revocó en 1999 tras una petición específica de Citibank, que quería fusionarse con Travelers Group, una firma dedicada a la banca de inversión, para convertirse en Citigroup.

El resultado fue un sistema cada vez menos regulado en el que los bancos tenían libertad para entregarse sin reservas al exceso de confianza que había generado el período de tranquilidad. La deuda se disparó; los riesgos se multiplicaron; se estaban sentando las bases de la crisis.

LA GRAN MENTIRA

Escucho vuestras quejas. Algunas carecen de todo fundamento. No fueron los bancos los que crearon la crisis hipotecaria. Fue, sencillamente, el Congreso, que obligó a todo el mundo a dar hipotecas a gente que estaba en su mejor momento. Bien, no quiero decir con eso que esté seguro de que fuera una política tan negativa, porque muchas de las personas que adquirieron una casa aún la tienen y no la habrían conseguido sin eso.

Pero fueron los que impulsaron a Fannie [Mae] y Freddie [Mac] a hacer un montón de préstamos que fueron imprudentes, como decís. Fueron los que empujaron a los bancos a conceder crédito a todo el mundo. Y ahora queremos demonizar a los bancos porque son una buena diana, es fácil echarles la culpa y en el Congreso, desde luego, no se van a culpar a sí mismos. Al mismo tiempo, el Congreso está intentando presionar a los bancos para que relajen sus criterios de préstamo y presten aún más

dinero. Es exactamente el mismo discurso por el que los criticaban.

MICHAEL BLOOMBERG,
alcalde de Nueva York, ante las
protestas de Occupy Wall Street

La historia que acabo de contar, sobre autocomplacencia y desregulación, es lo que de hecho ocurrió en el período previo a la crisis. Pero quizá el lector haya oído un relato distinto: el que contaba Michael Bloomberg en la cita de más arriba. Según esta historia, el crecimiento de la deuda se debió a que entre ciertas gentes de ánimo benefactor y las empresas del gobierno obligaron a los bancos a conceder préstamos hipotecarios a compradores de las minorías, y subvencionaron hipotecas dudosas. Este relato alternativo, que afirma que todo ha sido culpa del gobierno, tiene la fuerza de un dogma entre la derecha. Desde el punto de vista de la mayoría de los republicanos (si no prácticamente todos), es una verdad innegable.

Pero no es verdad, por descontado. El gestor de fondos y blo-guero Barry Ritholtz, que no es particularmente político pero tiene buen ojo contra los enredos sibilinos, lo ha denominado la «Gran Mentira» de la crisis financiera.

¿Cómo podemos saber que la Gran Mentira es, en efecto, tal mentira? Hay ante todo dos clases de demostración.

Primero, cualquier explicación que culpe al Congreso de Estados Unidos y achaque la explosión de crédito a un supuesto deseo suyo de ver como propietarias de casas a familias de bajos ingresos debe responder del extraño hecho de que el boom del crédito y la burbuja inmobiliaria fueron algo muy generalizado, que incluyó muchos mercados y valores que no tenían nada que ver con los prestatarios de bajos ingresos. Hubo burbujas inmobiliarias y explosiones del crédito en Europa; en los inmuebles comerciales hubo una subida de precios a la que siguieron, tras el estallido de la burbuja, pérdidas e impagos; y dentro de Estados Unidos, los casos

más notorios de auges y quiebras no se dieron en las zonas interiores de las ciudades, sino en los barrios residenciales periféricos.

En segundo lugar, el auténtico grueso de los préstamos de riesgo fue suscrito por entidades crediticias privadas; y de las menos reguladas, ya que hablamos del tema. En particular, los préstamos *subprime* o «no preferenciales» —hipotecas concedidas a prestatarios que no cumplieran con los criterios habituales de solvencia— fueron otorgados, en su inmensa mayoría, por empresas privadas que carecían tanto de la cobertura de la ley de Reinversión Comunitaria —que se supone debía favorecer la concesión de préstamos a los grupos minoritarios— como de la supervisión de Fannie Mae y Freddie Mac, las organizaciones auspiciadas por el gobierno para fomentar los créditos a la vivienda. De hecho, durante buena parte de la burbuja inmobiliaria, Fannie y Freddie estaban perdiendo cuota de mercado con rapidez, porque las entidades crediticias privadas aceptaban clientes que las organizaciones patrocinadas por el gobierno rechazaban. Al cabo de un tiempo, Freddie Mac sí empezó a adquirir hipotecas no preferenciales a los emisores de crédito; pero obviamente estaba siguiendo el juego, no encabezándolo.

Como intento de refutar este último punto, los analistas de los foros de reflexión de la derecha —especialmente Edward Pinto, del American Enterprise Institute— han aportado datos según los cuales Fannie y Freddie suscribieron gran número de hipotecas «no preferenciales y otras modalidades de alto riesgo». Así inducen a los lectores sin más recursos a creer que estas organizaciones estuvieron, en efecto, muy implicadas en el desarrollo de los préstamos *subprime*. Pero no fue así; y cuando se analiza la cuestión de las «otras modalidades de alto riesgo», se comprueba que no era ningún riesgo particularmente alto y que los índices de impago fueron muy inferiores a los de las hipotecas no preferenciales.

Podría continuar con más detalles, pero creo que el lector se habrá hecho a la idea. El intento de culpar al gobierno de la crisis financiera se viene abajo con el más somero análisis de los hechos; y la pretensión de omitir estos hechos huele a engaño deliberado. Esto nos lleva a la siguiente

pregunta: ¿por qué los conservadores tienen tanto empeño en creer —y en hacer creer a los demás— que todo fue cosa del gobierno?

La respuesta inmediata es evidente: creer cualquier otra cosa habría supuesto admitir que tu movimiento político llevaba varias décadas por el camino equivocado. El moderno conservadurismo se entrega a la idea de que las claves de la prosperidad son los mercados sin restricciones y la búsqueda sin trabas del beneficio económico y personal; y también defiende que la expansión de las funciones gubernamentales, posterior a la Gran Depresión, solo nos ha supuesto perjuicios. Sin embargo, lo que en verdad vemos es una historia en la que los conservadores se hicieron con el poder, se pusieron a dismantelar muchas de aquellas protecciones de los tiempos de la Depresión... y la economía se hundió en una segunda depresión, no tan mala como la primera, pero notablemente negativa. Así, los conservadores necesitaban desesperadamente alejar de las mentes esta historia incómoda y narrar otro relato que convirtiera al gobierno —y no a la falta de gobierno— en el origen del mal.

Pero esto, en cierto sentido, solo hace dar un paso atrás a la pregunta. La creencia de que el gobierno es siempre el problema y nunca la solución ¿cómo ha llegado a controlar con mano tan firme nuestro discurso político? Esta nueva pregunta no es tan fácil de responder como quizá pudiera pensar el lector.

LOS AÑOS NO TAN BUENOS

A juzgar por lo que he dicho hasta aquí, el lector podría pensar que la historia de la economía estadounidense, desde aproximadamente 1980, fue de prosperidad ilusoria: de lo que parecían ser buenos tiempos hasta que, en 2008, se produjo el estallido de la burbuja. Y en parte fue así. Pero esta historia necesita matices porque lo cierto es que incluso los buenos tiempos no fueron tan tan buenos, en un par de aspectos.

En primer lugar, mientras Estados Unidos evitó una crisis financiera debilitadora hasta 2008, los peligros de un sistema bancario desregulado ya

empezaron a ser obvios mucho antes, para los que no se negaban a verlos.

De hecho, la desregulación creó un desastre grave, casi de inmediato. En 1982, como ya he indicado, el Congreso aprobó la ley Garn-St. Germain. En la ceremonia de la firma, Ronald Reagan la describió como «el primer paso del exhaustivo programa de desregulación financiera de nuestro gobierno».

Su propósito inicial era ayudar a resolver las dificultades de las entidades de ahorro y crédito inmobiliario o (savings and loans), que se habían metido en problemas después de que la inflación creciera en los años setenta. La elevada inflación derivó en tasas de interés más altas, con lo que las mencionadas entidades —que habían prestado mucho dinero a largo plazo y con tasas de interés reducidas— empezaron a pasarlo mal. Había varias de estas entidades de ahorro y crédito inmobiliario en riesgo de hundirse; como sus depósitos tenían garantía federal, muchas de sus pérdidas, en última instancia, recaerían sobre los contribuyentes.

Pero los políticos no querían tragarse aquel sapo y buscaron una salida. En la ceremonia de la firma, Reagan explicó cómo se suponía que funcionaría:

Lo que hace esta legislación es expandir los poderes de las entidades de ahorro y crédito inmobiliario al permitir que la industria haga préstamos comerciales e incremente el crédito a sus consumidores. Reduce su exposición a los cambios del mercado inmobiliario y de las tasas de interés. Esto, a su vez, hará que la industria del ahorro y crédito inmobiliario sea una fuerza más poderosa y eficaz en la financiación, en los años venideros, de los hogares de millones de estadounidenses.

Pero no funcionó así. Lo que ocurrió, en realidad, fue que la desregulación creó un caso clásico de «riesgo moral», en el que los propietarios de las entidades de ahorro y crédito inmobiliario tuvieron todos

los incentivos para dedicarse a conductas de alto riesgo. A fin de cuentas, a los depositantes no les preocupaba qué hiciera su banco: estaban asegurados contra las pérdidas. Por ello, los banqueros optaron por la jugada de conceder préstamos de interés elevado a prestatarios dudosos; típicamente, promotores inmobiliarios. Si todo iba bien, el banco ganaría mucho dinero. Si la cosa se torcía, al banquero le bastaba con quitarse de en medio. Si salía cara, ganaba el banco, y si salía cruz, pagaban los contribuyentes.

¡Ah!, y la regulación laxa también creó un entorno permisivo para el robo directo, en el que se concedieron préstamos a amigos y parientes que desaparecieron con el dinero. Ya hemos recordado aquí a Gatewood, el banquero de *La diligencia*. En la industria del ahorro y el crédito inmobiliario, durante los años ochenta, los Gatewood abundaron.

En 1989 resultaba obvio que la industria del ahorro y crédito inmobiliario se había vuelto loca, hasta el punto de que los federales terminaron por cerrar el casino. Pero en esas fechas, las pérdidas de la industria se habían disparado. Al final, los contribuyentes se toparon con una factura de unos 130.000 millones de dólares. Era una cantidad muy elevada para la época; en comparación con las dimensiones de la economía, equivalía a más de 300.000 millones de dólares de hoy en día.

El caos del ahorro y crédito inmobiliario tampoco fue la única señal de que la desregulación era más peligrosa de lo que afirmaban sus defensores. A principios de los años noventa hubo problemas graves en grandes bancos comerciales —en particular, en el Citi—, porque se habían excedido en los créditos concedidos a los promotores inmobiliarios comerciales. En 1998, cuando gran parte del mundo emergente se hallaba en situación de crisis financiera, el hundimiento de un único *hedge fund* o fondo de cobertura, Long Term Capital Management, congeló los mercados financieros de un modo muy similar a lo que ocurrió, una década después, tras la caída de Lehman Brothers. Un rescate *ad hoc*, improvisado por los funcionarios de la Reserva Federal, evitó el desastre en 1998; pero el suceso debería haber servido como advertencia, una demostración perfecta de los peligros de las finanzas sin control. (Recogí algo de esto en la edición original de mi *El retorno de la economía de la depresión*, de 1999, donde tracé paralelos

entre la crisis de Long Term Capital Management y las crisis financieras que estaban barriendo Asia. Sin embargo, mirando hacia atrás, reconozco que no supe entender el verdadero alcance del problema.)

Pero se hizo caso omiso de la lección. Hasta la misma crisis de 2008, los personajes más influyentes siguieron insistiendo —como Greenspan en la cita que abría este capítulo— en que todo iba bien. Además, defendían habitualmente que la desregulación financiera había favorecido sobremanera el desarrollo económico general. Aun en el día de hoy es habitual oír afirmaciones como la siguiente de Eugene Fama, famoso e influyente economista de la Universidad de Chicago:

Desde los primeros años ochenta, el mundo desarrollado y algunos grandes actores del mundo en desarrollo experimentaron un período de crecimiento extraordinario. Es razonable afirmar que, al facilitar el flujo de los ahorros mundiales hacia usos productivos en todo el mundo, los mercados financieros y las instituciones financieras tuvieron un papel crucial en este crecimiento.

Fama escribió estas palabras, por cierto, en noviembre de 2009, en medio de una depresión cuya responsabilidad atribuíamos en parte, la mayoría de nosotros, a que las finanzas se habían desbocado. Pero incluso a largo plazo, de hecho no se ha producido nada similar a ese «crecimiento extraordinario» del que hablaba Fama. En Estados Unidos, el crecimiento de las décadas posteriores a la desregulación ha sido, en realidad, más lento que el de las décadas precedentes; el verdadero período de «crecimiento extraordinario» fue el de la generación posterior a la segunda guerra mundial, cuando el nivel de vida vino a duplicarse. De hecho, para las familias con ingresos medios, incluso antes de la crisis la desregulación solo aportó un aumento modesto de los ingresos; y ello se debió más a la prolongación de las horas de trabajo que a salarios más elevados.

Solo para una pequeña —aunque influyente— minoría, la época de la desregulación financiera y el ascenso del endeudamiento supuso en verdad un extraordinario aumento de los ingresos. Y esto, sin duda, contribuyó en mucho a que pocos estuvieran dispuestos a prestar oídos a las advertencias sobre el rumbo que estaba adoptando la economía.

Para comprender las razones más profundas de nuestra crisis actual, en suma, debemos hablar sobre la desigualdad de ingresos y la llegada de una segunda edad de oro.

La segunda edad de oro

Poseer y mantener una casa del tamaño del Taj Mahal es caro. Kerry Delrose, director de interiorismo en Jones Footer Margeotes Partners, de Greenwich, me ha resultado de gran ayuda para calcular adecuadamente el coste de decorar una mansión. «Enmoquetar es muy caro —dijo, y mencionó un rollo de moqueta de 74.000 dólares, que había encargado para el dormitorio de unos clientes—. Y los cortinajes. Solo en la ferretería (barras, topes, soportes, anillas) ya te gastas varios miles de dólares; fácilmente, 10.000 dólares solo para la ferretería de cada habitación. Luego está la tela ... Para la mayoría de estas habitaciones, el salón magno, la sala de estar, se necesitan entre 100 y 150 metros de tela. No es nada extraordinario. La tela de algodón sube, de media, a entre 40 y 60 dólares el metro; pero la mayoría de las que nosotros buscamos, las sedas buenas de verdad, cuestan a 100 dólares el metro».

Hasta ahora, las cortinas de una sola habitación han costado entre 20.000 y 25.000 dólares.

«Greenwich's Outrageous
Fortunes» («Las escandalosas
fortunas de Greenwich»), *Vanity Fair*,
julio de 2006

En 2006, justo antes de que el sistema financiero empezase a derrumbarse, Nina Munk escribió para la revista *Vanity Fair* un artículo sobre la que por entonces era una desenfrenada construcción de mansiones en Greenwich, Connecticut. Según señalaba Munk, Greenwich había sido uno de los lugares más codiciados por los magnates de principios del siglo xx: un lugar donde los creadores o herederos de fortunas industriales levantaban mansiones «para rivalizar con los *palazzi*, *châteaux* y casas solariegas de Europa». En la posguerra estadounidense, no obstante, pocos habían podido permitirse mantener una mansión de veinticinco habitaciones; trozo a trozo, las grandes fincas se fueron dividiendo y vendiendo.

Hasta que los administradores de los *hedge funds*, o fondos de cobertura, empezaron a trasladarse allí.

Desde luego, la mayor parte de la industria financiera se concentra en Wall Street (y en la City de Londres, que representa un papel parecido). Pero los fondos de cobertura —que, básicamente, se dedican a especular con dinero prestado, y que atraen a inversores deseosos de que sus administradores tengan la particular perspicacia que se requiere para forrarse— se han congregado en Greenwich, que, en tren, está a unos cuarenta minutos de Manhattan. Y los gestores de estos fondos cuentan con unos ingresos tan elevados, si no más, que los de los capitalistas sin escrúpulos de antaño (incluso contando con los ajustes por inflación). En 2006, los veinticinco administradores mejor pagados ganaron 14.000 millones de dólares: tres veces la suma de los sueldos de los ochenta mil maestros de escuela de la ciudad de Nueva York.

Cuando estos hombres decidieron comprar casas en Greenwich, el precio no supuso ningún problema. Compraron alegremente las antiguas

mansiones de la edad dorada; y, en muchos casos, las derribaron para construir palacios aún mayores. ¿Hasta qué punto eran grandes? Según Munk, la media de las casas nuevas adquiridas por administradores de fondos de cobertura rondaba los 1.500 metros cuadrados.

Uno de estos gestores, Larry Feinberg —de Oracle Partners, especialistas en la industria de la salud—, compró una casa de 20 millones de dólares solo para derribarla; sus planos de construcción, según el archivo municipal, preveían una mansión de 2.859 metros cuadrados. Tal como apuntó útilmente Munk, la superficie es solo ligeramente inferior a la del Taj Mahal.

Pero ¿por qué tendríamos que preocuparnos? ¿Se trata solo de un interés morboso? Bien, no negaré que existe cierta fascinación hacia los estilos de vida de los ricos y fatuos. Pero también hay otra cuestión de mayor calado.

Al final del capítulo 4 señalé que, aun antes de la crisis de 2008, costaba entender por qué la desregulación financiera se consideraba un éxito. El lío de las entidades de ahorro y crédito ha supuesto una demostración bien onerosa de cómo podía desbocarse la banca desregulada; ha habido conatos que ya anunciaban la crisis que se avecinaba; y, en todo caso, el crecimiento económico ha sido menor en la era de la desregulación de lo que fue en la época de una regulación estricta. Pero entre algunos analistas —prácticamente, aunque no solo, en el ala derecha de la política— imperó (y aún impera) la extraña y falsa convicción de que la era de la desregulación fue de triunfo económico. En el último capítulo ya apunté que Eugene Fama, el notorio teórico de las finanzas de la Universidad de Chicago, escribió que en la época posterior a la desregulación financiera se había vivido un «crecimiento extraordinario», cuando en realidad no ha existido nada semejante.

¿Qué podría haber llevado a Fama a creer que hemos experimentado ese supuesto «crecimiento extraordinario»? Bueno, quizá sea el hecho de que *algunas* personas —el tipo de personas que, por ejemplo, patrocina conferencias sobre teoría financiera— experimentaron realmente un crecimiento extraordinario en sus ingresos.

En la página 86 ofrezco dos figuras. La figura de arriba refleja dos medidas de los ingresos familiares en Estados Unidos desde la segunda guerra mundial, ambas en dólares ajustados a la inflación. Una, el *promedio* de los ingresos familiares (el total de los ingresos dividido entre el número de familias). Pero ni siquiera este indicador muestra señal alguna del «extraordinario crecimiento» que habría venido después de la desregulación financiera; de hecho, el crecimiento fue más rápido antes de la década de los ochenta que después. La segunda muestra los ingresos de una *familia intermedia*: los ingresos de una familia típica, cuyos ingresos son superiores a los de la mitad de la población e inferiores a los de la otra mitad.



Ni siquiera el ingreso promedio (el de una familia promedio) despegó en la era de la desregulación, mientras el crecimiento del ingreso intermedio (situado en el punto central de la distribución de los ingresos) se redujo a un avance de tortuga...



... pero, en cambio, el ingreso promedio del 1 por 100 más acaudalado explotó.

Fuente: Censo de Estados Unidos; Thomas Piketty y Emmanuel Saez, «Income Inequality in the United States: 1913-1998», *Quarterly Journal of Economics*, febrero de 2003 (revisión de 2010)

Como se puede ver, los ingresos de la familia típica crecieron mucho menos después de 1980 que antes. ¿Por qué? Pues porque una gran parte de los frutos del crecimiento económico fue a parar a manos de la gente que estaba en lo más alto.

La figura inferior muestra lo verdaderamente bien que le fue a la gente que estaba en la cúspide; el «1 por 100» que ha hecho famoso el movimiento Occupy Wall Street. Para ellos, el crecimiento posterior a la desregulación financiera ha sido ciertamente extraordinario, con ingresos ajustados a la inflación que fluctúan según las subidas y bajadas de los mercados de valores, pero que desde 1980, aproximadamente, se han cuadruplicado. Por tanto, a la élite le ido muy pero que muy bien después de la desregulación; mientras que a la súperelite y a la élite de la súperelite —el 0,1 por 100 superior y el 0,01 por 100 de la cumbre última— le ha ido

aún mejor, con una ganancia (para ese 1 por 10.000 de estadounidenses) del 660 por 100. Y esto es lo que hay tras la edificación de esos Taj Mahales en Connecticut.

Esta mejora tan notable de los riquísimos, y más a la vista del crecimiento económico moderado y de las ganancias muy modestas de la clase media, pone sobre el tapete dos cuestiones principales. Una es por qué sucedió; de esto me ocuparé brevemente, puesto que no es el tema principal de este libro. El otro es qué relación guarda con la depresión que estamos padeciendo, lo cual constituye un tema espinoso, pero importante.

En primer lugar, por tanto, ¿a qué se debe esa explosión de ingresos de los más ricos?

¿POR QUÉ LOS RICOS SE HICIERON (TANTO) MÁS RICOS?

Hasta la fecha, muchos debates sobre la creciente desigualdad hacen que parezca que todo se reduce a la importancia cada vez mayor de las aptitudes y la formación. La tecnología moderna, se nos dice, aumenta la demanda de trabajadores con estudios superiores y disminuye la necesidad de trabajos corporales o rutinarios. Por tanto, la minoría que cuenta con una buena formación se impone sobre la mayoría con menos formación. Por ejemplo, allá en 2006, Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, pronunció un discurso sobre la desigualdad creciente en el que sugería que la historia se resume en que la cabeza formada por el 20 por 100 de los trabajadores (con estudios muy superiores al resto) estaba dejando atrás al 80 por 100 (la cola, con una formación muy inferior).

Y, a decir verdad, la historia no es falsa del todo: en general, cuanto más formación tiene una persona, mejor le ha ido en estos últimos 30 años. Los sueldos de los estadounidenses con formación universitaria han subido en comparación con los de los ciudadanos que se quedaron en el bachillerato; y los sueldos de los estadounidenses con un título de posgrado han subido en comparación con los que solo tienen una licenciatura.

Pero centrarnos solamente en las disparidades salariales debidas a la educación es perder de vista no una parte, sino el grueso del cuento. Porque los verdaderos beneficios no han ido a parar a trabajadores con estudios universitarios en general, sino a un puñado de personas muy adineradas. Es habitual que un profesor de instituto tenga una licenciatura, y muchos, un posgrado; pero no han vivido, por decirlo suavemente, el tipo de incremento de ingresos que sí han conocido los administradores de los fondos de cobertura. Recordemos, una vez más, que 25 administradores de estos fondos ganaron tres veces más dinero que los 80.000 maestros de escuela de la ciudad de Nueva York.

El movimiento Occupy Wall Street se congregó en torno de un lema: «Nosotros somos el 99 por 100», mucho más próximo a la verdad que la palabrería a la que nos tiene acostumbrada la clase dirigente, sobre las supuestas diferencias de formación y de aptitudes. Y esto no lo dicen solamente unos radicales. El otoño pasado, la Oficina Presupuestaria del Congreso —de lo más respetable y netamente apartidista— publicó un informe en el que detallaba el crecimiento de la desigualdad entre 1979 y 2007. Constató que los estadounidenses situados entre los percentiles 80 y 99 —esto es, el 20 por 100 superior, del que hablaba Bernanke, menos el 1 por 100 de Occupy Wall Street— han experimentado en este periodo un aumento de los ingresos del 65 por 100. Eso está muy bien, sobre todo si lo comparamos con las familias que se encuentran en la parte inferior de la escala: a las familias de la zona media solo les fue la mitad de bien, y el 20 por 100 del sector inferior solo experimentó una mejora del 18 por 100. Pero el 1 por 100 de la cúspide vio aumentar sus ingresos en un 277,5 por 100; y, como ya hemos visto, el 0,1 de la superélite y el 0,01 aún más selecto recogieron beneficios aún mayores.

Y este aumento de los ingresos de los más ricos no ocupa ningún lugar secundario cuando nos preguntamos adonde han ido a parar los beneficios del crecimiento económico. Según la Oficina Presupuestaria, el porcentaje de ingresos netos (después de impuestos) en el 1 por 100 superior subió del 7,7 al 17,1 por 100 del total de ingresos; esto significa que, dejando al margen otros factores, el total de ingresos que queda para todos los demás

se ha reducido en un 10 por 100. Otra posibilidad pasa por preguntarnos qué parte del aumento general de la desigualdad se debió al modo en que el 1 por 100 dejó atrás a todos los otros; según el índice Gini (un indicador de la desigualdad, de uso muy común), la respuesta es que la acumulación de beneficios entre el 1 por 100 superior fue responsable de la mitad del aumento.

Así pues, ¿por qué al 1 por 100 de la cima le fue tanto mejor que al resto (y aún más en el caso del 0,1 por 100)?

Entre economistas, se trata de una cuestión sin resolver; y las razones de estas dudas son, en sí mismas, reveladoras. En primer lugar, hasta hace muy poco imperaba entre muchos economistas la sensación de que los ingresos de los muy ricos no eran materia adecuada de estudio, pues se trataba de una cuestión más propia de los sensacionalistas obsesionados con los famosos, y no de las páginas de una publicación de economía seria. La partida ya estaba bastante avanzada cuando se tomó conciencia de que los ingresos de los ricos, lejos de ser una cuestión trivial, están en el meollo de lo que le está pasando a la economía y a la sociedad de Estados Unidos.

E incluso en el momento en que los economistas empezaron a tomarse en serio al 1 por 100 y al 0,1 por 100, descubrieron que la materia era incómoda en dos sentidos. El simple hecho de plantear la cuestión significaba meterse en una zona de guerra política: la distribución de los ingresos entre los de arriba es una de las áreas en las que cualquiera que levante la cabeza por encima del parapeto se encontrará con ataques violentos de los que vienen a ser pistoleros a sueldo, protectores de los intereses de los ricos. Por ejemplo, hace unos pocos años, Thomas Picketty y Emmanuel Saez —cuyo trabajo ha sido crucial para seguir la pista, a largo plazo, de los aumentos y las disminuciones de la desigualdad— fueron atacados por Alan Reynolds, del Instituto Cato, que lleva décadas afirmando que en realidad la desigualdad no ha crecido. Cada vez que se desenmascara con meticulosidad uno de sus argumentos, Reynolds sale con otro nuevo.

Además, dejando a un lado la política, es incómodo manejar los ingresos de los más ricos con las herramientas de las que suele valerse el

economista. De lo que más sabe mi profesión es de oferta y demanda; sí, la economía se ocupa de muchas más cosas, pero esta es la primera herramienta, y la principal, de los análisis. Y los receptores de ingresos tan elevados no viven en un mundo de oferta y demanda.

Un trabajo reciente de Jon Bakija, Adam Colé y Bradley Heim nos da una idea clara de quiénes forman el 0,1 por 100 superior: por decirlo en pocas palabras, se trata, básicamente, de ejecutivos de grandes corporaciones y especuladores financieros. Casi la mitad de los ingresos del 0,1 termina en manos de ejecutivos y directores de empresas que no son financieras; otra quinta parte va a parar a gente del mundo de las finanzas; añádase cierta abogacía e inmobiliarias, y ya tendremos unas tres cuartas partes del total.

Ahora bien, los manuales de teoría económica dicen que, en un mercado competitivo, a cada trabajador se le paga por su «producto marginal»: la cantidad que ese trabajador añade a la producción total. Pero ¿cuál es el producto marginal de un gran ejecutivo, de un administrador de fondos de cobertura o, a este respecto, del abogado de una gran corporación? Nadie lo sabe, de hecho. Y si miramos cómo se fijan en realidad los ingresos de las personas incluidas dentro de esta categoría, nos encontraremos con algunos procesos que, seguramente, tengan poco que ver con su contribución económica.

Es probable que, llegados a este punto, alguien diga: «¿Y qué hay de Steve Jobs o de Mark Zuckerberg? ¿Acaso no se hicieron ricos creando productos de valor?». Y la respuesta es: sí. Pero entre el 1 por 100 de los de arriba, o incluso entre el 0,01 por 100 de los de más arriba, hay muy pocos que hayan hecho así su dinero.

En su mayoría, se trata de ejecutivos de empresas que no han creado ellos mismos. Quizá poseen muchas acciones, u opciones sobre acciones, de sus empresas; pero estos activos los recibieron como parte de su conjunto retributivo, no por ser fundadores de la empresa. ¿Y quién decide qué incluyen sus conjuntos salariales? Bien, como es sabido, los encargados de fijar el conjunto retributivo de los presidentes o directores generales son los

miembros de un comité de compensación nombrado por... por el mismo presidente o director al que están valorando.

Quienes más ganan en la industria financiera se mueven en un entorno más competitivo, pero hay buenas razones para creer que, a menudo, sus ganancias están infladas en comparación con sus verdaderos logros. Los administradores de fondos de cobertura, por ejemplo, tienen honorarios dobles: cobran por el trabajo de administrar el dinero de otras personas y se llevan asimismo un porcentaje de sus beneficios. Esto les supone un incentivo de peso para realizar inversiones arriesgadas, fuertemente apalancadas: si las cosas van bien, reciben una cuantiosa recompensa; mientras que, si las cosas van mal —y este momento siempre llega— nada les obliga a devolver los beneficios anteriores. Y el resultado es que, de media —esto es, una vez tomamos en cuenta el hecho de que muchos administradores de estos fondos fracasan y que los inversores no saben por anticipado qué fondos acabarán en la lista de bajas—, a los que invierten en fondos de cobertura no les va especialmente bien. De hecho, según un libro reciente, *The Hedge Fund Mirage*, de Simón Lack, en la última década quienes han invertido en fondos de cobertura, en promedio, habrían obtenido un resultado mejor de haber invertido en bonos del Tesoro; y quizá ni siquiera ganaron nada.

Quizá el lector pueda pensar que los inversores deberían estar más atentos a esta desviación de los incentivos; y, más en general, que tendrían que estar al cabo de lo que se dice en todos los folletos informativos: «los resultados obtenidos en el pasado no son garantía de rendimientos futuros» (esto es, aunque el año pasado un gestor otorgó buenos resultados a sus inversores, tal vez simplemente tuvo suerte). Pero la realidad sugiere que muchos inversores —y no solamente los más humildes— siguen siendo crédulos y depositan su fe en el genio de los actores financieros, pese a las numerosas pruebas que indican que esta clase de inversiones tienden a salir mal.

Una cosa más: aun cuando los especuladores sin escrúpulos han hecho ganar dinero a los inversores, en varios casos importantes no lo hicieron

generando valor para la sociedad en su conjunto, sino, al contrario, expropiando de hecho valor a otros actores.

Donde esto es más obvio es en el caso de las malas prácticas bancarias. En la década de 1980, los dueños de sociedades de ahorro y crédito inmobiliario obtuvieron grandes beneficios asumiendo grandes riesgos; y luego dejaron la factura a los contribuyentes. Y en la década de 2000, los banqueros volvieron a hacer lo mismo: consiguieron fortunas enormes mediante préstamos inmobiliarios inadecuados y luego o bien se los vendieron a inversores incautos, o bien se beneficiaron del rescate gubernamental cuando estalló la crisis.

Pero pasa lo mismo en muchos casos de capital de inversión privado, en referencia al negocio de comprar empresas, reestructurarlas y luego ponerlas otra vez en venta. (Gordon Gekko, en la película *Wall Street*, se dedicaba a este capital de inversión; Mitt Romney lo hacía en la vida real.) A decir verdad, algunas empresas de capital de inversión privado han hecho una labor valiosa al financiar la creación de empresas, en sectores como la alta tecnología y otros. Pero en muchos otros casos, los beneficios han venido de lo que Larry Summers —sí, ese Larry Summers^[3]— denominó, en un influyente artículo titulado con el mismo nombre, «abuso de confianza»: básicamente, incumplir contratos y acuerdos. Pensemos, por ejemplo, en el caso de Simmons Bedding, una empresa histórica, fundada en 1870, que se declaró en bancarrota en 2009, lo cual provocó que muchos trabajadores perdieran sus empleos y los prestamistas buena parte de lo arriesgado. Así es como el *New York Times* describió la carrera hacia la bancarrota:

Para muchos de los inversores de la empresa, la venta será un desastre. Tan solo los titulares de bonos ya perderán más de 575 millones de dólares. La caída de la empresa también ha arrastrado a empleados como Noble Rogers, que llevaba 22 años en Simmons, casi todos en una fábrica situada fuera de Atlanta. Rogers es uno de los

1.000 empleados —más de una cuarta parte de la fuerza de trabajo— despedidos el año pasado.

Pero Thomas H. Lee Partners, de Boston, no solo ha escapado sin un rasguño, sino que además ha sacado provecho. Esta firma de inversión, que compró Simmons en 2003, se ha embolsado cerca de 77 millones de dólares de beneficio, al mismo tiempo que la suerte de la empresa declinaba. THL obtuvo cientos de millones de dólares de Simmons, en forma de dividendos especiales. También se pagó a sí misma varios millones más en honorarios; primero, por comprar la empresa, y luego, por ayudar a gestionarla.

Los ingresos de los de arriba, por tanto, no se parecen a los de las secciones inferiores de la escala; mantienen una relación mucho menos obvia ya sea con los fundamentos económicos o con su contribución a la economía en su conjunto. Pero ¿por qué estos ingresos se dispararon desde 1980, aproximadamente?

Parte de la explicación puede encontrarse, sin duda, en la desregulación financiera que expuse en el capítulo 3. Los mercados financieros sometidos a una estricta regulación, que caracterizaron a Estados Unidos entre la década de 1930 y la de 1970, no ofrecieron las oportunidades de enriquecimiento personal que florecieron después de 1980. Y los elevados ingresos en las finanzas, posiblemente, tuvieron un efecto de «contagio» en el sueldo de los ejecutivos, más en general. Al menos, ciertos sueldos extraordinarios de Wall Street facilitaron a los comités de retribuciones el justificar grandes sueldos fuera del mundo de las finanzas.

Thomas Piketty y Emmanuel Saez —cuyo trabajo ya he mencionado más arriba— han sostenido que los ingresos más elevados se ven afectados, en gran medida, por las normas sociales; un punto de vista del que se hacen eco investigadores como Lucian Beb-chuck, de la facultad de Derecho de

Harvard, quien sostiene que la principal limitación en el sueldo de los administradores es la «restricción por escándalo». Este tipo de argumentos hacen pensar que los cambios vividos en el clima político después de 1980 podrían haber desbrozado el camino para lo que viene a ser el puro ejercicio del poder de exigir ingresos elevados, en un modo que antes se consideraba imposible. Sin duda, es relevante señalar aquí el pronunciado declive de la afiliación sindical durante los años ochenta, lo que eliminó a uno de los grandes actores que podría haber protestado en contra de los cuantiosos salarios de los ejecutivos.

Recientemente, Piketty y Saez han añadido otro argumento: los fuertes recortes en los impuestos a los grandes ingresos —dicen—, en realidad, han supuesto un acicate para que los ejecutivos vayan aún más lejos y se dediquen a «perseguir beneficios» a expensas del resto de la fuerza de trabajo. ¿Por qué? Porque ha aumentado la ganancia personal derivada de unos ingresos brutos más elevados, por lo que los ejecutivos se muestran más dispuestos a asumir el riesgo de rechazo o afectación moral mientras persiguen sus beneficios personales. Tal como han señalado Piketty y Saez, hay una correlación negativa muy estrecha entre los tipos impositivos máximos y el porcentaje de ingresos del 1 por 100 más afortunado, tanto en los distintos períodos históricos como en los diversos países.

La lección que yo saco de todo esto es que, probablemente, deberíamos pensar que el rápido aumento de los ingresos de la minoría acaudalada refleja los mismos factores sociales y políticos que fomentaron la laxitud en la regulación financiera. Esta regulación laxa, como ya hemos visto antes, es crucial a la hora de comprender cómo hemos llegado a esta crisis. Pero, en lo que respecta a la desigualdad *per se*, ¿representó también algún papel importante?

DESIGUALDAD Y CRISIS

Antes de que estallara la crisis económica de 2008, yo solía impartir charlas a públicos profanos sobre el tema de la desigualdad de ingresos; y

en ellas señalaba que los ingresos del sector más acaudalado habían ascendido a niveles inauditos desde 1929. Siempre se formulaban preguntas acerca de si eso significaba que estábamos al borde de otra Gran Depresión; y yo declaraba que eso no tenía que suceder necesariamente, que no había ninguna razón por la que una desigualdad extrema tuviera que causar necesariamente un desastre económico.

Bien, ¿qué hacer ahora?

Aun así, correlación no es lo mismo que causalidad. El hecho de que después de regresar a los niveles de desigualdad previos a la Gran Depresión se produjera también una vuelta a la depresión económica podría ser una simple coincidencia. O podría ser el reflejo de causas comunes a ambos fenómenos. ¿Qué sabemos de verdad a este respecto, y qué podemos sospechar?

La causalidad común es, casi con toda certeza, una de las partes de la historia. Hacia 1980 se produjo un gran giro político hacia la derecha en Estados Unidos, Gran Bretaña y, en cierta medida, también en otros países. Este viraje a la derecha provocó cambios tanto en las políticas —sobre todo, comportó grandes reducciones en los tipos impositivos máximos— como en las normas sociales —se relajó la «restricción por escándalo»—, lo que representó un papel importante en el repentino aumento de los ingresos más elevados. Y este mismo viraje a la derecha provocó una desregulación financiera y una ausencia de regulación de las nuevas modalidades bancadas; y esto, como vimos en el capítulo 4, contribuyó mucho al estallido de la crisis.

Pero ¿existe también una flecha de causalidad tal que una directamente la desigualdad de ingresos con la crisis financiera? Quizá, pero es más difícil de demostrar.

Por ejemplo, una idea popular sobre la desigualdad y la crisis —que el aumento de ingresos en manos de los ricos ha debilitado la demanda general, porque el poder adquisitivo de la clase media se ha reducido—, simplemente, no encaja con los datos. Las historias sobre el «infraconsumo» se basan en la idea de que, en la medida en que los ingresos se han concentrado en manos de unos pocos, el consumidor común

demora sus gastos y los ahorros aumentan más rápido que las oportunidades de inversión. Sin embargo, lo que ha sucedido en realidad en Estados Unidos es que el gasto en consumo se ha mantenido fuerte pese a la creciente desigualdad; y, lejos de crecer, los ahorros personales iniciaron una tendencia a la baja durante la era de la desregulación financiera y el ascenso de la desigualdad.

La propuesta contraria es más fácil de defender: que la creciente desigualdad nos ha llevado a un consumo excesivo, en lugar de demasiado escaso; más concretamente, que las brechas cada vez más anchas entre ingresos han provocado que los de más abajo asuman demasiadas deudas. Robert Frank, de Cornell, sostuvo que el aumento de los ingresos de la minoría más acaudalada provoca unas «cascadas de consumo» que acaban reduciendo los ahorros e incrementando las deudas:

Los ricos han estado gastando más por la sencilla razón de que les sobra mucho más dinero. Su gasto cambia el marco de referencia que determina la demanda de quienes están justo por debajo de ellos, que se mueven en círculos sociales que se solapan. Por tanto, este segundo grupo también gasta más, lo cual altera la situación del marco de referencia para el grupo inmediatamente inferior; y el proceso se reproduce en toda la escala hasta llegar al sector con menos ingresos. Estas cascadas han encarecido sustancialmente los objetivos financieros básicos de las familias de clase media.

Del trabajo de Elizabeth Warren y Amelia Tyagi se deriva un mensaje parecido; su libro de 2004, *The Two-Income Trap*, seguía la pista del ascenso de la marea de bancarrotas personales, que empezó mucho antes de la crisis económica global y debería haberse contemplado como una señal de alarma. (La señora Warren, profesora de la facultad de Derecho de

Harvard, se ha convertido en una de las defensoras más destacadas de la reforma financiera: obra suya es la nueva Oficina de Protección Financiera del Consumidor. Y ahora se presenta a las elecciones al Senado). Ambas demostraron que un factor clave en estas bancarrotas fue la creciente desigualdad de la educación pública, que a su vez reflejaba el aumento en la desigualdad de los ingresos: las familias de clase media hicieron cuanto pudieron para comprarse una casa en un barrio con buenas escuelas y, en ese proceso, asumieron un nivel de deuda que las dejó en una situación muy vulnerable en caso de enfermedad o pérdida del trabajo.

Es un razonamiento serio y de gran importancia. Por mi parte, sin embargo, conjeturo —y no puedo ir más allá de las conjeturas, dado lo poco que entendemos algunos de estos canales de influencia— que el incremento de la desigualdad ha contribuido y sigue contribuyendo a la depresión, sobre todo, en materia de política. Cuando nos preguntamos por qué los responsables de establecer nuestras políticas activas fueron tan ciegos a los riesgos de la desregulación financiera —y, desde 2008, por qué tampoco han visto los riesgos de dar una respuesta inadecuada a la depresión económica—, es difícil no recordar la famosa frase de Upton Sinclair: «Es difícil conseguir que un hombre comprenda algo, cuando su salario depende de que no lo comprenda». El dinero compra influencia; mucho dinero compra mucha influencia; y las políticas que nos han llevado hasta donde estamos, aunque nunca han hecho demasiado por la mayoría de gente, en cambio sí han funcionado muy bien (al menos durante un tiempo) para unas pocas personas situadas en lo más alto.

LA ÉLITE Y LA ECONOMÍA POLÍTICA DE LAS POLÍTICAS INADECUADAS

En 1998, como ya mencioné en el capítulo 4, Citicorp —la sociedad instrumental de Citibank— se fusionó con Travelers Group para formar lo que ahora conocemos como Citigroup. El trato fue un éxito rotundo para Sandy Weill, que se convirtió en director general del nuevo gigante

financiero. Pero tenían un problemilla: la fusión era ilegal. Travelers era una compañía de seguros que también había adquirido dos bancos de inversión, Smith Barney y Shearson Lehman. Y con la ley Glass-Steagall, los bancos comerciales como el Citi no podían dedicarse ni a los seguros ni a la banca de inversión.

Por tanto —y aprovechando la clase de lugar que es el Estados Unidos actual— Weill se propuso cambiar la ley, con la ayuda del senador texano Phil Gramm, presidente del Comité del Senado para la Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos. Desde ese puesto, Gramm defendió varias medidas desreguladoras; la joya de la corona, sin embargo, fue la ley Gramm-Leach-Bliley de 1999, que revocaba de hecho la Glass-Steagall y legalizaba, con efecto retroactivo, la fusión Citi-Travelers.

¿Por qué Gramm se mostró tan complaciente? Sin duda, creía sinceramente en las virtudes de la desregulación. Pero también contó con otros alicientes no poco importantes que reforzaron su idea. Mientras aún estaba en el cargo, la industria financiera, la mayor de sus partidarios, aportó cuantiosas contribuciones a su campaña. Y cuando abandonó el cargo, entró a formar parte del equipo directivo de UBS, otro gigante de las finanzas. Pero no lo convirtamos en una cuestión de partidos. Los demócratas también apoyaron tanto la revocación de la Glass-Steagall como la desregulación financiera en general. La figura clave en la decisión de apoyar la iniciativa de Gramm fue Robert Rubin, a la sazón secretario del Tesoro. Antes de entrar en el gobierno, Rubin fue copresidente de Goldman Sachs; tras dejar el gobierno, se convirtió en vicepresidente de... Citigroup.

He tratado con Rubin varias veces y dudo de que sea un comprado; entre otras cosas, ya era tan rico que, cuando salió del gobierno, no le hacía falta el trabajo. Aun así, lo aceptó. Y en cuanto a Gramm, por lo que yo sé, creía y sigue creyendo sinceramente en la bondad de todas las posturas que defendió. No obstante, el hecho de que adoptar aquellos posicionamientos llenase las arcas de su campaña mientras estaba en el Senado, y después continuara colmando su cuenta bancaria personal, sin duda habrá

contribuido a que defender sus ideas políticas resultara, por decirlo así, más fácil.

En general, a la hora de considerar el papel que el dinero representa en la definición de las políticas, deberíamos tener presente que esto sucede en muchos niveles. Hay muchísima corrupción; hay políticos que se dejan comprar, ya sea por quienes contribuyen a su campaña o mediante sobornos personales. Pero en la mayoría de casos, quizá en casi todos, la corrupción queda más difuminada y es más difícil de identificar: los políticos reciben recompensas por mantener determinadas posturas, y esto hace que las defiendan con mayor firmeza, e incluso se convencen de que en realidad no los han comprado; pero desde fuera es difícil ver la diferencia entre lo que creen «de verdad» y lo que les pagan por creer.

En un nivel aún más indefinido, la riqueza abre puertas y estas puertas son vías de influencia personal. Los banqueros más notables pueden entrar en los despachos de los senadores o en la Casa Blanca de una forma muy distinta a como lo haría un hombre normal y corriente. Y una vez dentro del despacho, pueden ser convincentes, no solo por los regalos que ofrezcan, sino por quiénes son. Los ricos son gente distinta a usted y a mí, y no solo porque tienen mejores sastres: ellos tienen la seguridad —ese aire de saber qué hacer en cada momento— que viene de la mano del éxito material. Sus estilos de vida resultan atractivos, aun cuando usted y yo no tengamos la intención de hacer lo necesario para poder permitirnos un estilo de vida parecido. Y en el caso de los tipos de Wall Street, al menos, es muy cierto que tienden a ser una gente muy vivaz, con la que en efecto resulta imponente conversar.

El tipo de influencia que una persona rica puede ejercer incluso sobre un político honrado lo resumió muy acertadamente, hace ya tiempo, H. L. Mencken cuando describió la caída de Al Smith, que pasó de defender a capa y espada la reforma del New Deal a mostrarle su oposición más implacable: «El Al de hoy ya no es un político de la mejor calidad. Al parecer, su asociación con los ricos le ha hecho tambalearse y cambiar. Se ha convertido en un golfista...».

Bien, no cabe duda de que todo esto ha sido así a lo largo de la historia. Pero la fuerza de atracción política de los ricos se fortalece cuando los ricos se enriquecen aún más. Tomemos, por ejemplo, el caso de la puerta giratoria por la que políticos y funcionarios terminan yendo a trabajar para la industria a la que, supuestamente, debían supervisar. Esta puerta existe desde hace mucho tiempo, pero el sueldo que una persona puede conseguir cuando resulta del agrado de la industria es ahora bastante más elevado que antaño; esto seguro que contribuye mucho más que hace treinta años a despertar las ganas de complacer a la gente del otro lado de la puerta y asumir posturas que lo conviertan a uno en un atractivo asalariado, una vez concluida la carrera política.

Esta fuerza de atracción no solo afecta a la política y los acontecimientos de Estados Unidos. La revista *Slate*, de Matthew Yglesias, en una reflexión acerca de la asombrosa disposición con que los líderes políticos europeos insisten en seguir adelante con las durísimas medidas de austeridad, ofrecía una conjetura basada en los intereses personales:

Normalmente, pensaríamos que, para el presidente de un país, lo mejor es tratar de hacer las cosas de forma que vuelva a salir elegido. Sin importar lo funesto del panorama, esta es la estrategia preponderante. Pero en la era de la globalización y la «Unioneuropeización», creo que los líderes de los países pequeños están en una situación algo distinta. Quien abandona el puesto siendo tenido en gran estima por el equipo de Davos, podrá ser elegido para una gran variedad de cargos de la Comisión Europea o del FMI o del Veteasabertú aunque sus compatriotas le profesen el más absoluto desprecio. De hecho, en cierta forma, contar con el desprecio absoluto podría suponer una ventaja. La máxima demostración de solidaridad hacia la «comunidad internacional» sería hacer lo que quiere esa comunidad, enfrentándose incluso a una enorme resistencia por parte del electorado político

nacional.

Así, supongo que Brian Cowen, aunque haya destruido para siempre el antes dominante Fianna Fáil, cuenta con un futuro prometedor en el circuito internacional, impartiendo conferencias sobre las «decisiones difíciles».

Una cosa más: mientras que la influencia de la industria financiera ha sido fuerte en los dos grandes partidos de Estados Unidos, el impacto mayor del gran capital sobre los políticos se ha dejado sentir con más fuerza entre los republicanos, que, por su ideología, tienden más a apoyar al 1 por 100 de los de arriba (o al 0,1 por 100, llegado el caso). Y este diferencial de interés explica, probablemente, el llamativo descubrimiento que hicieron los expertos en ciencias políticas Keith Poole y Howard Rosenthal, que utilizaron los resultados de las votaciones del Congreso para medir la polarización política —la brecha entre los partidos— a lo largo del siglo pasado, aproximadamente. Descubrieron que existía una relación clara entre el porcentaje de ingresos totales que obtenía el 1 por 100 más acaudalado y el grado de polarización del Congreso. Los primeros treinta años posteriores a la segunda guerra mundial fueron un tiempo marcado por una distribución relativamente igualitaria de los ingresos, que también se caracterizó por una gran dosis de bipartidismo real, donde un grupo considerable de políticos de centro tomaba las decisiones por la vía del consenso más o menos amplio. Sin embargo, desde 1980, el Partido Republicano se ha desplazado hacia la derecha, de la mano del incremento en los ingresos de la élite; y los acuerdos políticos se han vuelto prácticamente imposibles.

Esto nos lleva de nuevo a la relación entre la desigualdad y la nueva depresión.

La creciente influencia de la riqueza ha conllevado una gran cantidad de decisiones políticas que a los liberales, como el que escribe estas palabras, no nos gustan: la progresiva bajada de los impuestos, la injusticia en las ayudas para los pobres, el deterioro de la educación pública y otras tantas cuestiones. No obstante, lo más importante, para el tema central de este libro, fue el modo en que el sistema político perseveró en la cuestión de la

desregulación y la falta de nueva regulación, pese a los muchos signos de alarma que avisaban de que un sistema financiero sin regulaciones garantizaba futuros problemas.

El caso es que esta insistencia desconcierta mucho menos cuando tenemos en cuenta la creciente influencia de los más ricos. En primer lugar, de entre los muy ricos, bastantes estaban haciendo dinero gracias a un sistema financiero carente de regulaciones; por lo tanto, estaban directamente interesados en que los movimientos antirregulatorios siguieran activos. Además, por muchas dudas que hubieran surgido acerca de los resultados económicos globales después de 1980, lo cierto es que la economía funcionaba extremadamente bien —¡gracias!— para los de más arriba.

Así, aunque aumentar la desigualdad probablemente no fuera la principal causa directa de la crisis, sí creó un clima político en el que era imposible percibir las señales de alarma y actuar en respuesta a ellas. Y, como veremos en los dos capítulos siguientes, también generó un ambiente intelectual y político que paralizó nuestra capacidad de responder con eficacia cuando estalló la crisis.

Economía de la edad oscura

La macroeconomía nació como campo propio en los años cuarenta del siglo xx, como parte de la respuesta intelectual a la Gran Depresión. El término aludía entonces al cuerpo de conocimientos y experiencias que, según esperábamos, impediría que se repitiera el desastre económico. En esta conferencia, lo que defenderé es que la macroeconomía ha tenido éxito, en su sentido original: el problema central sus aspectos prácticos, y de hecho lleva ya muchas décadas resuelto.

ROBERT LUCAS, discurso
presidencial ante la American
Economic Association, 2003

Dado lo que sabemos hoy, la confianza con la que Robert Lucas afirmó que las depresiones eran cosa del pasado suena pero que muy mucho a unas famosas últimas palabras. En realidad, a muchos de nosotros ya nos sonaron así en aquel momento; las crisis financieras asiáticas de 1997-1998 y los problemas persistentes de Japón se parecían mucho a lo que había ocurrido en los años treinta y ponían claramente en duda que las cosas estuvieran, como se decía, bajo control. Ni de lejos. Por mi parte escribí un libro sobre aquellas dudas, *El retorno de la economía de la depresión*, cuya

edición original era de 1999; y publiqué una edición revisada en 2008, cuando todas mis pesadillas se hicieron realidad^[4] .

Sin embargo Lucas, un premio Nobel que fue figura imponente, casi dominante, en la macroeconomía durante buena parte de los años setenta y ochenta, no se equivocaba al decir que los economistas habían aprendido mucho desde los años treinta. Y es que hacia, pongamos, 1970, la profesión ya sabía lo suficiente para impedir que se repitiera algo que recordara a la Gran Depresión.

Pero entonces, buena parte de los economistas se dedicaron a olvidar lo que habían aprendido.

Mientras intentamos lidiar con la depresión en la que nos vemos, ha sido angustiante ver hasta qué punto los economistas han sido parte del problema, no de la solución. Fueron muchos (aunque no todos) los economistas punteros que defendieron la desregulación financiera aun a pesar de que hacía a la economía aún más vulnerable a las crisis. Y luego, cuando estalló la crisis, fueron demasiados los economistas famosos que cargaron, con tanta ferocidad como ignorancia, contra cualquier clase de respuesta eficaz. Me resulta triste reconocer que uno de los que aportaron argumentos a la vez necios y destructivos fue el mismo Robert Lucas.

Hace unos tres años, cuando me di cuenta de que la profesión estaba fallando en su hora de la verdad, acuñé un sintagma para lo que veía: una «edad oscura de la macroeconomía». Pretendía decir con ello que nuestra situación era diferente a la de los años treinta, cuando nadie sabía cómo pensar en la depresión e hizo falta un pensamiento económico innovador para hallar una salida. Aquella etapa fue, si se quiere, la Edad de Piedra de la teoría económica, cuando aún no se habían descubierto las artes de la civilización.

Pero en 2009, el arte civilizado se había descubierto... y después perdido. El campo estaba ocupado de nuevo por los bárbaros.

¿Cómo pudo suceder esto? Según creo, fue una mezcla de política y de cierta sociología académica irracional.

LA FOBIA A KEYNES

En 2008 nos hallamos viviendo, de golpe, en un mundo keyne-siano; es decir, un mundo que tenía muchos de los rasgos sobre los que se había centrado John Maynard Keynes en su magna obra de 1936, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*^[5]. Con ello quiero decir que nos encontramos en un mundo cuyo problema económico crucial era la falta de demanda, y en el que las soluciones tecnocráticas, con su cortedad de miras —como el recorte en el objetivo del tipo de interés de la Reserva Federal—, eran inadecuadas para la situación. Para responder con eficacia a la crisis, necesitábamos una política gubernamental más activa, en forma tanto de gasto temporal en apoyo del empleo como de esfuerzos por reducir los excesos pendientes de la deuda hipotecaria.

Cabría pensar que estas soluciones aún pueden considerarse tecnocráticas y separarse de la cuestión más general de la distribución de los ingresos. El propio Keynes describió su teoría como «de implicaciones moderadamente conservadoras», coherente con una economía dirigida sobre los principios de la empresa privada. Desde el principio, sin embargo, los conservadores políticos —especialmente, los más dedicados a defender la posición de los ricos— se opusieron con ferocidad a las ideas keynesianas.

Y esa ferocidad es literal. Suele atribuirse al manual de *Economía* de Paul Samuelson, cuya primera edición vio la luz en 1948, la introducción de la economía keynesiana en los centros universitarios estadounidenses. Pero en realidad Samuelson fue el segundo. Un libro previo, del economista canadiense Lorie Tarshis, fue anulado con eficacia por la oposición de derechas, incluida una campaña organizada que logró que muchas universidades rechazaran el texto. Más adelante, en su *God and Man at Yale*, el conservador William F. Buckley dirigiría buena parte de su ira contra la universidad, por haber permitido la enseñanza de la economía keynesiana.

Y esta tradición ha continuado a lo largo de los años. En 2005, la revista de derechas *Human Events* seleccionó la *Teoría general* como uno de los diez libros más perniciosos de los siglos XIX y XX, en compañía de obras como *Mi lucha* y *El capital*.

¿Por qué tanta animosidad contra un libro de mensaje «moderadamente conservador»? Parte de la respuesta parece ser que, aunque la intervención gubernamental que solicita la economía keynesiana es modesta y específica, los conservadores lo han visto siempre como el paso previo al abismo: si concedemos que el gobierno puede desempeñar una labor útil en la lucha contra las depresiones, antes de que nos demos cuenta estaremos viviendo bajo un régimen socialista. Cierta retórica, casi universal en la derecha — incluidos economistas que sin duda deberían ser más despiertos—, mezcla a Keynes con la planificación central y una redistribución radical; ello a pesar de que el propio Keynes lo negó expresamente, por ejemplo al afirmar que «hay valiosas actividades humanas que, para que puedan fructificar con plenitud, requieren la motivación del beneficio material y un entorno de propiedad privada de la riqueza».

También está el motivo apuntado por Michal Kalecki, coetáneo de Keynes (quien, para que conste, era en efecto socialista), en un clásico ensayo de 1943:

Antes de aceptar la intervención del gobierno en la cuestión del empleo, debemos resolver la reticencia de los «capitanes de la industria». Toda ampliación de la actividad estatal despierta el recelo de los empresarios, pero la creación de empleo a partir del gasto gubernamental tiene un aspecto que hace que la oposición resulte particularmente intensa. En un sistema de *laissez-faire*, el nivel de empleo depende, en gran medida, de lo que se conoce como «estado de confianza». Si este se deteriora, la inversión privada se reduce, lo que comporta una caída de la producción y el empleo (tanto directamente como por medio del efecto secundario de la

caída de ingresos derivados del consumo y la inversión). Esto otorga a los capitalistas un poderoso control indirecto sobre la política gubernamental: se debe poner todo el cuidado en evitar cuanto pueda alterar el estado de confianza, pues lo contrario causaría una crisis económica. Pero cuando el gobierno aprende el truco de incrementar el empleo mediante sus propias adquisiciones, este poderoso mecanismo de control pierde su eficacia. Por eso los déficits presupuestarios necesarios para llevar a cabo la intervención gubernamental deben considerarse peligrosos. La función social de la doctrina de la «prudencia financiera» consiste en lograr que el nivel de empleo dependa del estado de confianza.

Esto me sonó bastante extremo, la primera vez que lo leí, pero ahora me parece incluso demasiado plausible. Estos días, el argumento de la «confianza» se repite una y otra vez. Por ejemplo, así es como Mort Zuckerman, magnate del sector inmobiliario y de los medios de comunicación, terminaba una columna de opinión en el *Financial Times*, destinada a disuadir al presidente Obama de actuar en alguna línea populista:

La creciente tensión entre el gobierno de Obama y los empresarios es causa de una inquietud nacional. El presidente ha perdido la confianza de los empleadores, cuya preocupación por los impuestos y el incremento de costes de la nueva regulación está frenando las inversiones y el empleo. El gobierno debe comprender que esta confianza es un imperativo para que la empresa invierta, asuma riesgos y devuelva al trabajo productivo a los millones de desempleados.

Nunca ha habido, ni en realidad hay, prueba alguna de que la «preocupación por los impuestos y el incremento de costes de la nueva regulación» estén «frenando» la economía. Ahora bien, Ka-lecki tenía claro que los argumentos de su índole caerían en saco roto si había una aceptación pública y generalizada de la idea de que la política keynesiana podía crear empleo. Por eso existe una animosidad especial contra cualquier política gubernamental de creación directa de empleo, por encima y además del muy difundido temor a que las ideas keynesianas pudieran legitimar la intervención gubernamental en general.

Si juntamos todos estos motivos, el lector podrá ver fácilmente por qué los autores y las instituciones con lazos próximos a la capa superior de la distribución de los ingresos han sido siempre hostiles a las ideas keynesianas. Esto no ha cambiado en los 75 años que han pasado desde que Keynes escribió su *Teoría general*. Lo que sí ha cambiado, sin embargo, es la riqueza —y, por lo tanto, la influencia— de esa capa superior. En nuestros días, los conservadores se han movido a posiciones situadas aún más a la derecha incluso que las de un Milton Friedman, quien al menos concedía que la política monetaria podía ser un mecanismo eficaz en la estabilización de la economía. Hay ideas que hace 40 años eran marginales en política y que hoy en día son parte de las ideas heredadas por uno de nuestros dos principales partidos políticos.

Un tema aún más espinoso es hasta qué punto los intereses creados del 1 por 100 (o mejor aún, del 0,1 por 100) han coloreado los estudios de los economistas académicos. Pero no cabe duda de que esa influencia ha debido de tener su peso: aunque no fuera más, las preferencias de quienes hacen donaciones a las universidades, la disponibilidad de jugosas becas de investigación y lucrativos contratos de asesoría, etc., sin duda impulsó a la profesión no solo a alejarse de las ideas keynesianas, sino a olvidar mucho de lo que se había aprendido en los años treinta y cuarenta.

Sin embargo, esta influencia de los ricos no habría llegado tan lejos de no haber contado con la ayuda de cierta sociología académica irracional, que logró que conceptos esencialmente absurdos pasaran a ser dogmas de fe en el análisis tanto de las finanzas como de la macroeconomía.

EXCEPCIONES NOTABLEMENTE RARAS

En la década de los treinta, por razones evidentes, los mercados financieros no eran objeto de mucho respeto. Keynes los comparó con

aquellos concursos de la prensa en los que los competidores deben elegir las seis caras más bellas entre un centenar de fotografías y el premio corresponde al concursante cuya elección se corresponda más con las preferencias medias del conjunto de concursantes; de modo que cada competidor debe elegir no las caras que a él le parezcan mejores, sino las que cree que es más probable que atraigan a los demás concursantes.

Y Keynes consideraba una muy mala idea dejar que tales mercados, en los que los especuladores pasaban el tiempo persiguiéndose las estelas entre sí, dictaran decisiones económicas de importancia: «Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en el producto secundario de las actividades de un casino, es probable que el trabajo se haga mal».

Hacia 1970, o así, sin embargo, el estudio de los mercados financieros parecía haber sido conquistado por el voltaireano Dr. Pangloss, que insistía en que vivimos en el mejor de los mundos posibles. En el discurso académico habían desaparecido casi por entero los análisis de la irracionalidad de las inversiones, de las burbujas, de la especulación destructiva. El campo estaba dominado por la «hipótesis del mercado eficiente», defendida por Eugene Fama, de la Universidad de Chicago, que sostiene que los mercados financieros valoran los activos en su valor intrínseco exacto dada toda la información públicamente disponible. (El precio de las acciones de una sociedad, por ejemplo, siempre refleja con precisión el valor de la compañía dada la información disponible en los ingresos de esta, sus perspectivas de negocio, etc.) Y en los años ochenta,

los economistas financieros, especialmente Michael Jensen, de la Escuela de Negocios de Harvard, postulaban que como los mercados financieros siempre aciertan en los precios, lo mejor que pueden hacer los jefes de una corporación —no por sí mismos, sino por el bien de la economía— es maximizar el precio de sus acciones. En otras palabras, los economistas financieros creían que deberíamos poner el desarrollo del capital nacional en manos de lo que Keynes había denominado un «casino».

Es difícil argumentar que esta transformación de la profesión respondiera al impulso de los hechos. Sin duda, el recuerdo de 1929 estaba borrándose gradualmente, pero seguía habiendo mercados alcistas, con historias muy conocidas de excesos especulativos, seguidos por mercados bajistas. En 1973-1974, por ejemplo, las bolsas perdieron el 48 por 100 de su valor. Y el hundimiento bursátil de 1987 —en el que el Dow cayó casi el 23 por 100 en un solo día, por ninguna razón clara— debería haber generado al menos unas pocas dudas sobre la racionalidad del mercado.

Sin embargo, estos acontecimientos, que Keynes habría considerado prueba de la falta de fiabilidad de los mercados, apenas mellaron la fuerza de una idea bonita. El modelo teórico que los economistas financieros desarrollaron al dar por sentado que todo inversor equilibra racionalmente los riesgos y las recompensas —conocido como «modelo de formación de los precios de los activos de capital» (CAPM, en sus siglas inglesas; pronúnciese *cap-em*)— es de una elegancia maravillosa. Y si no acepta sus premisas, también es extremadamente útil. El modelo CAPM no solo indica cómo elegir la propia cartera; lo que es aún más importante desde el punto de vista de la industria financiera, indica cómo poner precio a los derivados financieros, títulos de crédito sobre otros títulos de crédito. La elegancia y aparente utilidad de la nueva teoría comportó una cadena de premios Nobel a sus creadores y muchos de los adeptos de la teoría recibieron asimismo recompensas más mundanas: pertrechados con sus nuevos modelos y formidable pericia matemática —los usos más arcanos del modelo CAPM requieren cálculos propios de la física—, los profesores de las escuelas de negocios, con sus dulces maneras, tuvieron en sus manos convertirse en

científicos estelares de Wall Street; y en efecto lo hicieron y cobraron por ello los salarios de Wall Street.

Para ser justo, los teóricos financieros no aceptaron la hipótesis del mercado eficiente solo porque fuera elegante, conveniente y lucrativa. También aportaron gran cantidad de datos estadísticos que, en un principio, parecían respaldar claramente la hipótesis. Pero los datos venían en una forma extrañamente limitada. Los economistas financieros raramente se preguntaban la cuestión obvia (no por ello fácil de responder) de si los precios de los activos tenían sentido, dados fundamentos del mundo real como las ganancias. En su lugar, tan solo preguntaban si los precios de los valores tenían sentido dados otros precios de los valores. Larry Summers, que fue el máximo asesor económico de Obama durante buena parte de sus primeros tres años, se burló en cierta ocasión de los profesores de finanzas. Lo hizo con una parábola sobre los «economistas del ketchup» que «han demostrado que las botellas de ketchup de medio se venden, invariablemente, por exactamente el doble que las botellas de a cuarto», lo cual nos permite concluir que el mercado del ketchup es de una eficiencia perfecta.

Pero ni estas burlas ni las críticas más corteses de otros economistas surtieron gran efecto. Los teóricos financieros continuaron creyendo que sus modelos eran esencialmente acertados y también lo siguieron creyendo así muchas personas que adoptaban decisiones en el mundo real. Una figura nada desdeñable, entre estas últimas, es la de Alan Greenspan, cuya negativa a dar respuesta a quienes le pedían que contuviera los préstamos *subprime* o frenara la burbuja inmobiliaria, cada vez más inflada, se basaba en buena medida en la creencia de que la economía financiera moderna lo tenía todo bajo control.

Bien, ahora el lector podría imaginar que la escala del desastre financiero que sacudió el mundo en 2008, así como la manera en que todos aquellos instrumentos financieros supuestamente perfeccionados se convirtieron en instrumentos del desastre, debería haber sacudido la credibilidad de la teoría del mercado eficiente. Sería una suposición equivocada.

Sin duda, tras la caída de Lehman Brothers, Greenspan declaró hallarse en un estado de «conmoción y desconfianza», puesto que «todo el edificio intelectual [se había] derrumbado». En marzo de 2011, sin embargo, había retornado a su antigua posición y solicitaba rechazar los intentos (muy modestos) de reforzar la regulación financiera en la estela de la crisis. Los mercados financieros iban perfectamente bien, según escribió en el *Financial Times*-. «Con excepciones notablemente raras (2008, por ejemplo), la “mano invisible” mundial nos ha proporcionado tasas de cambio relativamente estables, e igualmente tasas de interés, precios e índices salariales».

Bien, ¿a quién le importa una crisis que ha destruido la economía mundial pero no es más que una excepción? Henry Farrell, experto en ciencias políticas, respondió con rapidez en una nota de su blog, en la que invitaba a los lectores a hallar otros usos para la bonita frase de las «excepciones notablemente raras», aportando él mismo ejemplos como: «Con excepciones notablemente raras, los reactores nucleares japoneses han demostrado ser seguros en caso de terremoto».

Lo más triste es que la respuesta de Greenspan ha sido la más general. Es llamativo lo escasa que ha sido la búsqueda de otros planteamientos por parte de los teóricos financieros. Eugene Fama, padre de la hipótesis del mercado eficiente, no ha aportado motivo alguno; la crisis, según afirma, la causó la intervención gubernamental, especialmente a través de Fannie y Freddie (es decir, la Gran Mentira de la que hablé en el capítulo 4).

Es una reacción comprensible, aunque no disculpable. Pues si tanto Greenspan como Fama admitieran el grado de locura que alcanzó la teoría financiera, ello equivaldría a admitir que han pasado buena parte de su carrera caminando por un callejón sin salida. Lo mismo cabe afirmar de algunos destacados macroecono-mistas que, de un modo similar, pasaron décadas defendiendo un concepto del funcionamiento de la economía que los acontecimientos recientes han refutado con toda claridad; y por ello, han mostrado la misma escasa disposición a aceptar sus errores.

Pero esto no es todo: al defender sus errores, también han contribuido mucho a socavar la respuesta eficaz a la depresión en que nos hallamos.

SUSURROS Y RISITAS

En 1965, la revista *Time* citó ni más ni menos que a Milton Friedman, como si hubiera declarado que «ahora todos somos key-nesianos». Aunque Friedman intentó matizar algo la cita, era cierto: si bien Friedman era el paladín de una doctrina conocida como *monetarismo*, que se vendía como alternativa a Keynes, en realidad no era tan distinta, en sus bases conceptuales. De hecho, cuando en 1970 Friedman publicó un artículo titulado «Un marco teórico para el análisis monetario», muchos economistas se escandalizaron por su aparente semejanza con el manual de la teoría keynesiana. Lo cierto es que, en los años sesenta, los macroeconomistas compartían una perspectiva común sobre qué eran las recesiones; y, aunque diferían en las directrices más adecuadas, esto era reflejo de desacuerdos prácticos, más que de una división filosófica profunda.

Desde entonces, sin embargo, la macroeconomía se ha escindido en dos grandes grupos: los economistas «de agua salada» (así llamados porque trabajan sobre todo en las universidades costeras de Estados Unidos) tienen un concepto más o menos keynesiano de lo que son las recesiones; y los economistas «de agua dulce» (ocupados principalmente en universidades del interior del país) tildan de absurdo ese concepto.

Los economistas de agua dulce son, esencialmente, puristas del *laissez-faire*. Creen que todo análisis económico valioso debe partir de suponer que la gente es racional y los mercados funcionan; una premisa que excluye, de entrada, la posibilidad de que una economía entre en recesión por una simple falta de demanda suficiente.

Pero ¿acaso las recesiones no se asemejan a períodos en los que, sencillamente, no hay una demanda suficiente para dar empleo a todos los que ansian trabajar? Las apariencias pueden ser engañosas, dicen los teóricos de agua dulce. Una teoría económica razonable, a su modo de ver,

afirma que no pueden darse deficiencias generales de la demanda. Y, por lo tanto, sostiene que no ocurren.

Sin embargo, las recesiones ocurren. ¿Por qué? En los años setenta, el más notorio de los economistas de agua dulce, el premio Nobel Robert Lucas, defendió que las recesiones se debían a una confusión temporal: trabajadores y empresas tenían problemas para distinguir los cambios generales en el nivel de precios, debidos a la inflación, de los cambios propios de su situación empresarial particular. Y Lucas advertía que todo intento de combatir el ciclo de las empresas sería contraproducente: las políticas activas, decía, solo acrecentarían la confusión.

Cuando se componía esta obra, yo estaba licenciándome en la universidad. Recuerdo lo emocionante que parecía, y, en particular, el modo en que buena parte de su rigor matemático resultaba atractivo a muchos jóvenes economistas. Sin embargo, el «proyecto Lucas», como se lo solía denominar, no tardó en descarrilar.

¿Qué salió mal? Los economistas que intentaban proporcionar «microcimientos» a la macroeconomía perdieron el buen camino con rapidez y llevaron el proyecto a una especie de celo mesiánico que no aceptaba un «no» por respuesta. En especial, anunciaron con aire de triunfo la muerte de la economía keynesiana, aun sin haber llegado a ofrecer una alternativa viable. Hay un famoso comentario de Robert Lucas, en 1980, quien declaró —¡sin ironía!— que los participantes de los seminarios tendrían que empezar a soltar «susurros y risitas» cada vez que alguien presentara ideas keynesianas. Así, Keynes, y todo aquel que lo invocara, quedaba excluido de muchas clases y revistas de la profesión.

Sin embargo, al mismo tiempo en que los antikeynesianos cantaban victoria, su propio proyecto estaba fallando. Los nuevos modelos eran incapaces de explicar los hechos básicos de las recesiones, según se demostró. Por desgracia, de hecho habían quemado todos los puentes; después de tanto susurro y tanta risita, no podían darse la vuelta y admitir el simple hecho de que, después de todo, la teoría económica keynesiana parecía de lo más razonable.

En consecuencia, se sumergieron aún más hondo, alejándose cada vez más de toda concepción realista de qué es y cómo se desarrolla una recesión. Hoy en día, buena parte del análisis académico de la macroeconomía está dominado por la teoría del «ciclo económico real», que afirma que las recesiones son la respuesta racional, y de hecho eficaz, a los choques tecnológicos adversos, que sin embargo quedan sin explicación; y afirma que la reducción de empleo que se produce durante una recesión es una decisión voluntaria de los trabajadores, que se toman tiempo hasta que mejoren las condiciones. Si esto suena absurdo... es porque lo es. Pero es una teoría que se presta a la fantasía de los modelos matemáticos, lo que convirtió los artículos sobre el ciclo económico en una buena vía de promoción y acceso a la titularidad. Y los teóricos del ciclo económico, a la postre, se hicieron con tanto hueco que hoy resulta muy difícil que los economistas que defienden otros enfoques hallen trabajo en alguna de las principales universidades. (Ya les he hablado del padecimiento que nos causa una sociología académica irracional.)

Ahora bien, los economistas de agua dulce no lograron quedarse con todo. Algunos economistas respondieron al fracaso evidente del proyecto Lucas con una revisión y reestructuración de las ideas keynesianas. La teoría del «neokeynesiano» halló refugio en centros como el MIT, Harvard y Princeton —en efecto, dirá el lector, cerca del agua salada— e igualmente en algunas instituciones creadoras de directrices, tales como la Reserva Federal y el Fondo Monetario Internacional. Los neokeynesianos ansiaban apartarse del supuesto de los mercados perfectos o la racionalidad perfecta, o de ambos, y lo hicieron añadiendo un número suficiente de imperfecciones como para acomodar una concepción más o menos keynesiana de las recesiones. Y en la perspectiva de agua salada, que se optara por una política activa en el combate contra las recesiones seguía entendiéndose como algo deseable.

Dicho esto, los economistas de agua salada tampoco eran inmunes al seductor atractivo de la racionalidad de las personas y la perfección de los mercados. Por ello, intentaron que su desviación frente a la ortodoxia clásica fuera lo más limitada posible. Así, en los modelos imperantes no

había sitio para cosas tales como las burbujas o los hundimientos del sistema bancario, aun a pesar de que tales acontecimientos seguían dándose en el mundo real. Pese a todo, la crisis económica no socavaba la concepción del mundo esencial de los neokeynesianos, aunque, en las últimas décadas, estos economistas habían reflexionado poco sobre las crisis, sus modelos no excluían que ocurrieran. Por ello, neokeynesianos como Christina Romer o, a este respecto, Ben Bernanke dieron respuestas útiles a la crisis; especialmente grandes aumentos en los préstamos de la Reserva Federal e incrementos temporales en el gasto gubernamental federal. Por desgracia, no cabe decir lo mismo de los tipos de agua dulce.

Por cierto, y por si el lector se lo pregunta: personalmente, me veo a mí mismo como alguien próximo al neokeynesianismo; incluso he publicado artículos muy cercanos al estilo de los neokeynesianos. En realidad, no suscribo los supuestos de partida que, sobre los mercados y la racionalidad, incluyen muchos de los modelos teóricos modernos (incluido el mío y propio), así que a menudo presto atención a las antiguas ideas de Keynes. Pero veo utilidad en tales modelos, como forma de pensar con cuidado en algunos aspectos; y esta actitud, de hecho, es ampliamente compartida en el bando «salado» de la gran división. En un nivel ciertamente básico, la oposición de salado y dulce es la del pragmatismo frente a una certeza casi religiosa, que se ha fortalecido en la misma medida en que las pruebas desafiaban la única fe verdadera.

La consecuencia fue que, en lugar de resultar útiles cuando estalló la crisis, demasiados economistas optaron por la guerra religiosa.

TEORÍA ECONÓMICA BASURA

Durante mucho tiempo, no pareció preocupar mucho qué se enseñaba —y, aún más importante, qué se dejaba de enseñar— en las licenciaturas en Económicas. ¿Por qué? Porque la Reserva Federal y sus instituciones hermanas tenían la situación bien controlada.

Como he explicado en el capítulo 2, lidiar con una recesión ordinaria es bien fácil: basta con que la Reserva Federal imprima más dinero e impulse hacia abajo las tasas de interés. En la práctica, la tarea no es tan simple como cabría imaginar, porque la Reserva Federal debe determinar qué cantidad de medicina monetaria precisa administrarse y hasta cuándo, todo ello en un entorno en el que los datos no cesan de variar y hay demoras notables antes de que puedan observarse los resultados de una política dada. Pero estas dificultades no impidieron que la Reserva Federal se esforzara por hacer su trabajo; aunque muchos de los macroeconomistas de las universidades se perdieran por el País de Nunca Jamás, la Reserva Federal mantuvo los pies en el suelo y continuó patrocinando estudios que eran relevantes para su misión.

Pero ¿y si la economía se topaba con una recesión realmente grave, una que no se pudiera contener con la política monetaria?

Bien, se suponía que esto no iba a ocurrir; de hecho, Milton Friedman afirmó incluso que no *podía* ocurrir.

Hasta quienes están en desacuerdo con muchas de las posiciones políticas que adoptó Friedman deben reconocer que fue un gran economista y acertó en algunos aspectos de enorme importancia. Por desgracia, una de sus afirmaciones más influyentes —que la Gran Depresión nunca habría ocurrido si la Reserva Federal hubiera cumplido con su labor, y que una política monetaria adecuada podía impedir que nada similar sucediera por segunda vez— fue, casi con toda certeza, errónea. Y este error tuvo una consecuencia grave: apenas hubo estudios, ni dentro de la Reserva Federal ni en sus instituciones hermanas, ni tampoco entre los investigadores profesionales, dedicados a analizar qué directrices habría que seguir en el caso de que la política monetaria no fuera suficiente.

Para dar al lector una idea del estado de ánimo que imperaba antes de la crisis, citemos lo que Ben Bernanke dijo en 2002, en una conferencia de homenaje a Friedman en su 90.º aniversario:

Déjenme concluir mis palabras abusando ligeramente de mi condición como representante oficial de la Reserva

Federal. Quisiera decirles a Milton y Anna: con respecto a la Gran Depresión, estáis en lo cierto. La provocamos nosotros. Lo sentimos mucho. Pero gracias a vosotros, no nos volverá a ocurrir.

Lo que en realidad ocurrió, por descontado, fue que en 2008-2009 la Reserva Federal hizo todo lo que Friedman afirmaba que debería haber hecho en los años treinta del siglo anterior; y aun así, la economía parece atrapada en una enfermedad que, sin ser tan negativa como la Gran Depresión, sin duda exhibe un parecido claro. Y muchos economistas, lejos de ayudar a concebir y defender pasos adicionales, lo que hicieron fue levantar más obstáculos contra la acción.

Lo llamativo y desolador de estos obstáculos a la acción fue —no hay otra forma de denominarlo— la brutal ignorancia que demostraban. ¿Recuerda el lector cómo, en el capítulo 2, cité a Brian Riedl, de la Heritage Foundation, para ilustrar la falacia de la ley de Say, es decir, la idea de que los ingresos se gastan necesariamente y la oferta crea su propia demanda? Bien, a principios de 2009, dos influyentes economistas de la Universidad de Chicago, Eugene Fama y John Cochrane, defendieron exactamente la misma idea en contra de la utilidad del estímulo fiscal; y presentaron esta falacia, refutada hace mucho, como una concepción de hondura que, por la razón que fuera, los economistas keynesianos no habían logrado comprender durante las tres últimas generaciones.

Y este tampoco fue el único argumento estúpido que se presentó contra el estímulo. Por ejemplo, Robert Barro, de Harvard, defendió que buena parte del estímulo se vería compensado por una caída en la inversión y el consumo privado, igual que (según apuntó útilmente) ocurrió cuando el gasto federal ascendió tanto durante la segunda guerra mundial. Al parecer, nadie le sugirió que el gasto de los consumidores podría haber caído durante la guerra porque había aquello que se dio en llamar «racionamiento»; o que el gasto en inversión podría haber caído porque el gobierno vetó temporalmente la construcción que no fuera esencial. Entretanto, Robert Lucas defendió que el estímulo carecería de eficacia

basándose en un principio conocido como «equivalencia de Ricardo»; y en esta defensa demostró, de paso, que o desconocía u olvidó cómo funcionaba este principio en realidad.

Como simple comentario adicional, muchos de los economistas que se presentaron con tales ideas se esforzaron por hacer valer su autoridad frente a los que sí defendían el estímulo. Cochrane, por ejemplo, declaró que el estímulo no formaba «parte de lo que nadie ha enseñado a los estudiantes universitarios desde los años sesenta. Eso [las ideas keynesianas] no son sino cuentos de hadas que han demostrado ser falsos. Es muy reconfortante, en tiempos de crisis, volver a los cuentos de hadas que oíamos de niños, pero esto no les priva de su falsedad».

Entretanto, Lucas despreció el análisis de Christina Romer, principal asesora económica de Obama y distinguida estudiosa de (entre otras materias) la Gran Depresión; lo hizo calificándolo de «teoría económica basura» y acusó a Romer de consentir caprichos y ofrecer una «racionalización desnuda para unas ideas que, en fin, ya se habían decidido por otras causas».

Barro, ciertamente, también intentó sugerir que el que esto escribe no estaba cualificado para hacer comentarios de macroeconomía.

Por si el lector se lo está preguntando, todos los economistas que he mencionado son, en cuanto a su punto de vista político, conservadores. Así pues, hasta cierto sentido, actuaban de hecho como lanceros del Partido Republicano. Pero no habrían estado tan dispuestos a decir tales cosas, ni habrían hecho tanta demostración de ignorancia, si la profesión en su conjunto no hubiera perdido el rumbo hasta tal extremo durante los últimos treinta años.

Por simple afán de claridad, diré también que algunos economistas —tales como Christy Romer— nunca se olvidaron de la Gran Depresión y sus implicaciones. Y, en este punto, en el cuarto año de la crisis, hay un cuerpo creciente de obras excelentes, escritas muchas de ellas por economistas jóvenes, sobre política fiscal. Son obras que, por lo general, confirman que el estímulo fiscal es eficaz y, de manera implícita, sugieren que se debería haber hecho a una escala muy superior.

Pero en el momento decisivo, cuando lo que realmente necesitábamos era claridad, los economistas presentaron una cacofonía de puntos de vista que, más que reforzar la necesidad de una actuación, contribuyó a socavarla.

Anatomía de una respuesta inadecuada

Veo el siguiente panorama: se ingenia un plan de estímulo débil, quizá incluso más débil de lo que ahora está siendo objeto de nuestra conversación, para ganar esos pocos votos republicanos adicionales. El plan limita el ascenso del desempleo, pero las cosas siguen estando muy mal; a veces, el índice alcanza picos como del 9 por 100 y solo se reduce con lentitud. Y entonces Mitch McConnell dice: «¿Lo ven? El gasto del gobierno no funciona».

Confío en haberlo entendido mal.

Tomado de mi propio blog, 6 de enero de 2009

Barack Obama juró el cargo de presidente de Estados Unidos el 20 de enero de 2009. Su discurso inaugural reconocía la difícil situación de la economía, pero prometía «actuar con valentía y rapidez» para concluir la crisis. Y su actuación fue ciertamente rápida; lo suficiente como para que, en el verano de 2009, la economía terminara la caída libre.

Pero no fue valiente. La pieza central de la estrategia económica de Obama, la ley de Reconstrucción y Recuperación, fue el mayor programa de creación de empleo de la historia estadounidense; pero también fue terriblemente inadecuado para la tarea. No se trata del caso fácil de criticar

el pasado desde el presente: en enero de 2009, cuando se hicieron visibles los perfiles del plan, yo me deshice públicamente en lamentos por lo que temía serían las consecuencias políticas y económicas de las medidas a medias que se contemplaban. Ahora sabemos que algunos economistas integrados en el gobierno como Christina Romer, jefa del Consejo de Asesores Económicos, compartían estos mismos sentimientos.

Para ser justos con Obama, su fracaso tuvo paralelos más o menos idénticos a lo largo de todo el mundo avanzado, pues los gestores políticos, aquí y allá, solo hicieron parte de las cosas que debían hacer. Entraron con políticas de dinero barato y suficiente ayuda a los bancos para impedir que se repitiera el hundimiento general de las finanzas que se produjo en los primeros años de la década de 1930 y creó una crisis de crédito de tres años que contribuyó mucho a causar la Gran Depresión. (Entre 2008 y 2009 hubo una implosión similar del crédito, pero fue mucho más breve, pues duró tan solo de septiembre de 2008 a finales de la primavera de 2009.) Pero la acción política nunca tuvo, ni de lejos, la fuerza precisa para impedir el incremento constante e intenso del desempleo. Y cuando la ronda inicial de respuestas políticas se quedó corta, los gobiernos de todo el mundo avanzado, lejos de reconocer el defecto de escasez, lo consideraron una demostración de que ya no se podía, o debía, hacer más para crear puestos de trabajo.

Así pues, la política no supo estar a la altura de la situación. ¿Por qué ocurrió así?

Por un lado, los que tenían las ideas más o menos acertadas sobre lo que necesitaba la economía, incluido el presidente Obama, se condujeron con timidez: nunca se mostraron dispuestos a reconocer qué grado de actuación se necesitaba o, más adelante, a admitir que lo que habían hecho en primer lugar había sido inadecuado. Por otro lado, la gente con las ideas erróneas (tanto los políticos conservadores como los economistas «de agua dulce» que mencioné en el capítulo 6) fue vehemente y no se vio afectada por la duda. Ni siquiera en el difícil invierno de 2008-2009 —cuando uno podría haber confiado en que, por lo menos, considerasen la posibilidad de haberse equivocado— dejaron de ser feroces en el empeño de bloquear todo cuanto

se opusiera a su ideología. Así, a los que estaban en lo cierto les faltó mucha convicción, mientras que los que estaban equivocados actuaron con una apasionada intensidad.

En lo que sigue, me centraré en la experiencia de Estados Unidos, con tan solo unos pocos apuntes sobre acontecimientos de otros lugares. En parte, ello se debe a que la historia de Estados Unidos es la que conozco mejor y, sinceramente, la que más me preocupa; pero también porque los sucesos de Europa tienen un carácter especial debido a los problemas de la moneda común europea y necesitan un análisis específico.

Así pues, sin más preámbulos, vayamos al relato de cómo se desarrolló la crisis, y luego a los fatídicos meses de finales de 2008 y principios de 2009, cuando la política —de un modo tan decisivo como desastroso— no supo estar a la altura de la situación.

LLEGA LA CRISIS

El momento de Minsky, en Estados Unidos, no fue en realidad un «momento», sino todo un proceso que se extendió durante más de dos años, con una aceleración dramática hacia el final. Primero, la gran burbuja inmobiliaria de los años de Bush empezó a desinflarse. Luego, las pérdidas de los instrumentos financieros respaldados por hipotecas comenzaron a pasar factura a las instituciones financieras. Más adelante, la situación llegó a un punto crítico con la caída de Lehman Brothers, que activó una estampida general en el sistema de la banca «a la sombra». En ese punto, se requería una acción política valiente y decidida. Pero no se llevó a cabo.

En el verano de 2005, los precios de las casas, en las ciudades principales de los «estados arenosos» (Florida, Arizona, Nevada y California) eran aproximadamente un 150 por 100 más altos de lo que habían sido al comenzar la década. Otras ciudades tuvieron aumentos menores, pero a todas luces se había producido una explosión nacional de los precios inmobiliarios, que mostraba todas las características de una burbuja: la confianza en que los precios nunca bajarán, la prisa de los

compradores por entrar antes de que los precios subieran aún más y mucha actividad especulativa (hubo incluso un espectáculo de «telerrealidad» sobre el tema de la compra y renovación de viviendas, denominado «Flip this house»). Pero la burbuja ya había empezado a perder aire: los precios seguían subiendo, en la mayoría de lugares, pero se tardaba mucho más en vender las casas.

Según el popular índice de Case-Shiller, los precios inmobiliarios de Estados Unidos llegaron a su pico en la primavera de 2006. Y en los años siguientes, la creencia generalizada de que los precios de la vivienda nunca bajan sufrió una refutación brutal. Las ciudades que habían vivido los mayores ascensos durante los años de la burbuja vieron ahora los descensos mayores: cerca del 50 por 100 en Miami, casi el 60 por 100 en Las Vegas.

De un modo algo sorprendente, el estallido de la burbuja inmobiliaria no provocó una recesión inmediata. La construcción de viviendas cayó estrepitosamente, pero, por un tiempo, este declive de la construcción fue compensado por una explosión de las exportaciones, fruto de un dólar débil por el que los productos estadounidenses resultaban muy competitivos en cuanto a su coste. En el verano de 2007, sin embargo, los problemas de la vivienda empezaron a dar origen a problemas para los bancos, que sufrieron grandes pérdidas en los valores con respaldo hipotecario (instrumentos financieros creados con la venta de títulos de crédito sobre los pagos de una serie de hipotecas agrupadas; algunos de los títulos son más importantes que otros, es decir, tienen preferencia sobre el dinero que entra).

Estos títulos principales, según se suponía, serían de muy bajo riesgo; a fin de cuentas, ¿qué probabilidad había de que un número elevado de personas dejara de pagar sus hipotecas al mismo tiempo? La respuesta, por descontado, es que resultaba muy probable en un entorno en el que la vivienda valía un 30, 40 o 50 por 100 menos de lo que los prestatarios habían pagado en origen por ella. Así pues, muchos activos supuestamente seguros —activos que habían sido evaluados con AAA por Standard & Poor's o por Moody's— terminaron siendo «basura tóxica», que solo valía una parte de su valor nominal. Una parte de estos tóxicos se había descargado sobre compradores desprevenidos, como por ejemplo el sistema

de jubilación de los maestros de Florida. Pero buena parte había permanecido dentro del sistema financiero, tras ser adquirida por la banca o la banca paralela. Y como los bancos están muy apalancados, no hizo falta que las pérdidas fueran muy elevadas, en esa escala, para que se pusiera en duda la solvencia de muchas instituciones.

La seriedad de la situación empezó a calar el 9 de agosto de 2007, cuando el banco de inversiones francés BNP Paribas dijo a los inversores de dos de sus fondos que ya no podrían retirar su dinero, porque los mercados de esos activos habían cerrado de hecho. Aquí empezó a desarrollarse una implosión del crédito, porque los bancos, inquietos por las posibles pérdidas, cerraron el grifo del préstamo mutuo. Y los efectos combinados del descenso en la construcción de viviendas, la debilidad del gasto de los consumidores (cuando la caída en los precios de la vivienda se cobró su peaje) y la implosión del crédito empujaron la economía estadounidense a la recesión a finales de 2007.

Al principio, sin embargo, la caída no fue muy pronunciada y, a finales de septiembre de 2008, era posible confiar en que la recesión económica no sería demasiado grave. De hecho, había muchas voces que defendían que, en realidad, Estados Unidos no estaba en recesión. Recuérdese a Phil Gramm, el antiguo senador que organizó el rechazo de Glass-Steagall y luego entró a trabajar en la industria financiera. En 2008 era asesor de John McCain, el candidato republicano a la presidencia, y en julio de 2008 declaró que nos encontrábamos tan solo en una «recesión mental», no real. Y añadió: «Se diría que nos hemos convertido en una nación de quejicas».

En realidad, ya se estaba produciendo una clara recesión y el índice de desempleo ya había pasado del 4,7 al 5,8 por 100. Pero era cierto que lo más terrible aún estaba por venir; la economía no entraría en caída libre hasta el hundimiento de Lehman Brothers, el 15 de septiembre de 2008.

¿Por qué hizo tanto daño la caída de lo que, a la postre, era tan solo un banco de inversión de tamaño medio? La respuesta inmediata es que la caída de Lehman provocó una estampida en el sistema de la banca a la sombra, y, en particular, de una forma concreta de la banca paralela, conocida como «repo», o pacto de recompra. Recuerde el lector que, como

se ha visto en el capítulo 4, el «repo» es un sistema en el que actores financieros como Lehman, cuando creen haber visto buenas oportunidades de inversión, buscan dinero en forma de préstamos a muy corto plazo —a menudo, de tan solo una noche—, solicitados a otros actores; y, como garantía secundaria, usan activos tales como los valores con respaldo hipotecario. Es solo una forma de actividad bancaria, puesto que actores como Lehman tenían activos a largo plazo (como valores con respaldo hipotecario) pero pasivos a corto plazo (repo). Sin embargo, sin ninguna red de salvaguarda, como por ejemplo el seguro de los depósitos. Y para las firmas como Lehman, la regulación era muy laxa, lo que suponía que, en un caso típico, pedían préstamos sin medida, con deudas casi tan cuantiosas como sus activos. Lo único que hacía falta para que se fueran a pique era alguna que otra mala noticia; por ejemplo, una caída pronunciada en el valor de los valores con respaldo hipotecario.

El repo, en suma, era extraordinariamente vulnerable a la versión que las estampidas bancarias desarrollaron en el siglo XXI. Y esto fue lo que ocurrió en la crisis de 2008. Los prestamistas que anteriormente habían sido favorables a refinanciar a Lehman y entidades similares perdieron la confianza en que la otra parte cumpliría con su promesa de adquirir de nuevo los valores que había vendido temporalmente y, por tanto, empezaron a requerir garantías adicionales en forma de «ajustes»; básicamente, añadir nuevos valores como garantía secundaria. Como los bancos de inversión tenían activos limitados, sin embargo, esto significaba que ya no podían pedir prestado el dinero suficiente para sus necesidades de metálico; por ello, empezaron a vender activos con frenesí, lo que rebajó los precios y, en consecuencia, comportó que los prestamistas pidieran ajustes aún mayores.

A los pocos días del hundimiento de Lehman, esta versión moderna de la retirada masiva de fondos había sembrado el caos no solo en el sistema financiero, sino en la financiación de la actividad real. Los prestatarios más seguros —como el gobierno de Estados Unidos, claro está, y las empresas principales con balances sólidos— seguían siendo capaces de firmar préstamos con tasas relativamente bajas. Pero los prestatarios en los que se atisbaba algún riesgo, aunque solo fuera escaso, o quedaban excluidos de

los préstamos o se veían obligados a pagar tasas de interés muy elevadas. Por ejemplo, los valores corporativos «de alto rendimiento» (también conocidos como «bonos basura») pagaban menos del 8 por 100 antes de la crisis; la cifra se disparó hasta el 23 por 100 tras la caída de Lehman.



Las tasas de interés aplicadas a todos los activos se dispararon después de que cayera Lehman, el 15 de septiembre de 2008, lo que contribuyó a que la economía cayera en barrena.

Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis

La perspectiva de un hundimiento general del sistema financiero hizo que el pensamiento de las cabezas más influyentes se concentrara en el establecimiento de políticas y, en lo que respecta a salvar los bancos, actuaron con fuerza y decisión. La Reserva Federal prestó grandes cantidades de dinero a los bancos y otras instituciones financieras, garantizando que no se quedaran sin fondos. También creó toda una «sopa de letras» de acuerdos de préstamo especial, con los que llenar los agujeros de financiación que había dejado la mala condición de los bancos. Tras dos intentos, el gobierno de Bush logró que el Congreso aprobara el Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, que creó un fondo de ayuda

financiera de 700.000 millones de dólares, que se usó principalmente para comprar participaciones en los bancos, lo que mejoró su capitalización.

El modo en que se manejó esta ayuda financiera merece muchas críticas. Era preciso rescatar a los bancos, sí; pero el gobierno debería haber negociado mucho mejor y haber logrado participaciones mucho mayores a cambio de su ayuda de emergencia. En aquel momento, yo insté al gobierno de Obama a pedir la administración judicial, por quiebra técnica, de Citigroup y, posiblemente, unos pocos más; no tanto para dirigir estas entidades a largo plazo, como para garantizar que los contribuyentes recibieran todos los beneficios cuando se recuperaran (si lo hacían) gracias a la ayuda federal. Como no lo hizo así, el gobierno, de hecho, proporcionó una enorme subvención a los accionistas, a los que situó en posición de «cara, ganamos nosotros; cruz, pierden los demás».

Pero aunque el rescate financiero se desarrolló en términos demasiado generosos, cabe decir que, en lo esencial, fue un éxito. Las principales instituciones financieras sobrevivieron; los inversores recuperaron la confianza; y, en la primavera de 2009, los mercados financieros habían retornado a una situación más o menos normal: la mayoría de los prestatarios (aunque no todos) podía volver a solicitar dinero a tasas de interés bastante razonables.

Por desgracia, con eso no bastó. No se puede tener prosperidad sin un sistema financiero en funcionamiento, pero el mero hecho de estabilizar el sistema financiero no reporta necesariamente prosperidad. Lo que Estados Unidos necesitaba era un plan de rescate para la economía real, de producción y empleo, que fuera tan intenso y adecuado a la meta como el rescate financiero. Sin embargo, no hubo nada similar.

ESTÍMULO INADECUADO

En diciembre de 2008, el equipo de transición de Barack Obama se preparaba para asumir la gestión de la economía estadounidense. Ya estaba claro que se enfrentaban a una perspectiva ciertamente temible. La caída de

los precios de la vivienda y la bolsa había asestado un duro golpe a la riqueza; en el transcurso de 2008, el patrimonio familiar neto se había rebajado en 13 billones de dólares (equivalente aproximado al valor de un año de producción de bienes y servicios). El gasto de los consumidores, naturalmente, se despeñó por un precipicio; y a ello siguió el gasto empresarial —que ya sufría, además, los efectos de la implosión crediticia—, pues no hay razón para expandir un negocio cuyos clientes han desaparecido.

En tales circunstancias, ¿qué había que hacer? La primera línea de defensa contra las recesiones, habitualmente, es la Reserva Federal, que suele rebajar las tasas de interés cuando la economía tiembla. Pero las tasas de interés a corto plazo, que es lo que normalmente controla la Reserva Federal, ya eran de cero; no se podían rebajar más.

Esto dejaba, como respuesta obvia, el estímulo fiscal: incrementos temporales en el gasto gubernamental y/o rebajas de impuestos, concebidas para apoyar el gasto general y la creación de empleo. Y el gobierno de Obama diseñó, y de hecho aprobó, una ley de estímulo, la ley de Reconstrucción y Recuperación. Por desgracia, esta iniciativa, que alcanzó los 787.000 millones de dólares, se quedó muy corta para la labor. Sin duda contribuyó a mitigar la recesión, pero estuvo muy lejos de lo que se habría necesitado para restaurar el pleno empleo; incluso para crear una sensación de mejora. Peor aún: el fracaso del estímulo, que no mostró ningún éxito claro, tuvo el efecto, en el ánimo de los votantes, de desacreditar el concepto entero de usar el gasto gubernamental para crear empleo. Así, el gobierno de Obama se quedó sin ocasión de repetir el intento.

Antes de pasar a las razones que explican por qué el estímulo fue tan inadecuado, pido al lector que me deje responder a dos objeciones que encontramos a menudo las personas como yo. Primero está la afirmación de que se trata de meras excusas; que, después de los hechos, tan solo procuramos racionalizar el fracaso de nuestra política preferida. Luego está la idea de que, bajo la presidencia de Obama, el gobierno se ha expandido sobremanera, por lo cual no se puede afirmar legítimamente que su gasto ha sido demasiado bajo.

La respuesta a la primera afirmación es que el lamento no llega *después* de los hechos: muchos economistas advirtieron desde el principio de que la propuesta gubernamental era tremendamente inadecuada. Por ejemplo, el día posterior a la aprobación del estímulo, Joseph Stiglitz, de Columbia, declaró:

Creo que entre los economistas hay un consenso amplio, aunque no universal, sobre la idea de que el conjunto de medidas de estímulo que se ha aprobado tiene errores de concepción y es insuficiente. Sé que no es universal, pero déjenme que intente explicarlo. En primer lugar, que es insuficiente debería resultar obvio por lo que acabo de decir: como intento de compensar la deficiencia en la demanda agregada, simplemente, se queda corto.

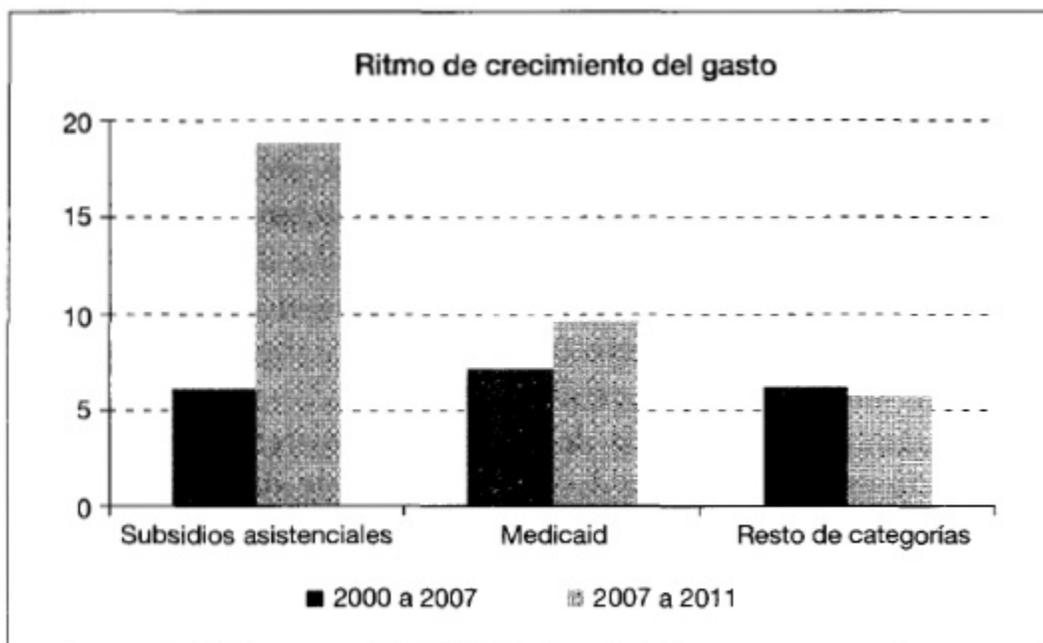
Personalmente, en cuanto el plan del gobierno comenzó a quedar delineado, también me opuse en declaraciones públicas de diversa intensidad. Escribí:

Poco a poco, vamos recibiendo información sobre el plan de estímulo de Obama, suficiente para empezar a hacer cálculos preliminares sobre el impacto que tendrá. En resumidas cuentas: probablemente, se trata de un plan que, durante los próximos dos años, restará a la tasa de desempleo medio menos de dos puntos porcentuales; y quizá mucho menos.

Y, tras repasar las matemáticas, concluí con la cita que ha iniciado este capítulo, en la que temía que un estímulo adecuado, por un lado, no lograría producir la recuperación que necesitábamos y, además, socavaría la posibilidad de seguir actuando desde la política.

Por desgracia, ni Stiglitz ni yo errábamos en nuestros temores. El desempleo llegó a niveles aún más elevados de lo que yo esperaba, hasta superar el 10 por 100; pero, en su forma básica, tanto el resultado económico como sus implicaciones políticas fueron exactamente lo que yo temía. Y, como el lector puede ver con claridad, estábamos advirtiendo sobre la inadecuación del estímulo desde el mismo principio; no excusándonos a posteriori.

¿Qué decir sobre la vasta expansión del gobierno que, supuestamente, se ha vivido con Obama? Bien, el gasto federal, como porcentaje del PIB, ha crecido, en efecto: ha pasado del 19,7 por 100 del PIB en el año fiscal de 2007 al 24,1 por 100 en el año fiscal de 2011. (El año fiscal empieza el 1 de octubre del año previo en el calendario.)



El gasto creció más rápido que de costumbre, en efecto, pero toda la diferencia se debió a una ampliación de los programas de asistencia, en respuesta a la emergencia económica.

Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso

Pero este ascenso no significa lo que mucha gente cree que significa. ¿Por qué no?

En primer lugar, hay una razón que explica que el porcentaje de gasto con respecto al PIB sea alto: que el PIB es bajo. Si nos basamos en las tendencias anteriores, la economía estadounidense debería haber crecido cerca del 9 por 100 en los cuatro años que fueron de 2007 a 2011. Ahora bien, de hecho, apenas creció: al pronunciado descenso de 2007 a 2009 le siguió una recuperación débil que, en 2011, solo había conseguido recuperar el terreno perdido. Así pues, incluso un crecimiento normal en el gasto federal habría supuesto un fuerte incremento en el gasto, si se mide como porcentaje del PIB.

Dicho esto, sí hubo un crecimiento excepcionalmente rápido en el gasto federal, entre 2007 y 2011. Pero esto no representó ninguna gran expansión en las operaciones del gobierno; fue, en su inmensa mayoría, ayuda de emergencia para estadounidenses en situación de necesidad.

La figura de más arriba pone de manifiesto lo que ocurrió en realidad. Usa datos de la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO). La CBO divide el gasto en varias categorías; he aislado dos de esas categorías, «Subsidios asistenciales» y «Medicaid»^[6], y las he comparado con todo lo demás. En cada categoría, he comparado el índice de crecimiento del gasto de 2000 a 2007 —es decir, entre dos períodos de pleno empleo, o casi, y bajo gobierno republicano— con el crecimiento que se produjo entre 2007 y 2011 —ya en el contexto de una crisis económica.

Bien, la citada categoría de «Subsidios asistenciales» incluye sobre todo prestaciones por desempleo, vales de alimentación y las deducciones de impuestos del EITC, que ayuda a los trabajadores más pobres. Es decir, consta de programas que ayudan a los estadounidenses en situación de miseria o casi miseria, algo que es lógico que ascienda cuando asciende el número de estadounidenses con apuros económicos. Por su parte, la ayuda de Medicaid también se concede en función de los recursos y, al atender a los pobres y casi pobres, también es lógico que gaste más cuando el país vive tiempos difíciles. Lo que salta a la vista al mirar la figura es que toda la aceleración del incremento del gasto se puede atribuir a programas que son,

en lo esencial, ayuda de emergencia para los que sufren más dificultades por la recesión. Es todo lo que cabe decir al respecto de la idea de que Obama se embarcó en vete a saber qué clase de gigantesca expansión del gobierno.

En tales circunstancias, ¿qué hizo Obama? El ARRA, como se dio en llamar el plan de estímulo, anunciaba un coste de 787.000 millones de dólares, aunque en parte se trataba de rebajas de impuestos que se habrían producido igualmente. De hecho, casi el 40 por 100 del total constaba de recortes impositivos, aunque a la hora de estimular la demanda, y en comparación con un incremento real en el gasto del gobierno, probablemente su eficacia era de la mitad (o menos).

Del resto, una cantidad considerable constaba de fondos para ampliar las prestaciones por desempleo; otro grupo eran aportaciones para ayudar a sostener Medicaid; y otro grupo era soporte para los gobiernos locales y estatales, para contribuir a que no se rebajara el gasto a consecuencia de la caída de ingresos. Solo una parte significativamente reducida se refería a la clase de gasto —construcción y arreglo de carreteras, etc.— que normalmente solemos imaginar cuando hablamos de «estímulo». No hubo nada similar al programa de obras públicas de Roosevelt: la Administración de Proyectos Laborales o WPA (que, en su momento culminante, empleó a 3 millones de estadounidenses, cerca del 10 por 100 de la fuerza de trabajo de su tiempo. Hoy, un programa de dimensiones equivalentes daría empleo a 13 millones de trabajadores).

Aun así, los cerca de 800.000 millones de dólares suenan a mucho dinero, a juicio de muchas personas. Los que nos tomamos los números en serio, ¿cómo pudimos saber que eran tremendamente insuficientes? La respuesta es simple: bastaba con mirar la historia y tener en cuenta la verdadera dimensión de la economía estadounidense.

Lo que la historia nos cuenta es que las recesiones que siguen a una crisis financiera suelen ser desagradables, brutales y prolongadas. Por ejemplo, Suecia sufrió una crisis bancaria en 1990; aunque el gobierno entró en acción para rescatar los bancos, a la crisis le siguió una recesión económica que redujo el PIB real (con ajuste de inflación) en un 4 por 100;

y la economía no regresó al nivel de PIB previo a la crisis hasta 1994. Abundaban las razones para creer que la experiencia estadounidense sería al menos así de negativa; entre otros factores, porque Suecia pudo aliviar su recesión exportando a economías con menos problemas, mientras que en 2009 Estados Unidos lidiaba con una crisis global. Así, una evaluación realista nos indicaba que el estímulo tendría que combatir tres (o más) años de graves penurias económicas.

Por otro lado, la economía estadounidense es en verdad muy muy grande: produce bienes y servicios por un valor próximo a los 15 billones de dólares anuales. Piénsese sobre ello: si la economía estadounidense iba a experimentar una crisis de tres años, el estímulo pretendía rescatar una economía de 45 billones de dólares —el valor de la producción trianual— con un plan valorado en 787.000 millones de dólares: mucho menos del 2 por 100 del gasto económico total para aquel período. Visto en este contexto, 787.000 millones de dólares ya no parecen tanto dinero, ¿verdad? Una cosa más: el plan de estímulo se concibió para dar a la economía un impulso de un plazo relativamente corto, no un apoyo a largo plazo. El ARRA tuvo su impacto máximo sobre la economía a mediados de 2010, y luego empezó a desvanecerse con rapidez. Habría sido adecuado para una recesión de corto plazo, pero dado que la perspectiva hablaba de un golpe económico de duración mucho mayor —pues así ocurre siempre, en mayor o menor grado, después de una crisis financiera—, la receta no bastaba para aliviar las penalidades.

Todo esto nos lleva a la pregunta: ¿por qué el plan era tan poco adecuado?

LOS PORQUÉS DE LA INADECUACIÓN

Déjenme decir de entrada que no pienso dedicar mucho tiempo a volver sobre las decisiones de principios de 2009, que son, a estas alturas, agua pasada. Este libro se ocupa de lo que se debe hacer ahora, sin intención de repartir culpas por lo que se haya hecho mal anteriormente. Aun así, no

puedo evitar hacer un breve análisis del modo en que el gobierno de Obama, a pesar de sus principios keynesianos, dio una respuesta inmediata a la crisis que distó mucho de ser de la medida precisa.

Hay dos teorías opuestas acerca de por qué el estímulo de Obama fue tan inadecuado. Una teoría hace hincapié en los límites políticos; según esta teoría, Obama obtuvo todo cuanto pudo. La otra afirma que el gobierno no acertó a comprender la gravedad de la crisis y tampoco alcanzó a apreciar las consecuencias políticas de un plan desacertado. A mi modo de ver, la política del estímulo adecuado se recibió con mucha dureza, pero jamás sabremos si en verdad se impidió que el plan fuera idóneo, porque Obama y sus asesores no llegaron a apuntar nunca a un objetivo lo suficientemente grande como para cumplir con su función.

Sin duda, el entorno político fue muy difícil, en gran medida por efecto de las normas del Senado estadounidense, en el que normalmente se necesitan 60 votos para invalidar a un obstruccionista. Parece ser que Obama llegó al poder pensando que su esfuerzo por rescatar la economía obtendría el apoyo de los dos grandes partidos; pero se equivocó por completo. Desde el primer día, los republicanos optaron por una oposición de tierras quemadas, que se negaba a todo cuanto proponía el presidente. Al final, Obama pudo obtener los 60 votos gracias a un acuerdo con tres senadores republicanos moderados; pero estos exigieron, como precio a su apoyo, que recortara del proyecto de ley 100.000 millones de dólares de ayuda a los gobiernos estatales y locales.

Muchos comentaristas creen que la exigencia de un estímulo menor era una prueba clara de que resultaba imposible aprobar una ley de mayor magnitud. Según creo, esto no está tan claro. En primer lugar, quizá la conducta de esos tres senadores no diste mucho de la petición de la «libra de carne»^[7]: tenían que hacer espectáculo, demostrar que se recortaba, para que nadie pensara que daban su apoyo gratis. De esto cabe concluir que el límite real al estímulo no era de 787.000 millones de dólares, sino más bien de 100.000 millones de dólares menos de lo que Obama hubiera planeado, fuera lo que fuese; de modo que, si hubiera solicitado más, no habría

obtenido todo lo que pedía, pero sí habría conseguido un esfuerzo mayor, de todas todas.

Por otra parte, había alternativa a cortejar a aquellos tres republicanos: Obama podría haber aprobado un estímulo mayor usando la «reconciliación», un procedimiento parlamentario que evita la amenaza obstruccionista y con ello reduce el número de votos senatoriales necesarios a 50 (porque en caso de empate, el vicepresidente puede formular el voto decisivo). En 2010, de hecho, los demócratas emplearon este procedimiento para aprobar la reforma sanitaria. Tampoco se habría tratado de una táctica extrema, si echamos un vistazo a la historia reciente: las dos rondas de reducciones de impuestos de Bush, en 2001 y 2003, se aprobaron gracias a la «reconciliación»; y en cuanto a la ronda de 2003, solo obtuvo en el Senado los citados 50 votos y fue Dick Cheney quien formuló el voto decisivo.

Hay otro problema en la afirmación de que Obama sacó todo el fruto posible: ni él ni su gobierno han defendido nunca que les hubiera gustado una ley más generosa. Antes al contrario, cuando la ley llegó al Senado, el presidente declaró que «a grandes rasgos, este plan es de las dimensiones adecuadas. Tiene el alcance preciso». Y, hasta el día de hoy, los funcionarios del gobierno gustan de afirmar no que el plan fuera insuficiente debido a la oposición republicana, sino que en aquel momento nadie se dio cuenta de que se necesitara un plan más ambicioso. Incluso en diciembre de 2011, Jay Carney, secretario de prensa de la Casa Blanca, decía cosas como las siguientes: «No hubo ni un economista notorio, de la universidad, de Wall Street, que en aquel momento, en enero de 2009, supiera la verdadera profundidad del agujero en el que estábamos».

Como ya hemos visto, esto no era verdad, en ningún caso.

Así pues, ¿qué ocurrió?

Ryan Lizza, del *New Yorker*, se ha hecho con el memorando de política económica que Larry Summers, quien pronto sería el economista en jefe de la Administración, preparó para el presidente electo Obama en diciembre de 2008; y lo ha publicado. Se trata de un documento de 57 páginas, que a todas luces se debió a una multiplicidad de autores, no todos con el mismo

ideario. Pero hay un pasaje significativo (en la página 11) que defiende que el paquete de medidas no debe ser demasiado cuantioso. Surgen tres puntos principales:

1. Un conjunto excesivo de medidas de recuperación podría asustar a los mercados o a la opinión pública y resultar contraproducente.
2. La economía no puede absorber más «inversión prioritaria» durante los dos próximos años.
3. Es más fácil añadir más estímulo fiscal al paso, si este resulta insuficiente, que eliminar estímulo fiscal si este resulta excesivo. Si es preciso, podremos adoptar nuevas medidas.

De estos puntos, el primero implica invocar la amenaza de los «vigilantes del mercado de bonos», sobre la que hablaremos más en el próximo capítulo; baste decir ahora que este miedo ha demostrado ser injustificado. El punto 2 era acertado, a todas luces, pero no está nada claro por qué descartaba más ayuda a los gobiernos locales y estatales. En los comentarios que realizó justo después de la aprobación del plan ARRA, Joe Stiglitz indicó que la ley proporcionaba «un poco de ayuda federal, pero no la suficiente. Así, lo que haremos será despedir a maestros y despedir a personal del sector de atención sanitaria mientras contratamos a trabajadores de la construcción. Es una concepción algo extraña para un paquete de medidas de estímulo».

Además, dado que era probable que la recesión fuera prolongada, ¿por qué limitar a dos años el horizonte temporal?

Finalmente, en cuanto al punto tres, que consideraba posible retomar las medidas, fue un error garrafal. Y, al menos a mi modo de ver, en su momento ya estaba claro que era una idea equivocada. Así pues, el equipo económico erró tremendamente en sus cálculos políticos.

Por una variedad de razones, pues, el gobierno de Obama hizo lo correcto, pero en una escala totalmente inadecuada. Y, como veremos más adelante, en Europa también se quedaron muy cortos, aunque por razones algo distintas.

EL FIASCO DE LA VIVIENDA

Hasta aquí, he hablado de la inadecuación del estímulo fiscal. Pero también hubo un gran fracaso en otro frente: el socorro hipotecario.

Según he expuesto páginas atrás, el elevado nivel de endeudamiento familiar fue una de las grandes razones de que nuestra economía fuera vulnerable a la crisis; y un factor clave de la debilidad persistente de la economía estadounidense es que las familias están intentando reducir su deuda gastando menos, en un contexto en el que nadie quiere gastar más para compensar. La defensa de una política fiscal activa es, precisamente, que al gastar más el gobierno puede impedir que la economía caiga en una depresión honda mientras las familias endeudadas van restaurando su salud financiera.

Pero esta historia también sugiere que existía un camino alternativo —o mejor aún, complementario— a la recuperación, y más simple: reducir la deuda directamente. A fin de cuentas, la deuda no es un objeto físico, sino un contrato, algo escrito sobre un papel, cuyo cumplimiento está verificado por el gobierno. Así pues, ¿por qué no reescribir los contratos?

Y que nadie replique ahora que los contratos son sagrados y nunca deben renegociarse. La bancarrota ordenada, que reduce las deudas que simplemente no se pueden pagar, es un elemento de larga tradición en nuestro sistema económico. Es habitual que las empresas, a menudo incluso de manera voluntaria, se adscriban al «capítulo 11» de la ley de Quiebras, con lo que permanecen como negocio activo a la vez que pueden reescribir y rebajar algunas de sus obligaciones. (Mientras redacto este capítulo, American Airlines ha suscrito una bancarrota voluntaria para renegociar unos costosos contratos sindicales.) Las personas también pueden declararse en bancarrota y las negociaciones, por lo general, las descargan de algunas de sus deudas.

Sin embargo, las hipotecas inmobiliarias, históricamente, han recibido un trato distinto al que reciben por ejemplo las deudas de la tarjeta de

crédito. Siempre se ha partido del principio de que lo primero que ocurre cuando una familia no puede satisfacer el pago de las cuotas hipotecarias es que pierde la casa; esto pone fin a la cuestión en algunos de los estados de nuestro país, mientras que en otros la entidad que ha prestado el dinero aún puede perseguir al prestatario si la casa no vale tanto como la hipoteca. En uno u otro caso, sea como fuere, los propietarios que no pueden afrontar las cuotas de la vivienda se enfrentan a la ejecución de la hipoteca. Y este quizá sea un buen sistema para las épocas normales, en parte porque la gente que no puede pagar la hipoteca, por lo general, vende su vivienda antes que esperar a la ejecución.

Ahora bien, en este momento no vivimos tiempos normales. Habitualmente, solo una cantidad relativamente baja de propietarios experimenta la dificultad de que su endeudamiento sea superior al valor de su casa. En cambio, la gran burbuja inmobiliaria y su posterior explosión ha dejado a más de 10 millones de propietarios —lo que equivale a más de una de cada cinco hipotecas— en situación de ahogo, a la vez que la prolongada recesión económica hace que muchas familias hayan visto muy menguados sus ingresos anteriores. Así, son muchas personas las que ni pueden satisfacer las cuotas ni pueden cancelar la hipoteca vendiendo la casa; la receta, claro está, garantiza una epidemia de ejecuciones.

Y la ejecución es un trato terrible para todos los implicados. Para el propietario, por descontado, porque pierde la casa; pero también es raro que el prestamista se beneficie de esta resolución, tanto porque es un procedimiento oneroso como porque los bancos están intentado vender viviendas ejecutadas en un mercado terrible. Al parecer, lo más beneficioso, para unos y otros, sería contar con un programa que ofreciera cierta ayuda a los prestatarios en problemas, a la vez que ahorra a los prestamistas los costes de la ejecución. Y ello supondría también beneficios para terceras partes: desde el punto de vista local, las propiedades ejecutadas y vacías son un factor de ruina para los barrios; desde el punto de vista nacional, el auxilio a la deuda contribuiría a mejorar la situación macroeconómica.

Así, todo parecería hablar a favor de un programa de ayuda al endeudamiento; y, en efecto, el gobierno de Obama anunció un programa

similar en 2009. Pero todo el empeño ha acabado en una broma de mal gusto: son muy pocos los prestatarios que han obtenido una ayuda significativa y algunos, en realidad, han terminado hallándose aún más endeudados debido al carácter kaf-kiano de las normas y el funcionamiento del programa.

¿Qué salió mal? Los detalles son complejos, casi obnubilado-res. Pero un resumen en muy pocas palabras nos diría que el gobierno de Obama nunca fue verdaderamente partidario de este programa; que sus funcionarios creían, hasta bien entrada la partida, que todo iría bien con tan solo estabilizar los bancos. Lo que es más: sentían terror ante las críticas que la derecha dirigiría a su programa, tildándolo de un regalo a quienes no lo merecen, una recompensa a quienes han actuado sin responsabilidad. En consecuencia, el programa puso tanto cuidado en evitar toda apariencia de regalo que terminó por ser, a grandes rasgos, inútil.

Esta es otra área, por tanto, donde la política de ningún modo supo estar a la altura de la situación.

LA VÍA QUE NO SE TOMÓ

Históricamente, lo normal es que a las crisis financieras hayan seguido recesiones económicas prolongadas; y la experiencia estadounidense, desde 2007, no ha sido distinta. De hecho, las cifras de Estados Unidos, en lo que atañe al desempleo y el crecimiento, han sido notoriamente próximas al promedio histórico de los países que han experimentado esta clase de problemas. Carmen Rein-hart, del Instituto Peterson de análisis de la teoría económica internacional, y Kenneth Rogoff, de Harvard, publicaron una historia de las crisis financieras con el irónico título de *This Time is Different* («Esta vez es distinto», cuando en realidad nunca lo es). Su investigación inducía a los lectores a esperar un período prolongado de mucho desempleo y, según se desarrollaba la historia, Rogoff comentó que Estados Unidos experimenta «una típica crisis financiera grave».

Pero no tenía por qué haber sido así; ni tiene por qué seguir siendo así. Hay cosas que los gestores de nuestra política económica podrían haber hecho en cualquier momento de los tres años precedentes y que habrían mejorado sobremanera la situación. La confusión política y económica — no las realidades económicas fundamentales— bloqueó la acción efectiva.

Y la vía de salida de esta depresión, la vía de retorno al pleno empleo, sigue estando plenamente disponible. No tenemos por qué seguir sufriendo así.

Pero ¿y el déficit?

Quizá haya algunas disposiciones impositivas tales que animen a las empresas a contratar pronto, antes que permanecer al margen. Así que las estamos analizando.

Sin embargo, creo que es importante reconocer que, si seguimos incrementando la deuda, justo en medio de esta recuperación, puede ocurrir que, en algún punto, la gente pueda perder la confianza en la economía estadounidense de forma que, de hecho, volvamos a entrar en recesión.

Declaración del presidente Barack Obama a Fox News, noviembre de 2009

En otoño de 2009 ya había quedado claro que cuantos advertían de que el plan de estímulo original era demasiado corto habían dado en el clavo. Ciertamente, la economía ya no estaba en caída libre. Pero el deterioro había sido pronunciado y no había signos de una recuperación rápida, capaz de reducir el desempleo a un ritmo mínimamente razonable.

Esta era exactamente la clase de situación en la que los asesores de la Casa Blanca, en origen, habían previsto regresar al Congreso y solicitar un nuevo plan de estímulo. Pero esto no llegó a ocurrir. ¿Por qué?

Una razón es que habían errado en el cálculo político: como algunos temieron cuando vio la luz el plan original, la inadecuación del primer estímulo desacreditó el concepto general de estímulo, en el sentir de la mayoría de los estadounidenses, y envalentonó a los republicanos a seguir con su oposición al estilo «tierra quemada».

Pero había otra razón: buena parte de los debates, en Washington, habían pasado de centrarse en el desempleo a ocuparse ante todo del endeudamiento y el déficit. Las advertencias ominosas sobre el peligro de un déficit excesivo se convirtieron en pan de cada día de los gestos políticos; eran lo que la «gente muy seria» (término sobre el que volveré repetidamente) usaba para proclamar su seriedad. Como indica claramente la cita inicial, el propio Obama entró en el juego: en su primer discurso sobre el Estado de la Unión, a principios de 2010, propuso más recortes de gasto que nuevos estímulos. Y en 2011 se han oído por todo el país advertencias espeluznantes sobre el terrible desastre que acaecerá si no reducimos el déficit de inmediato.

Lo extraño del asunto fue que no había, ni hay, pruebas que apoyen este cambio de enfoque, que se aleja del empleo para centrarse en el déficit. Mientras que los perjuicios causados por el desempleo son reales y terribles, el daño causado por el déficit, a un país como Estados Unidos y en su situación actual, es ante todo hipotético. La carga cuantificable del endeudamiento es muy inferior a lo que imaginaría el lector a juzgar por la retórica empleada; y los avisos en torno de una supuesta crisis del endeudamiento no tienen base. De hecho, las predicciones de los «halcones» del déficit han sido rebatidas una y otra vez por los hechos, mientras que quienes defendían que los déficits no suponen un problema en un contexto de depresión económica han acertado repetidamente. Además, los que adoptaron decisiones de inversión basadas en tales predicciones, como Morgan Stanley en 2010 o Pimco en 2011, han terminado perdiendo mucho dinero.

A pesar de lo anterior, el miedo al déficit sigue dominando nuestro discurso político y de gestión general. Más adelante, en este mismo capítulo, intentaré explicar por qué. Primero, sin embargo, déjenme exponer

lo que afirman los «halcones» del déficit y describir qué ha sucedido en realidad.

LOS INVISIBLES «VIGILANTES» DEL MERCADO DE BONOS

Yo solía pensar que, de existir la reencarnación, quería volver como el presidente, o el papa, o un bateador de leyenda. Pero ahora quiero volver siendo el mercado de bonos. Puedes intimidar a cualquiera.

JAMES CARVILLE, estratega de la campaña de Clinton

Allá por los años ochenta, Ed Yardeni, un experto en dirección de empresas, acuñó el término de «vigilantes de bonos»^[8] para referirse a los inversores que, cuando pierden la confianza en las políticas fiscales o monetarias de un país, se deshacen a toda prisa de sus bonos; esto eleva mucho el coste de los préstamos suscritos en adelante por ese país. El miedo a los déficits presupuestarios obedece sobre todo al temor a un ataque de estos «vigilantes» del mercado de bonos. Y los defensores de la austeridad fiscal, o de fuertes recortes en el gasto gubernamental (incluso en contextos de desempleo muy elevado), aducen a menudo que tenemos que cumplir con sus exigencias y satisfacer al mercado de los bonos.

Pero el propio mercado no parece estar de acuerdo con esta teoría: si acaso, dice que Estados Unidos debería tomar prestado más dinero, puesto que en este momento los costes de su endeudamiento son muy bajos. De hecho, con los ajustes de la inflación, en realidad son costes negativos: en efecto, los inversores están pagando al gobierno estadounidense una cuota para que este preserve su riqueza. ¡Ah!, y se trata de tasas de interés a largo plazo; así que el mercado no dice que las cosas vayan bien *ahora*, sino que los inversores no prevén problemas de calado en los años venideros.

No importa, dicen los halcones; los costes del endeudamiento se dispararán al momento como no recortemos el gasto ahora mismo, pero ya.

Esto equivale a decir que el mercado no tiene razón. Bien, podría ser; pero no deja de ser extraño —por decirlo suavemente— que uno fundamente sus exigencias en la afirmación de que debemos cambiar las directrices políticas para satisfacer a los mercados y, acto seguido, haga caso omiso del hecho obvio de que el propio mercado no comparte tales inquietudes.

Que las tasas de interés no subieran como se había predicho no se debió a que se hubiera acabado antes con los grandes déficits. En el transcurso de 2008, 2009, 2010 y 2011, la combinación de bajos ingresos fiscales y el gasto asistencial —resultado ambos de una economía deprimida— forzaron al gobierno federal a suscribir préstamos de más de 5 billones de dólares. Y con cada mínimo incremento de las tasas de interés, a lo largo de este período, se han hecho oír voces influyentes que anunciaban que los «vigilantes» de los bonos ya estaban aquí y que Estados Unidos estaba a punto de verse incapaz de solicitar con éxito tanto dinero. Pero todos los incrementos de tasas descendieron luego y 2012 se ha iniciado, para Estados Unidos, con unos costes de endeudamiento que están próximos al mínimo histórico.

La siguiente figura muestra las tasas de interés desde el principio de 2007, junto con los supuestos avistamientos de esos huidizos controladores. Los números del cuadro se refieren a lo siguiente:

1. Wall Street Journal publica un editorial titulado: «Los vigilantes de los bonos: se vuelve a imponer la disciplina a la política estadounidense», donde predice que las tasas de interés subirán si no se reducen los déficits.
2. El presidente Obama dice a Fox News que, si seguimos aumentando el endeudamiento, podríamos recaer en la recesión.
3. Morgan Stanley predice que el déficit impulsará las tasas de interés a 10 años hasta el 5,5 por 100 a finales de 2010.
4. Wall Street Journal —ahora en la sección de noticias, no en el editorial— publica un artículo titulado: «Los temores al endeudamiento hacen subir las tasas». No se ofrecen pruebas de que el temor al

- endeudamiento —en lugar de la esperanza de recuperación— fuera el responsable de aquel ligero aumento de las tasas.
5. Bill Gross, del fondo de inversiones Pimco, avisa que las tasas de interés de Estados Unidos solo se mantienen bajas porque la Reserva Federal está adquiriendo fondos, y predice una subida de las tasas cuando el programa de adquisición de bonos se termine, en junio de 2011.
 6. Standard and Poor's rebaja la calificación del gobierno de Estados Unidos, que pierde el nivel de AAA.



El área sombreada indica que Estados Unidos está en recesión. Banco de la Reserva Federal de San Luis (research.stlouisfed.org)

Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal

Y, a finales de 2011, Estados Unidos podía solicitar dinero a un coste más bajo que nunca.

Lo que importa comprender, a este respecto, es que no se trató tan solo de un error en las predicciones, algo que, de vez en cuando, le ocurre a todo el mundo. Lo que estaba en juego era cómo debemos concebir el déficit en una economía en depresión. Así pues, ahora, más en serio, hablemos de por qué muchas personas creían sinceramente que el endeudamiento gubernamental elevaría las tasas de interés; y de por qué los que entienden la teoría económica keynesiana sabían desde el principio que esta idea era errónea.

COMPRENDER LAS TASAS DE INTERÉS

No se puede ser monetarista y keynesiano al mismo tiempo; al menos, yo no veo cómo podría ser así, porque si el objetivo de la política monetarista es mantener baja la tasa de interés para disponer de la máxima liquidez, el efecto de las directrices keynesianas tiene que ser elevar los tipos de interés.

A fin de cuentas, 1,75 billones de dólares del Tesoro es una cantidad inmensa como para aterrizar en el mercado de bonos en una época de recesión, y yo no termino de saber quién va a comprarlos. Desde luego, no van a ser los chinos. Eso funcionó muy bien en los buenos tiempos, pero lo que yo llamo «Chimérica», el matrimonio entre China y Estados Unidos, está llegando a su fin. Y quizá incluso termine en un divorcio complicado.

No, el problema es que solo la Reserva Federal puede comprar esos bonos recién acuñados y, en las semanas y los meses próximos, preveo que se producirá un forcejeo muy tenso entre nuestras políticas fiscal y monetaria, en cuanto los mercados se den cuenta de la enorme cantidad de bonos que

deberán ser absorbidos por el sistema financiero este año. Esto tenderá a rebajar el precio de los bonos y elevar las tasas de interés, lo cual tendrá también un efecto en los tipos hipotecarios; precisamente lo contrario de lo que Ben Bernanke está intentando conseguir desde la Reserva.

NIALL FERGUSON, abril de
2009

Esta cita de Niall Ferguson —un historiador e invitado habitual de la televisión, que escribe mucho sobre economía— expresa en pocas palabras lo que mucha gente pensaba y sigue pensando sobre el endeudamiento gubernamental: que por fuerza elevará las tasas de interés, porque es una demanda adicional para recursos escasos —en este caso, préstamos— y que este aumento de la demanda hará que suban los precios. Esencialmente, se reduce a esta pregunta: ¿de dónde está saliendo el dinero?

Para ser justos, se trata de una pregunta sensata, cuando la economía funciona en un nivel de pleno empleo, o similar. Pero incluso entonces, carece de sentido afirmar que el gasto deficitario actúa de hecho en contra de la política monetaria, según parecía decir Ferguson. Y es una pregunta de lo más inadecuada cuando la economía sufre una depresión, incluso a pesar de que la Reserva Federal ha rebajado las tasas de interés que puede controlar hasta el mismo nivel de cero; es decir, cuando nos hallamos en una trampa de liquidez, como ocurría cuando Ferguson expresó estos comentarios (en una conferencia patrocinada por el PEN y la *New York Review of Books*), y sigue ocurriendo en la actualidad.

Recordemos que, como vimos en el capítulo 2, la trampa de liquidez se produce cuando, incluso con tipos de interés del cero, los residentes del mundo, en su conjunto, no están dispuestos a comprar tantos bienes como están intentando producir. O, lo que es equivalente: la cantidad que la gente desea ahorrar —es decir, los ingresos que no desean gastar en consumo

corriente— es superior a la cantidad que las empresas están dispuestas a invertir.

Como reacción a los comentarios de Ferguson, unos días después intenté explicar este punto:

De hecho, tenemos un incipiente exceso de ahorro, incluso con tasas de interés de cero. Es este, y no otro, nuestro problema.

Entonces, ¿qué hace el endeudamiento gubernamental? Ofrece un sitio al que acudir a una parte de este exceso de ahorro; y, en el proceso, amplía la demanda general y, por tanto, el PIB. Lo que no hace es desplazar el gasto privado, no, al menos, hasta que el exceso de ahorro se haya podido absorber; o, lo que es lo mismo, no hasta que la economía haya escapado de la trampa de liquidez.

Bien, esto no quita que haya algunos problemas reales cuando el gobierno pide prestado mucho dinero; principalmente, el efecto sobre el endeudamiento gubernamental. No quiero minimizar estos problemas; algunos países, como por ejemplo Irlanda, se ven obligados a la contracción fiscal aun cuando se enfrentan a una recesión grave. Pero esto no altera el hecho de que nuestro problema actual, en verdad, es un problema de exceso de ahorro mundial, que está buscando lugares a los que acudir.

El gobierno federal ha solicitado préstamos por valor de unos 4 billones de dólares desde que escribí estas palabras, y las tasas de interés, en realidad, han bajado.

¿De dónde ha venido el dinero necesario para financiar todos estos préstamos? Del sector privado estadounidense, que reaccionó a la crisis financiera ahorrando más e invirtiendo menos; el balance financiero del

sector privado (la diferencia entre el ahorro y la inversión) ha pasado de -200.000 millones de dólares, un año antes de la crisis, a +1 billón, hoy hace un año.

Aquí cabría preguntar: ¿qué habría ocurrido si el sector privado no hubiera decidido ahorrar más e invertir menos? La respuesta nos dice que, en ese caso, ni la economía estaría en depresión ni el gobierno habría incurrido en déficits tan cuantiosos. En suma, ocurrió tal como habían predicho los que comprendían la lógica de la trampa de liquidez: en una economía en depresión, el déficit presupuestario no compite por los fondos con el sector privado y, en consecuencia, no provoca el ascenso de las tasas de interés. Simplemente, el gobierno está hallando un uso para el exceso de ahorro del sector privado (es decir, el exceso de lo que desea retener en sus manos frente a lo que está dispuesto a invertir). Y, de hecho, era crucial que el gobierno interpretara este papel, dado que sin estos déficits públicos, el hecho de que el sector privado se esforzara por gastar menos de lo que ingresaba habría causado una depresión profunda.

Por desgracia para el estado del discurso económico —y, en consecuencia, para la realidad de la política económica—, los profetas del apocalipsis fiscal se negaron a aceptar un no por respuesta. Así, durante los últimos tres años, han ido aportando una excusa tras otra para el hecho de que las tasas de interés no se hayan disparado. «¡Es la Reserva Federal, que está comprando deuda!», «¡No, son los problemas de Europa!», y demás excusas. Al mismo tiempo, se negaban a admitir que, sencillamente, habían errado en su análisis económico.

Pero, antes de proseguir, permítanme ocuparme de una pregunta que tal vez los lectores se hayan formulado con respecto a la figura de la página 145: ¿A qué se debieron las fluctuaciones de la tasa de interés que allí se veían?

Pues se debieron a la distinción entre las tasas de interés a corto y a largo plazo. Lo que la Reserva Federal puede controlar son los tipos a corto plazo, y han estado rondando el cero desde finales de 2008 (en el momento de redactar estas palabras, las tasas de interés de las letras del Tesoro, a tres meses, eran del 0,01 por 100). Pero muchos prestatarios, incluido el

gobierno federal, quieren acordar tasas a plazos más largos; y nadie querrá comprar, pongamos, un bono a diez años a una tasa de interés cero, incluso si los tipos a corto plazo son de cero. ¿Por qué? Porque son tasas que pueden subir de nuevo, y tarde o temprano lo harán; y si alguien bloquea su dinero en un bono a largo plazo, requiere una compensación por la pérdida potencial de oportunidades de obtener un rendimiento mayor cuando los tipos suban otra vez.

Pero ¿cuánta compensación piden los inversores para bloquear los fondos en un bono a largo plazo? Depende de cuánto, y dentro de cuánto tiempo, esperen que ocurra una subida de los tipos de corto plazo. Y esto, a su vez, depende de las expectativas de recuperación económica; más específicamente, de cuándo creen los inversores que la economía podría emerger de la trampa de liquidez y adquirir un buen ritmo tal que la Reserva Federal empiece a subir los tipos de interés para evitar una posible inflación.

Así pues, la tasa de interés que hemos visto en la página 145 refleja la variación en la expectativa de cuánto tiempo duraría la depresión económica. El ascenso en los tipos durante la primavera de 2009, que el *Wall Street Journal* consideró señal de la llegada de los «vigilantes» de los bonos, se debió en realidad al optimismo: se creía que lo peor había pasado y que ya estaba en marcha una recuperación genuina. Cuando esta esperanza se desvaneció, las tasas de interés bajaron de nuevo. A finales de 2010 una nueva oleada de optimismo volvió a elevar temporalmente las tasas. En el momento de escribir estos párrafos, apenas hay reservas de esperanza; las tasas de interés, por lo tanto, son muy bajas.

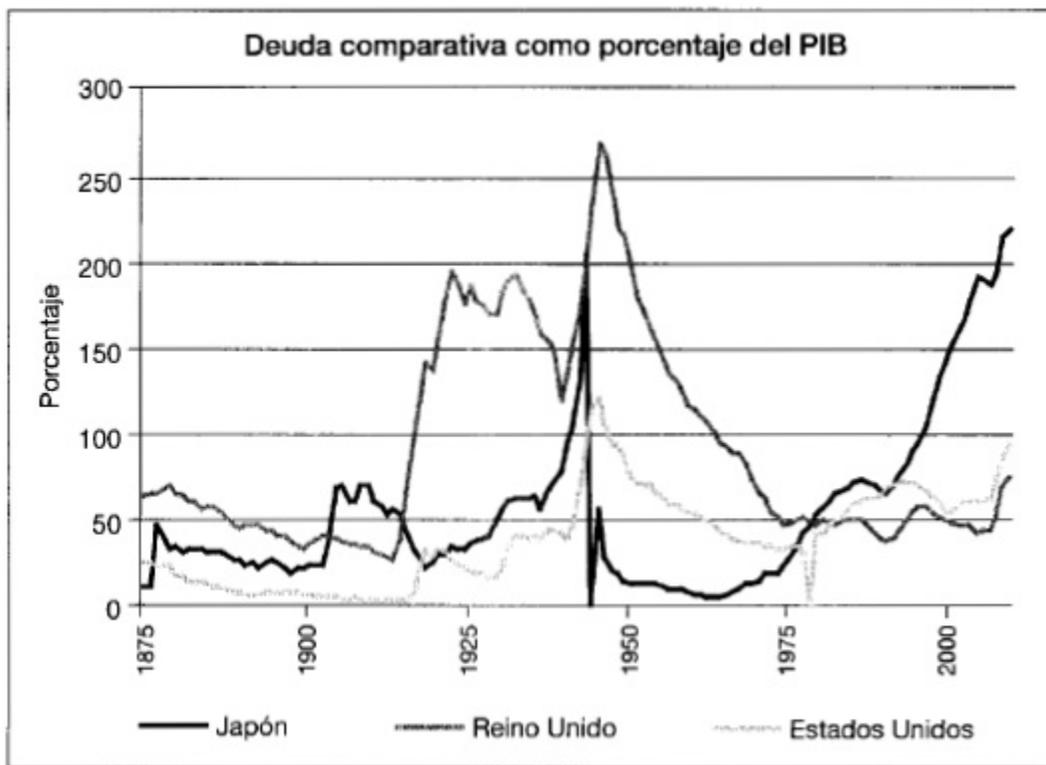
Ahora bien, ¿se acaba aquí la historia? Pues esto parece funcionar así para Estados Unidos, pero ¿qué podemos decir de Grecia o Italia? Se hallan aún más distantes de cualquier recuperación, pero sus tasas de interés se han disparado. ¿Por qué?

La respuesta detallada la presentaré en el capítulo 10, donde analizaré con profundidad la cuestión de Europa. Pero veamos aquí un breve resumen.

En mi respuesta a Ferguson, citada más arriba, el lector habrá notado que yo admitía que el conjunto del endeudamiento podía suponer un problema. Ahora bien, no era porque, en algún momento a corto plazo, el endeudamiento del gobierno estadounidense vaya a competir con el sector privado en la búsqueda de fondos, sino porque una deuda suficientemente elevada puede hacer que se dude de la solvencia de un gobierno y, por lo tanto, quizá los inversores ya no quieran comprar sus bonos por temor a un futuro impago. El miedo al impago es precisamente lo que sub-yace a las elevadas tasas de interés de parte del endeudamiento europeo.

Así pues, con respecto a Estados Unidos: ¿hay riesgo de mora?, ¿es posible que se lo considere en situación de riesgo en un futuro próximo? La historia apunta que no: aunque el déficit y el endeudamiento de Estados Unidos son colosales, también lo es la economía del país; y en comparación con las dimensiones de esa enorme economía, nuestro nivel de deuda no llega al de numerosos países que han solicitado más préstamos, relativamente, sin despertar el pánico del mercado de bonos. La forma habitual de baremar la deuda de un gobierno nacional es dividir ese endeudamiento por el PIB del país (el valor total de bienes y servicios que su economía produce en un año). La figura de la página siguiente muestra, en porcentajes del PIB, la historia del nivel de endeudamiento de los gobiernos de Estados Unidos, Reino Unido y Japón; aunque la deuda de Estados Unidos ha subido mucho recientemente, sigue estando en niveles inferiores a los que ha ascendido en el pasado y muy por debajo de los niveles en los que ha vivido Reino Unido durante gran parte de su historia moderna. Y todo ello, sin enfrentarse nunca a un ataque de los «vigilantes» del mercado de bonos.

También hay que prestar atención al caso de Japón, cuya deuda se ha ido elevando desde los años noventa. Al igual que Estados Unidos en la actualidad, desde hace diez años o más se ha ido repitiendo una y otra vez que Japón se enfrentaba a una inminente crisis de su deuda; pero la crisis no ha llegado y sigue sin llegar, con una tasa de interés, para los bonos japoneses a 10 años, que actualmente se mueve en torno al 1 por 100.



El nivel de endeudamiento de Estados Unidos es alto, pero no tanto en términos históricos.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Los inversores que apostaron a un próximo incremento de las tasas de interés japonesas perdieron mucho dinero, hasta el punto de que especular con los bonos gubernamentales japoneses se dio en llamar «comerciar con la muerte». Los que hemos estudiado el caso de Japón teníamos bastante claro qué pasaría cuando Standard & Poor's rebajó la calificación de Estados Unidos el año pasado: en resumen, nada. Pues S&P ya rebajó la calificación de Japón en 2002, con una similar falta de efecto.

Pero ¿qué ocurre con Italia, España, Grecia e Irlanda? Como veremos, ninguno de estos países se halla tan endeudado como lo estuvo Gran Bretaña durante gran parte del siglo xx, o como ahora lo está Japón; y sin

embargo, ciertamente estos países sí se enfrentan a un ataque de los «vigilantes» de bonos. ¿Cuál es la diferencia?

La respuesta —aunque necesitará mucha más explicación— es una cuestión que resulta clave: si un país solicita los préstamos en su propia moneda o en la de otros. Gran Bretaña, Estados Unidos y Japón se endeudan en su propia moneda: la libra, el dólar y el yen. En cambio, Italia, España, Grecia e Irlanda carecen de moneda específica, en este momento, y su deuda se expresa en euros; lo cual, según se ha demostrado, la torna extremadamente vulnerable a los ataques de pánico.

Volveremos sobre la cuestión.

¿Y LA CARGA DE LA DEUDA?

Supongamos que los «vigilantes» del mercado de bonos no están a punto de aparecer y provocar una crisis. Aun así, ¿no deberíamos inquietarnos por la carga que supone la deuda que estamos dejando para el futuro? La respuesta es un decidido «sí, pero». Sí, la deuda en la que estamos incurriendo ahora, mientras intentamos lidiar con las consecuencias de una crisis financiera, supondrá una carga para el futuro. Pero esta carga es muy inferior a lo que sugiere la encendida retórica de los alarmistas del déficit.

La clave que debemos tener en mente es que los aproximadamente 5 billones de dólares por los que Estados Unidos se ha endeudado desde que empezó la crisis, y los billones que sin duda solicitaremos antes de que termine este asedio económico, no se tienen que devolver con rapidez; de hecho, ni siquiera sería preciso devolverlos. Pues no supondría ninguna tragedia que la deuda continuara aumentando, a condición de que lo haga más lentamente que la inflación y el crecimiento económico.

Para ejemplificar este punto, piénsese en lo que ocurrió con los 241.000 millones de dólares que el gobierno de Estados Unidos debía al terminar la segunda guerra mundial. Es una cifra que no parece gran cosa, para los criterios actuales, pero entonces el dólar valía mucho más y la economía era

mucho más pequeña, por lo que aquella cifra equivalía a cerca del 120 por 100 del PIB (mientras que la deuda conjunta de los gobiernos federal, estatal y local, a finales de 2010, supone el 93,5 por 100 del PIB).

¿Cómo se pagó esa deuda? No se pagó.

En su lugar, el gobierno federal trabajó con presupuestos relativamente equilibrados durante los años siguientes. En 1962, la cantidad debida era muy similar a la de 1946. Pero el porcentaje de deuda, en relación con el PIB, había caído el 60 por 100, gracias al efecto conjunto de una inflación suave y un crecimiento económico muy notable. Y la relación de deuda y PIB siguió cayendo a lo largo de los años sesenta y setenta, aun a pesar de que, en aquella época, el gobierno estadounidense tendió a trabajar con cierto déficit. Solo cuando el déficit se incrementó mucho más, bajo el gobierno de Ronald Reagan, la deuda empezó a crecer más rápido que el PIB.

Bien, consideremos ahora qué implica todo esto para el futuro, en cuanto a la carga que supondrá la deuda. No será preciso cancelar todo ese endeudamiento; lo único que se requerirá será pagar un interés suficiente para que la deuda crezca significativamente más despacio que la economía.

Una forma de hacerlo sería pagar suficiente interés para que el valor real de la deuda (su valor con los ajustes por inflación) permanezca constante; esto significaría que el porcentaje de la deuda en relación con el PIB caería de forma constante, a medida que crezca la economía. Para hacer tal cosa, tendríamos que pagar el valor de la deuda multiplicado por la tasa de interés real (la tasa de interés menos la inflación). Y al tiempo que esto ocurre, Estados Unidos vende «valores protegidos frente a la inflación» que, automáticamente, compensan la inflación, por lo que las tasas de interés de estos bonos nos indican la tasa de interés real que se espera tengan los bonos ordinarios.

Ahora mismo, la tasa de interés real, para los bonos a 10 años —el valor habitual para reflexionar sobre estas cuestiones— se sitúa ligeramente por debajo del cero. Bien, sin duda es algo que refleja la difícil situación de la economía y, tarde o temprano, aumentará. Así pues, sería más conveniente usar la tasa de interés real que imperó antes de la crisis, que era próxima al

2,5 por 100. Preguntémosnos, pues: ¿qué carga supondría la deuda de 5 billones de dólares adicionales, que el gobierno ha suscrito desde el principio de la crisis, si tuviera que pagar a cambio este interés?

La respuesta es: 125.000 millones de dólares por año. Puede parecer mucho, pero en una economía de 15 billones de dólares, no es ningún gran porcentaje del ingreso nacional. El resumen es que la deuda supone una carga, claro está; pero que ni siquiera las cifras de endeudamiento de aspecto descomunal suponen un problema como el que se suele denunciar. Y una vez se ha comprendido esta cuestión clave, también se comprende por qué ha sido un gran error dejar de centrarse en el empleo y ocuparse solo de los déficits.

CENTRARSE EN EL DÉFICIT A CORTO PLAZO ES UNA NECEDAD

Cuando el discurso político pasó de preocuparse por el empleo a hacerlo por el déficit —como ocurrió en buena medida, según hemos visto, a finales de 2009, con la participación activa del gobierno de Obama—, esto se tradujo en dos movimientos: por un lado, dejaron de presentarse nuevas propuestas de estímulo; por otro lado, se tomaron iniciativas de recorte de gastos. Muy especialmente, los gobiernos locales y estatales se vieron obligados a emprender tijeretazos drásticos cuando se terminaron los fondos de estímulo, recortando la inversión pública y despidiendo a cientos de miles de maestros de escuela. Y como el déficit presupuestario seguía siendo cuantioso, aún se exigió aumentar los recortes.

¿Tiene esto algún sentido, desde el punto de vista económico?

Piénsese en el impacto económico de recortar el gasto en 100.000 millones de dólares cuando la economía se encuentra metida en una trampa de liquidez (lo que supone, por recordarlo una vez más, que la economía se mantiene en depresión aun cuando las tasas de interés que la Reserva Federal puede controlar son efectivamente de cero, por lo que la Reserva no puede continuar reduciendo los tipos para compensar el efecto negativo del

recorte en las inversiones). Como hemos visto, el gasto son los ingresos, por lo que la reducción de la compra gubernamental supone la reducción directa del PIB en ese mismo valor, 100.000 millones de dólares. Y con ingresos más bajos, la gente recortará igualmente su propio gasto, lo cual supondrá futuros descensos de los ingresos, y esto nuevos recortes, etcétera.

Hagamos aquí una breve pausa, pues algún lector objetará de inmediato que el menor gasto del gobierno también supone aligerar la carga que el endeudamiento supone para el futuro. ¿Sería posible, entonces, que el sector privado gastara más, y no menos? ¿Podría ocurrir que el recorte en el gasto gubernamental incrementara la confianza y esto, tal vez, incluso abriera la puerta de la expansión económica?

Hay voces influyentes que han defendido este punto de vista, que ha dado en llamarse «doctrina de la austeridad expansiva». Hablaré sobre esto con cierto detalle en el capítulo 11, y en particular de cómo ha llegado a dominar los análisis en Europa. Pero cabe anticipar que ni la doctrina ha demostrado ser lógica, ni las supuestas pruebas aportadas en su defensa se han sostenido. Las políticas de contracción suponen, en la práctica, una contracción.

Dicho esto, volvamos a nuestro relato. Recortar 100.000 millones de dólares de gasto mientras estamos en una trampa de liquidez provocará un descenso del PIB, tanto por la reducción en las compras gubernamentales como, indirectamente, porque la debilidad económica provocará recortes privados. Se han hecho muchos estudios empíricos sobre estos efectos, desde el estallido de la crisis, y nos sugieren que, al final, habrá un decremento del PIB de por lo menos 150.000 millones de dólares.

Esto nos indica, con toda claridad, que 100.000 millones de dólares de recorte del gasto no supondrán reducir nuestra deuda futura en esos 100.000 millones de dólares, puesto que una economía más débil generará menos rentas (y también obligará a incrementar el gasto en los programas de ayuda social, como los vales de alimentación y prestaciones por desempleo). De hecho, es muy probable que la reducción neta del endeudamiento no supere siquiera la mitad del recorte anunciado del gasto.

Aun así, dirá quizá el lector, esto también serviría para mejorar el panorama fiscal a largo plazo. Pero no es necesariamente así. La condición deprimida de nuestra economía no solo está causando muchas penalidades a corto plazo, sino que también tiene un efecto corrosivo sobre nuestras perspectivas a largo plazo. Los trabajadores que llevan mucho tiempo sin trabajo pueden perder su capacitación o, al menos, comenzar a ser percibidos como inadecuados para un nuevo puesto. Los licenciados universitarios que no hallan empleos que utilicen lo que han aprendido quizá se vean condenados para siempre a desarrollar trabajos de baja categoría a pesar de su formación. Como las empresas no están ampliando su capacidad productiva por la falta de clientes, la economía sufrirá limitaciones de capacidad tan pronto como empiece, por fin, una verdadera recuperación. Y todo lo que favorezca la depresión económica agravará aún más estos problemas y reducirá las perspectivas de la economía tanto a largo como a corto plazo.

Bien, ahora pensemos en qué supone esto para el futuro fiscal: incluso si los recortes reducen en cierta medida el endeudamiento futuro, también es probable que reduzcan los futuros ingresos, por lo que nuestra capacidad de sostener el endeudamiento actual —según la mide, por ejemplo, la relación del endeudamiento con el PIB— quizá termine fallando. El intento de mejorar la perspectiva fiscal por la vía de recortar los gastos en una economía deprimida puede terminar siendo contraproducente incluso en el más estricto sentido fiscal. Y esto no es ninguna posibilidad descabellada; según estudiosos serios del Fondo Monetario Internacional, que han analizado los datos, es una posibilidad real.

Desde el punto de vista de las decisiones políticas, realmente no importa si la austeridad, en una economía deprimida, perjudica literalmente la posición fiscal de un país. Todo lo que necesitamos saber es que, en tiempos como los actuales, un recorte fiscal apenas compensa (si es que llega a compensar) y a cambio supone un gran coste. Desde luego, los presentes son malos tiempos para obsesionarse con los déficits.

Pero incluso con todo lo que he dicho, hay un argumento retóricamente efectivo con el que todos los que intentamos combatir la obsesión

antidéficit nos topamos una y otra vez. Y necesita respuesta.

¿PUEDE LA DEUDA CURAR UN PROBLEMA CREADO POR LA DEUDA?

Uno de los argumentos habituales en contra de una política fiscal en la situación actual parece razonable. Dice más o menos lo siguiente: «Vosotros mismos afirmáis que esta crisis es fruto de un endeudamiento excesivo. Bien, ahora decís que la respuesta supone endeudarse todavía más. Es imposible que eso tenga sentido».

En realidad, sí puede ser. Pero para explicarlo es preciso tanto pensar con atención como echar un vistazo a la historia precedente.

Es cierto que personas como yo creemos que la depresión en que nos hallamos se debió, en buena medida, al incremento del endeudamiento familiar, que preparó el terreno para un «momento de Minsky» en el que las familias, muy endeudadas, se vieron obligadas a recortar mucho sus gastos. En tal situación, ¿cómo puede ser la deuda una parte de la respuesta política idónea?

La cuestión clave es que este argumento en contra del déficit, implícitamente, parte de la idea de que la deuda es deuda, en el sentido de que no importa *quién* debe el dinero. Pero esto no puede ser verdad; de ser así, para empezar, ni siquiera tendríamos un problema. A fin de cuentas, según una primera aproximación, la deuda es dinero que nos debemos a nosotros mismos; en efecto, Estados Unidos debe dinero a China, etc., pero como vimos en el capítulo 3, esto no está en la raíz del problema. Si se deja a un lado el componente exterior, o si se mira el mundo en su conjunto, el nivel general de endeudamiento no se diferencia del valor neto total: el pasivo de una persona es el activo de otra.

De ello se deriva que el nivel de endeudamiento solo importa si importa la distribución del valor neto; si hay actores muy endeudados que se enfrentan a diversas restricciones impuestas por actores con bajo endeudamiento. Y esto significa que no toda la deuda se crea igual; por eso,

el hecho de que algunos actores soliciten dinero prestado ahora puede contribuir a curar problemas causados por el endeudamiento excesivo de otros actores en el

Piénsese en ello como sigue: cuando la deuda sube, no se trata de que la economía en su conjunto esté solicitando más dinero. Es más bien un caso de personas menos pacientes —que, por la razón que sea, prefieren gastar pronto y sin demora— que piden prestado a personas más pacientes. El límite principal a esta clase de préstamos es la inquietud que puedan sentir los prestamistas más pacientes sobre la futura devolución de la deuda, lo que impone cierta clase de techo sobre la capacidad de endeudamiento de cada cual.

Lo que sucedió en 2008 fue una súbita revisión a la baja de estos techos. Esta revisión a la baja ha obligado a los deudores a cancelar sus deudas con rapidez, lo que supone gastar mucho menos. Y el problema es que los acreedores no reciben ningún incentivo equivalente para gastar más. Las tasas de interés bajas son una ayuda, pero, dada la gravedad de la «conmoción por desapa-lancamiento», ni siquiera un tipo del cero es suficientemente bajo como para lograr que ellos rellenen el hueco dejado por el hundimiento de la demanda de los deudores. El resultado de todo ello no es tan solo una economía en depresión: los bajos ingresos y la baja inflación (o incluso deflación) dificultan mucho más que los deudores resuelvan su deuda.

¿Qué se puede hacer? Una respuesta es hallar alguna forma de reducir el valor real de la deuda. Un programa de alivio de la deuda podría servir; también la inflación, si se pudiera lograr, que tendría dos efectos: posibilitaría contar una tasa de interés real en negativo y, además, por sí sola iría erosionando la deuda pendiente. Sí, en cierto sentido, puede decirse que esto supondría una recompensa para los excesos pasados; pero la economía no es una obra de teatro moral. Retomaré la cuestión de la inflación en el próximo capítulo.

¡Ah!, y por volver un momento a la idea que exponía antes, respecto de que no toda la deuda era igual: sí, el alivio a la deuda reduciría los activos de los acreedores al mismo tiempo, y por la misma cantidad, en que reduce

los pasivos de los deudores. Pero como los deudores se están viendo obligados a recortar el gasto, y los acreedores no, se trata de un positivo neto para el gasto a escala de la economía en su conjunto.

Ahora bien, ¿qué ocurre si no se puede contar ni con la inflación ni un alivio suficiente de la deuda, ya sea por falta de posibilidad o de voluntad?

Bien, supongamos que entra en acción un tercero: el gobierno. Supongamos que puede pedir dinero prestado durante un tiempo y emplear este dinero para construir cosas útiles, como por ejemplo túneles bajo el río Hudson. El verdadero coste social de estas cosas será muy bajo, porque el gobierno estará haciendo trabajar recursos que, de otro modo, quedarían sin uso. Y ello también facilitaría que los deudores cancelaran sus deudas; si el gobierno mantiene su gasto el tiempo necesario, puede hacer que los deudores lleguen a un punto en el que ya no se vean obligados a devolver la deuda con urgencia; y ya no se requerirá más gasto deficitario para lograr el pleno empleo.

En efecto, con eso la deuda privada habría sido sustituida en parte por la deuda pública; pero lo crucial es que el endeudamiento se habrá alejado de los actores cuya deuda está causando perjuicios económicos, de modo que los problemas de la economía se habrán reducido aun a pesar de que el nivel general de endeudamiento no habrá bajado.

En resumen, pues: aunque el argumento de que la deuda no puede curar la deuda sonaba razonable, en realidad es falso. Muy al contrario, sí que puede; y la alternativa es un período prolongado de debilidad económica que, en la práctica, solo contribuye a que el problema de la deuda sea más difícil de resolver.

Ciertamente, hasta aquí no hemos pasado de las hipótesis. ¿Hay ejemplos en el mundo real? Sin duda, los hay. Pensemos en lo que ocurrió tanto durante la segunda guerra mundial como después de que esta terminara.

Siempre se ha tenido claro por qué la segunda guerra mundial libró a la economía estadounidense de la Gran Depresión: el gasto militar resolvió, con tremenda intensidad, el problema de la demanda inadecuada. Ya no es tan evidente por qué, cuando la guerra acabó, Estados Unidos no volvió a

caer en recesión. En aquel momento, muchos creyeron que recaería. Recuérdense el caso famoso de Montgomery Ward, antaño el minorista más importante del país, que entró en decadencia en la posguerra porque su jefe ejecutivo optó por acumular reservas, ante el temor a que la Depresión renaciera, y cedió el terreno a los rivales que capitalizaron la gran explosión posbélica.

Pero ¿por qué no volvió la Depresión? Una respuesta probable es que la expansión de los años de guerra —junto con una inflación muy notable, durante la guerra y sobre todo justo después— redujo sobremanera la carga del endeudamiento familiar. Los trabajadores que ganaban buenos salarios durante la guerra, aunque en mayor o menor medida no podían firmar nuevos préstamos, terminaron con una deuda muy reducida, en relación con los ingresos; y esto les dejó en libertad de suscribir nuevos préstamos, ahora sí, e invertir en casas nuevas de las zonas residenciales extraurbanas. Hubo una explosión de consumo, cuando el gasto militar se redujo; y en la economía de posguerra, más fuerte, el gobierno también dejaría que el crecimiento y la inflación redujeran su endeudamiento en relación con el PIB.

En suma: la deuda que el gobierno suscribió para librar la guerra representó, de hecho, la solución a un problema causado por un exceso de endeudamiento privado. Así, el eslogan de que la deuda no puede resolver un problema de deuda, por convincente que pueda sonar, es simplemente falso.

¿POR QUÉ LA OBSESIÓN CON EL DÉFICIT?

Acabamos de ver que el «paso» del empleo al déficit, según se produjo en Estados Unidos (y, como veremos, en Europa) ha supuesto un gran error. El alarmismo frente al déficit se apoderó del debate; e incluso ahora sigue ocupando una posición predominante.

Esto, sin duda, requiere de cierta explicación, que pronto ofreceré. Pero antes de llegar a este punto, quiero analizar otro gran miedo que ha tenido

un gran impacto sobre el discurso económico, por mucho que los hechos lo rebaten una y otra vez: el miedo a la inflación.

Inflación: la amenaza fantasma

PAYNE: Y tú, Peter, ¿qué crees que pasará con la inflación? ¿Crees que la inflación será el gran tema de 2010?

SCHIFF: Pues bien, mira, yo sé que la inflación va a empeorar en 2010. O se descontrolará ahora o lo hará en 2011 o 2012, pero yo sé que muy pronto vamos a sufrir una grave crisis de inflación. Va a eclipsar la crisis financiera y disparará los precios del consumo de una forma exagerada, igual que las tasas de interés y el desempleo.

PETER SCHIFF, economista
«austeríaco», en conversación con el
locutor político Glenn Beck,
28 de diciembre de 2009

LA HISTORIA DE ZIMBABUE Y WEIMAR

Durante los últimos años —y especialmente, desde luego, desde que Barack Obama asumió la presidencia—, las ondas radiofónicas y las páginas de opinión se han llenado de alertas de que estamos a punto de sufrir una inflación atroz. Y no solo la inflación: se predice que Estados

Unidos padecerá una auténtica hiperinflación y seguirá los pasos ora de la moderna Zimbabue, ora de la Alemania de Weimar, en la década de 1920.

El sector derecho del espectro político estadounidense ha dado plena credibilidad a este temor a la inflación. Ron Paul, quien se define a sí mismo como partidario de la escuela económica austriaca y tiene la costumbre de proclamar alertas apocalípticas sobre la inflación, dirige el subcomité de la Cámara de Representantes sobre política monetaria; y el hecho de que fracasara en sus aspiraciones presidenciales no debería oscurecer que ha tenido éxito al convertir su ideología económica en la ortodoxia del Partido Republicano. Así, los congresistas republicanos reprochan a Ben Bernanke que haya «degradado» el dólar; y los candidatos republicanos a la presidencia compiten entre sí en denunciar con la mayor vehemencia las supuestas políticas inflacionarias de la Reserva Federal. (El premio se lo ha llevado Rick Perry, al advertir al presidente de la Reserva de que «en Texas lo vamos a tratar muy mal» si emprende cualquier otra iniciativa de expansión.)

Y no se trata solo de los más excéntricos. El alarmismo sobre la inflación también lo han practicado economistas conservadores con credenciales respetadas. Así, Allan Meltzer, conocido monetarista e historiador de la Reserva Federal, envió este mal augurio desde las páginas del *New York Times*, el 3 de mayo de 2009:

La tasa de interés controlada por la Reserva Federal es prácticamente cero; y el enorme incremento en las reservas bancadas —causado por las adquisiciones de bonos e hipotecas por parte de la Reserva— sin duda causará una inflación grave, si se permite que continúe ...

Ningún país que —como el nuestro en la actualidad— se enfrente a colosales déficits presupuestarios, un rápido incremento en la oferta de dinero y la perspectiva de una devaluación monetaria sostenida ha

experimentado nunca una deflación. Estos factores son heraldos de la inflación.

Pero Meltzer se equivocaba. Dos años y medio después de su advertencia, la tasa de interés controlada por la Reserva Federal sigue próxima al cero; la Reserva ha continuado comprando bonos e hipotecas y, con ello, incrementando las reservas bancarias; y los déficits presupuestarios han seguido siendo enormes. Sin embargo, la tasa de inflación media, en este período, ha sido solo del 2,5 por 100; y si excluimos los volátiles precios de la alimentación y la energía —según recomendaba hacer el propio Meltzer—, entonces la inflación media ha sido solo del 1,4 por 100. Son niveles de inflación que se mueven por debajo de la media histórica. En particular, con el gobierno de Obama la inflación ha sido muy inferior a lo que los economistas liberales solían ensalzar con entusiasmo: la inflación que se vivió en el supuestamente paradisiaco segundo mandato de Ronald Reagan, el del «amanecer en América».

Además, había gente como yo que sabíamos que ocurriría así: que mientras la economía estuviera en depresión, no habría una inflación galopante. Lo sabíamos tanto por la teoría como por la historia: desde 2000, Japón ha combinado déficits muy importantes con un crecimiento monetario rápido, en una economía deprimida; y lejos de experimentar una inflación elevada, ha seguido atascado en la deflación. Para ser sincero, por mi parte pensé que quizá ahora nos veríamos en situación de deflación real; en el próximo capítulo analizaré por qué no ha sido así. Como fuere, se ha confirmado la predicción de que las acciones de la Reserva Federal, que se tildaba de inflacionarias, de hecho no provocarían un ascenso de la inflación.

Ahora bien, la alerta de Meltzer sonaba razonable, ¿no? Si la Reserva Federal imprimía grandes cantidades de dinero —pues, a grandes rasgos, esa es la manera en la que paga todos los bonos e hipotecas que adquiere— y el gobierno federal asume déficits presupuestarios de más de un millón de dólares, ¿por qué no vemos un fuerte incremento inflacionario?

La respuesta está en la depresión económica; más específicamente, en lo que confío que vaya siendo un concepto familiar, el de la trampa de liquidez, en la cual ni siquiera las tasas de interés a cero son suficientemente bajas como para inducir a un gasto tal que restaure el pleno empleo. Cuando un país no se halla inmerso en una trampa de liquidez, entonces imprimir mucho dinero resulta en efecto un factor inflacionario. Pero cuando uno está en la trampa, no lo es; de hecho, la cantidad de dinero que imprime la Reserva resulta prácticamente irrelevante.

Hablemos por un momento de conceptos básicos y miremos luego qué ha pasado en realidad.

DINERO, DEMANDA E INFLACIÓN (O SU AUSENCIA)

Todo el mundo sabe que, por norma general, imprimir grandes cantidades de dinero produce inflación. Pero ¿cómo funciona eso, exactamente? Responder a esta pregunta es clave para comprender por qué *no* funciona así en las circunstancias actuales.

Primero, lo primero: la Reserva Federal no imprime dinero por sí misma, aunque sus iniciativas pueden hacer que el Tesoro lo imprima. Lo que sí hace la Reserva, cuando así lo decide, es comprar activos; normalmente, se trata de letras del Tesoro (deuda gubernamental) a corto plazo, pero últimamente también ha adquirido una variedad mucho mayor de activos. También hace préstamos directos a los bancos, pero esto, de hecho, supone lo mismo; basta con pensar en ello como una adquisición de tales préstamos. El aspecto crucial es *dónde* consigue la Reserva Federal los fondos con los que compra activos. Y la respuesta nos dice que los crea de la nada. La Reserva habla con, pongamos, Citibank y le ofrece comprar letras del Tesoro por valor de 1.000 millones de dólares. Cuando Citi acepta la oferta, transfiere la propiedad de las letras a la Reserva y, a cambio, la Reserva otorga a Citi créditos por valor de 1.000 millones de dólares en la cuenta de reserva que Citi, como todos los bancos comerciales, mantiene en la Reserva. (Los bancos pueden usar estas cuentas de reserva de un modo

muy similar al resto de cuentas bancarias; pueden emitir cheques y también pueden retirar fondos en metálico, si es lo que desean sus clientes.) Y detrás de este crédito no hay nada; la Reserva tiene el derecho exclusivo a conjurar dinero de modo que empiece a existir cuando esta lo decida.

¿Qué ocurre a continuación? En tiempos normales, Citi no quiere dejar sus fondos en una cuenta de reserva, sin movimiento, de forma que apenas le producen interés (si algo le rentan), por lo que retira los fondos y los presta a otros. En su mayoría, los fondos prestados regresan a Citi o a otro banco; en su mayoría, pero no todos, porque al público le gusta retener parte de su riqueza en forma de dinero contante, vaya, de trocitos de papel con el retrato de los presidentes difuntos. En cuanto a los fondos que sí vuelven a los bancos, pueden prestarse de nuevo, etcétera.

Aun así, ¿cómo se traduce esto en inflación? No de una manera directa. El bloguero Karl Smith ha acuñado un término útil: «inflación immaculada», con el que se refiere a la creencia de que imprimir dinero, de algún modo, eleva los precios por medios que superan a las fuerzas normales de la oferta y la demanda. No es así como funciona. Las empresas no deciden elevar los precios porque la oferta de dinero se ha incrementado; lo hacen porque la demanda ha subido y creen que pueden incrementar los precios sin perder demasiadas ventas. Los trabajadores no solicitan sueldos más elevados porque han leído artículos sobre la expansión del crédito, sino que buscan pagas mayores porque hay más puestos de trabajo disponibles y esto ha favorecido su poder de negociación. Así, la razón de que «imprimir dinero» —en realidad, que la Reserva Federal compre activos con fondos creados de la nada, lo que no está tan lejos— pueda causar inflación es que la expansión del crédito que estas adquisiciones de la Reserva ponen en marcha comporta gastos más elevados y una demanda superior.

Y esto ya dice, directamente, que el modo en que imprimir dinero causa inflación es a través de un auge que hace que la economía se caliente de más. Sin auge no hay inflación; si la economía se mantiene deprimida, no hay que inquietarse por las consecuencias inflacionarias de crear dinero.

Bien, alguien preguntará aquí por la «estanflación», infame condición en la que se combinan la inflación y un desempleo elevado. En efecto, a

veces ocurre. Los «choques de la oferta» —provocados por factores como cosechas fallidas o embargos de petróleo— pueden hacer que los precios de las materias primas asciendan incluso cuando la economía, en general, se halla en depresión. Y estos incrementos de precio, a su vez, pueden causar una inflación más general si muchos trabajadores tienen contratos con revisiones salariales vinculadas al coste de la vida, tal como era habitual en los años setenta, la década de la estanflación. Pero en la economía estadounidense del siglo xxi apenas hay contratos de esta índole y, de hecho, hemos tenido varios casos de alza repentina de los precios del petróleo (muy especialmente, en 2007-2008) que elevaron los precios generales del consumo, pero nunca se filtraron a los salarios y, por lo tanto, nunca causaron una espiral de sueldos y precios.

Bien, pese a todo, uno podría imaginar que todas esas adquisiciones de activos por parte de la Reserva Federal podrían haber provocado un auge desbocado y, en consecuencia, un estallido de inflación. Pero es evidente que no ha ocurrido así. ¿Por qué?

La respuesta es que nos hallamos en una trampa de liquidez: la economía se encuentra en depresión aun a pesar de que las tasas de interés a corto plazo son prácticamente de cero. Esto produce un cortocircuito en el proceso por el que las compras de la Reserva suelen causar una explosión y, tal vez, inflación.

Piénsese en lo que acabo de decir sobre la cadena de acontecimientos iniciada cuando la Reserva Federal compra un grupo de bonos a los bancos, y paga estos bonos dando crédito a los bancos en sus cuentas de reserva. En tiempos normales, los bancos no quieren que los fondos permanezcan ahí, sin movimiento, sino que desean prestarlos a terceros. Pero no vivimos en tiempos normales. Los activos seguros no rentan prácticamente nada, tan cerca del cero están; así un préstamo seguro apenas tendrá rendimiento; y en tales circunstancias, ¿para qué prestar? Sigue habiendo préstamos inseguros, por ejemplo a empresas o compañías de perspectivas algo arriesgadas, por los que se pagan tasas de interés más elevadas. Pero se trata de préstamos que, en fin, no son seguros.

Así, ahora, cuando la Reserva Federal compra activos dando crédito a las cuentas de reserva de los bancos, por lo general los bancos optan por dejar los fondos ahí, sin movimiento. La figura de la página 169 muestra el valor total de estas cuentas bancarias a lo largo del tiempo: pasan de ser insignificantes a ser descomunales, tras la caída de Lehman, lo que no es sino otra forma de decir que las grandes sumas «impresas» por la Reserva no han ido, de hecho, a ninguna parte.

Llegados a este punto, entiendo que vale la pena apuntar que esto no supone que las adquisiciones de activos realizadas por la Reserva Federal hayan sido inútiles. En los meses posteriores a la caída de Lehman, la Reserva hizo préstamos cuantiosos a bancos y otras instituciones financieras que, probablemente, ayudaron a evitar que el pánico bancario fuera aún mayor que el que sufrimos en realidad.



Las reservas bancarias han subido mucho desde que la Reserva Federal empezó a actuar, pero sin causar inflación.

Fuente: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal

Entonces la Reserva entró en el mercado de los pagarés, que las empresas emplean para la financiación a corto plazo; y ayudó a mantener el comercio en funcionamiento, en un momento en el que, probablemente, los bancos no habrían ofrecido los fondos necesarios. En suma, la Reserva tomaba iniciativas que, según podemos ver, impidieron que la crisis financiera fuera mucho peor. Lo que no hizo, sin embargo, fue adoptar acciones que disparasen la inflación.

Habrán lectores de mi país que, en este momento, protesten y digan: «Sí estamos sufriendo una inflación elevada». ¿Es así? Hablemos de lo que dicen las cifras.

¿CUÁN ALTA ES LA INFLACIÓN, EN REALIDAD?

¿Cómo se mide la inflación? La primera escala, como debería ser, nos lleva al índice de precios al consumo, que en Estados Unidos es responsabilidad de la Agencia de Estadística Laboral y calcula el coste de una cesta de bienes y servicios que, se supone, representa la compra de un hogar típico. ¿Qué nos dice el IPC?

Bien, supongamos que empezamos en septiembre de 2008, el mes de la caída de Lehman; y, no por coincidencia, el mes en que la Reserva Federal comenzó con sus compras de activos a gran escala (es decir, empezó a «imprimir dinero» en grandes cantidades). Durante los tres años posteriores, los precios del consumo subieron el increíble total del 3,6 por 100, es decir, el 1,2 por 100 anual. No se percibe aquí la «grave inflación» que muchos predecían, ni menos parece constatarse que Estados Unidos se haya azimbabuado.

Ahora bien, el índice de la inflación no ha sido constante a lo largo del período. En el primer año posterior a Lehman, de hecho, los precios cayeron el 1,3 por 100; en el segundo, subieron un 1,1 por 100; y en el tercero, aumentaron un 3,9 por 100. ¿Acaso está despegando la inflación?

En realidad, no. A principios de 2012, la inflación estaba frenándose, claramente; en los seis meses previos, la inflación media, medida según el índice anual, había sido de tan solo el 1,8 por 100; y los mercados parecían esperar que la inflación se mantendría baja en adelante. Y esto no supuso ninguna sorpresa para muchos economistas, incluido yo (o Ben Bernanke). Pues siempre hemos mantenido que el ascenso de la inflación que se produjo a finales de 2010 y en la primera mitad de 2011 fue un problema temporal, reflejo de un aumento pasajero de los precios mundiales del crudo y otros productos; y que no había en marcha ningún proceso inflacionario real, y tampoco ningún gran aumento de la inflación subyacente en los Estados Unidos.

Pero ¿qué quiero decir con «inflación subyacente»? En torno del concepto de «inflación básica» o «subyacente» hay bastante confusión, por lo cual creo que convendrá aportar aquí alguna aclaración. ¿Por qué necesitamos este concepto, y cómo se debe medir?

Por lo general, la inflación básica se mide eliminando los alimentos y la energía del índice de precios; pero existen varias formas de medición alternativa y todas apuntan al mismo objetivo.

Primero aclararé un par de malentendidos. La inflación básica *>no* se usa para fines tales como calcular los ajustes del coste de la vida para la seguridad social; estos se basan en el IPC normal. Y en cuanto a la gente que dice cosas como: «Es un concepto estúpido; la gente tiene que gastarse el dinero en la comida y el combustible, así que no pueden eliminarse de las cifras de inflación», están marrando el blanco. La inflación básica no se creó con la meta de medir el coste de la vida, sino algo distinto: la inercia inflacionaria.

Pensémoslo así. Algunos precios de la economía fluctúan sin cesar, en respuesta a la oferta y la demanda; los alimentos y los combustibles son los ejemplos más obvios. Ahora bien, muchos precios no fluctúan de este

modo; los establecen compañías que solo tienen unos pocos competidores, o se negocian en contratos a largo plazo, por lo cual solo se revisan en intervalos que van de varios meses a varios años. También muchos salarios se fijan así.

La cuestión crucial, al respecto de estos precios menos flexibles, es que, como no se revisan muy a menudo, se establecen tomando en cuenta la inflación futura. Así, supongamos que debo establecer mis precios para el próximo año y que calculo que el nivel de precios general (que incluye cosas tales como el precio medio de los bienes en competencia) subirá el 10 por 100 a lo largo del año. Entonces, probablemente, fijaré un precio en torno a un 5 por 100 superior a lo que haría si solo tomara en consideración las condiciones actuales.

Pero la historia no acaba aquí: como estos precios que se fijan temporalmente solo se revisan a intervalos, sus revisiones incluyen a menudo una actualización. Supongamos de nuevo que establezco mis precios una vez al año y que hay una tasa de inflación general del 10 por 100. Entonces, cuando vuelva a fijar mis precios, hallaré que probablemente son en torno al 5 por 100 inferiores a lo que «deberían» ser; añádase este efecto a la anticipación de la inflación futura y es probable que yo aumente mis precios un 10 por 100; y lo haré así *incluso si en la actualidad la oferta y la demanda están más o menos equilibradas*.

Bien, ahora imaginemos una economía en la que todo el mundo está haciendo esto. Lo que ello nos indica es que la inflación tiende a perpetuarse a sí misma, salvo que haya un gran exceso bien de oferta, bien de demanda. En particular, una vez que la expectativa de, digamos, una persistente inflación del 10 por 100 se ha quedado «grabada» en la economía, será preciso un período importante de atonía —años de mucho desempleo— para que este porcentaje se reduzca. Un caso claro al respecto es la desinflación de los primeros años ochenta, en la que hizo falta una recesión muy intensa para que la inflación bajara de cerca de un 10 por 100 a cerca de un 4 por 100.

En cambio, un estallido de inflación que no queda grabado en la economía puede decaer con rapidez o incluso invertirse. En 2007-2008

hubo un fuerte incremento de los precios del petróleo y la alimentación, por efecto de una combinación de mal tiempo y demanda creciente de economías emergentes como China, que disparó la inflación (medida por el IPC) hasta el 5,5 por 100. Pero los precios de las materias primas pasaron a caer de nuevo y la inflación entró en valores negativos.

Así, la forma en que se debe reaccionar a una inflación creciente depende de si es algo similar al incremento de 2007-2008 (es decir, algo temporal) o si bien es la clase de incremento inflacionario que parece estar quedando grabado en la economía y será difícil de invertir.

Y si uno ha prestado atención al período comprendido entre el otoño de 2010 y el verano de 2011, habrá visto algo que se parecía mucho, a grandes rasgos, a 2007-2008. Los precios del petróleo y otras materias primas subieron bastante en un período de unos seis meses, debido ante todo, de nuevo, a la demanda de China y otras economías emergentes; pero los indicadores de precios que excluían la alimentación y la energía subieron mucho menos y el crecimiento de los salarios no se aceleró lo más mínimo. En junio de 2011, Ben Bernanke declaró que «no hay datos que prueben que la inflación esté adoptando una base amplia o esté arraigando en nuestra economía; de hecho, los incrementos de precio de un único producto —la gasolina— explican el grueso del reciente aumento de la inflación de los precios al consumo», y a continuación predijo que la inflación se frenaría en los meses subsiguientes.

Desde la derecha, claro, muchas voces lo pusieron en la picota, reprochándole que se tomara la inflación a la ligera. En el bando republicano, prácticamente todos consideraron que el ascenso en los precios de las materias primas no era un factor temporal que estuviera distorsionando las cifras de la inflación general, sino la punta que asomaba de un inmenso iceberg inflacionario; y todo el que se permitía disentir podía esperar una respuesta virulenta. Pero Bernanke estaba en lo cierto: la subida de la inflación era de veras temporal y ya se ha desvanecido.

Solo que ¿podemos confiar en las cifras? Permítanme hacer una digresión más, que de la mano de la inflación nos llevará al mundo de las teorías de la conspiración.

Ante el hecho de que la inflación no se dispara, como se suponía que iba a hacer, los alarmistas tienen varias opciones. Pueden admitir que se han equivocado; pueden hacer caso omiso de los datos; o pueden afirmar que los datos mienten y que los federales están ocultando la cifra de la verdadera inflación. Son muy pocos, que yo haya sabido, los que han elegido la alternativa número uno; mi experiencia, en los últimos diez años de lidiar con expertos y entendidos varios, es que casi nadie admite haberse equivocado sobre nada. Muchos han elegido la segunda alternativa y sencillamente prescinden de sus erróneas predicciones pasadas. Pero un número importante ha buscado refugio en la tercera posibilidad y da crédito a las denuncias de que la Agencia de Estadística Laboral está «cocinando» los datos para esconder la inflación real. Estas denuncias gozaron del apoyo de figuras no poco prominentes cuando Niall Ferguson, el historiador y analista que ya he mencionado en el estudio de los déficits y su impacto, utilizó su columna de *Newsweek* para corroborar la afirmación de que la inflación, en realidad, asciende a cerca del 10 por 100.

¿Cómo podemos saber que esto no es así? Por ejemplo, bastaría con mirar qué hace en realidad la Agencia de Estadística Laboral —que es muy transparente— y comprobar que es razonable. También cabe observar que, si la inflación fuera en verdad del 10 por 100, el poder adquisitivo de los trabajadores se estaría desplomando, hipótesis que no encaja con lo que nos dice la observación; se ha estancado, sí, pero no se desploma. Una solución mejor aún, sin embargo, pasa simplemente por comparar las estadísticas de precios oficiales con los cálculos generados por entidades privadas independientes; muy especialmente, con el «proyecto de los mil millones de precios» del MIT, que basa sus cálculos en la venta por internet. Pues bien, estos cálculos privados, en lo esencial, cuadran con las cifras oficiales.

Por descontado, también podría ser que el MIT formara parte de la conspiración...

Al final, pues, todo ese alarmismo inflacionario ha sido sobre una amenaza inexistente. La inflación subyacente es baja y, como la economía se encuentra en depresión, es probable que sea aún más baja en los años próximos.

Y esto no es un aspecto positivo. Que la inflación esté bajando o, peor aún, que incluso entremos en deflación hará que sea mucho más difícil recuperarse de esta depresión. A lo que deberíamos aspirar es a lo contrario: a una inflación moderadamente más elevada, digamos, por ejemplo, una inflación subyacente de en torno al 4 por 100. (Esta es, dicho sea de paso, la cifra que predominó durante el segundo mandato de Ronald Reagan.)

EN DEFENSA DE UNA INFLACIÓN MÁS ALTA

En febrero de 2010, el Fondo Monetario Internacional publicó un documento escrito por Olivier Blanchard, su economista en jefe, y dos de sus compañeros, bajo un título en apariencia inocuo como el de «Replanteamiento de la política macroeconómica». El contenido del documento, sin embargo, no se parecía mucho a lo que uno esperaría oír del FMI. Era un análisis de conciencia, que ponía en duda los principios sobre los cuales el FMI —y casi todas las personas que habían ocupado posiciones de responsabilidad— habían basado su política durante los últimos veinte años. Lo más notable era que apuntaba que los bancos centrales —como la Reserva Federal o el Banco Central Europeo— quizá habían buscado una inflación demasiado baja; que quizá sería mejor aspirar a una tasa de inflación del 4 por 100, y no el 2 por 100 (o inferior) que se ha convertido en la norma de toda política «sensata».

Muchos quedamos sorprendidos; y no tanto porque Blanchard, un macroeconomista muy destacado, pueda pensar tales cosas, sino por el hecho de que se le permita decir las. Blanchard fue compañero mío en el MIT, durante muchos años, y diría que su punto de vista sobre cómo funciona la economía no se diferencia mucho del mío. Sea como fuere, habla bien del FMI que permita que estas concepciones se expongan en público, aunque no hayan recibido exactamente la aprobación institucional.

Pero ¿por qué necesitamos una inflación más elevada? Como veremos en un minuto, en realidad hay tres razones por las cuales una inflación más alta nos ayudaría, en la situación en que nos encontramos. Pero antes de

llegar ahí, preguntémosnos por los costes de la inflación. ¿Cuán negativo sería que los precios subieran un 4 por 100 anual, en vez de un 2 por 100?

La respuesta, según la mayoría de los economistas que han intentado calcularlo, es que los costes serían poco importantes. Una inflación muy elevada puede causar costes económicos de calado, tanto porque invita a no utilizar el dinero —e impulsa a la gente a retroceder a una economía del trueque— como porque complica mucho la planificación. Nadie quiere minimizar los horrores de una situación similar a la de Weimar, cuando la gente usaba trozos de carbón como dinero y resultaba imposible tanto establecer contratos a largo plazo como dar cuentas responsable e informativamente.

Pero una inflación del 4 por 100 no produce ni la sombra de estos efectos. De nuevo, recuérdese que la tasa de inflación se movió en torno al 4 por 100 durante el segundo mandato de Reagan; y en aquel momento, nadie consideró que fuera un factor particularmente negativo.

En cambio, una tasa de inflación relativamente más elevada podría reportar tres beneficios.

El primero —y en este hacían hincapié Blanchard y sus compañeros— es que una tasa de inflación más alta podría aliviar las limitaciones impuestas por el hecho de que las tasas de interés no pueden bajar por debajo de cero. Irving Fisher —el mismo Irving Fisher que desarrolló el concepto de la deflación por deuda, clave para comprender la depresión en la que estamos— señaló hace ya mucho tiempo que la expectativa de una inflación más elevada, cuando el resto de circunstancias no cambian, hace que solicitar préstamos resulte más atractivo: si los prestatarios creen que podrán devolver sus préstamos en dólares que valdrán menos que los dólares que toman prestados hoy, se mostrarán más dispuestos a endeudarse y gastar sea cual sea la tasa de interés.

En tiempos normales, esta mayor predisposición a gastar se compensa con tasas de interés más altas: en teoría —y, en buena medida, también en la práctica— a una expectativa de inflación más alta se corresponden tasas paralelamente más altas. Pero en este preciso momento nos hallamos en una trampa de liquidez, en la que las tasas de interés, por decirlo así, «quieren»

bajar por debajo del cero; pero no pueden hacerlo porque entonces la gente opta, sencillamente, por retener su dinero. En esta situación, que se espere una inflación más elevada no se traduciría, al menos en un principio, en tasas de interés más altas; de modo que, en la práctica, generaría más préstamos.

Por decirlo con palabras algo distintas (y del modo en que lo dijo el propio Blanchard), si antes de la crisis la inflación rondaba el 4 por 100, y no el 2 por 100, las tasas de interés a corto plazo se habrían movido en torno al 7 por 100, y no al 5 por 100; y la Reserva Federal, por lo tanto, habría tenido mucho más margen que cortar cuando estalló la crisis.

Ahora bien, esta no es la única razón por la que una inflación más elevada resultaría útil. Tenemos también el exceso de deuda pendiente: la demasía de endeudamiento privado que preparó el terreno para el momento de Minsky y la posterior recesión. La deflación —dijo Fisher— puede deprimir una economía al elevar el valor real de la deuda. A la inversa, entonces, la inflación podría ser de ayuda al reducir ese valor real. En el momento actual, los mercados parecen esperar que el nivel de precios en Estados Unidos sea, en 2017, cerca de un 8 por 100 superior a lo que es hoy en día. Si pudiéramos lograr una inflación 4 o 5 puntos porcentuales más elevada —de modo que los precios fueran un 25 por 100 superiores—, el valor real del endeudamiento hipotecario sería sustancialmente menor al que tendrá si se cumplen las expectativas actuales; en consecuencia, la economía habría avanzado mucho más en el camino hacia la recuperación sostenida.

Y aún hay otro argumento más a favor de una inflación más alta, que no resulta de especial importancia para Estados Unidos, pero sí para Europa: los salarios están sujetos a una «rigidez nominal frente a la reducción», lo que es econojerga para el hecho —abrumadoramente constatado por la experiencia reciente— de que los trabajadores son muy reacios a aceptar recortes de salario explícitos. Quien diga: «¡Pues claro que son reacios!», está perdiendo de vista algo importante: los trabajadores son mucho más reacios a aceptar, digamos, que a final de mes les ingresen en su cuenta una cantidad un 5 por 100 inferior a la que recibían, que no a aceptar un ingreso

inalterado cuyo poder adquisitivo, sin embargo, se ve erosionado por la inflación. No pretendo decir con esto que los trabajadores sean necios ni tercos, claro: cuando te piden que aceptes una rebaja en la paga, es muy difícil saber si tu jefe se está aprovechando de ti; y esta es una cuestión que no se plantea cuando hay un incremento del coste de la vida provocado por fuerzas que, a todas luces, escapan al control de tu jefe.

Esta rigidez nominal frente a la reducción —disculpen, a veces la jerga es útil para especificar un concepto en particular— es, probablemente, la razón de que Estados Unidos no haya vivido una deflación real, aun cuando la economía se encuentra deprimida. Hay trabajadores que aún están logrando aumentos de sueldo, por una variedad de razones; y son relativamente pocos los que están viendo reducciones reales de su salario. Por ello, el nivel general de los salarios aún sigue ascendiendo lentamente, pese al enorme desempleo; y esto, a su vez, contribuye a que los precios generales también sigan ascendiendo lentamente.

Esto no representa ningún problema para Estados Unidos. Al contrario, lo último que necesitamos, en este momento, es un descenso general de los salarios, que exacerbaría el problema de la deflación por deuda. Pero, como veremos en el próximo capítulo, supone una dificultad grave para algunas naciones europeas, que necesitan —como el aire que respiran— rebajar sus salarios en comparación con los que se pagan en Alemania. Es un problema terrible; pero un problema que resultaría considerablemente menos terrible si Europa tuviera una inflación del 3 o el 4 por 100, y no el 1 por 100 que los mercados esperan que predomine en los años venideros. Muy pronto volveré sobre esta cuestión.

Bien, el lector quizá se pregunte ahora por qué ansiar esa inflación más alta. Para responder a esto recordemos que la doctrina de la inflación «inmaculada» no tiene sentido: sin explosión económica, no hay inflación. Y ¿cómo podemos lograr ese auge?

Pues bien, para lograr ese objetivo necesitamos combinar un estímulo fiscal fuerte con políticas de apoyo tanto de la Reserva Federal como de las entidades similares de otros países. Llegaremos a este punto más adelante.

Ahora resumamos dónde nos encontramos. Durante los últimos años, hemos estado sometidos a una serie de advertencias alarmistas sobre el peligro de la inflación. Sin embargo, para los que entendían la naturaleza de la depresión en que nos hallamos, estaba claro que estas alertas eran del todo erróneas; y, desde luego, el supuesto estallido inflacionario sigue sin llegar. La realidad es que la inflación, de hecho, es demasiado baja; y en Europa, adonde vamos acto seguido, esto forma parte de una situación extremadamente difícil.

Eurodämmerung: el crepúsculo del euro

Se cumplen ahora diez años desde que un grupo pionero de estados miembros de la Unión Europea dio un paso decisivo y lanzó la moneda única, el euro. Tras muchos años de meticulosos preparativos, el 1 de enero de 1999 el euro pasó a ser la moneda oficial de más de trescientos millones de ciudadanos, en la recién creada zona euro. Y, al cabo de tres años, el día de Año Nuevo de 2002, empezaron a aparecer las brillantes monedas nuevas y los relucientes billetes nuevos: los euros que en los bolsillos y monederos de la gente sustituyeron a doce monedas nacionales.

Ahora, una década después, celebramos la unión económica y monetaria y el euro, y contemplamos cómo se ha cumplido lo que nos prometía.

Se han producido gratos cambios desde que el euro está en circulación: hoy, la zona euro ha crecido hasta incluir 15 países, con la incorporación de Eslovenia en 2007 y Chipre y Malta en 2008. Y el empleo y el crecimiento prosperan al tiempo que los resultados económicos mejoran.

Además, el euro va convirtiéndose, de forma progresiva, en una moneda plenamente internacional,

lo que otorga a la zona euro una voz más profunda en las cuestiones económicas internacionales.

Pero los beneficios que ha traído el euro no se reducen a los números y las estadísticas. Ha introducido, asimismo, más posibilidad de elección, más certidumbre, más seguridad y más oportunidades en la vida cotidiana de los ciudadanos. En esta publicación, les presentamos algunos ejemplos de cómo el euro ha comportado, y sigue comportando, verdaderas mejoras sobre el terreno para las gentes de toda Europa^[9].

Introducción a «Diez años del euro: diez historias de éxito», folleto publicado por la Comisión Europea a principios de 2009

Durante los últimos años, comparar entre la evolución económica de Europa y Estados Unidos se asemejaba a una carrera de cojos contra renos; o, si lo prefieren de otro modo, una competición sobre quién puede pifiarla más a la hora de dar una respuesta a la crisis. Mientras escribo estas páginas, Europa parece llevar un pie de ventaja en la carrera hacia el desastre; pero démosle tiempo.

Si esto les parece despiadado, o suena a regodeo desde Estados Unidos, permítanme ser más claro: las dificultades económicas que está sufriendo Europa son indudablemente terribles, y no solo por el sufrimiento que provocan, sino también por sus implicaciones políticas. Durante unos sesenta años, Europa se ha entregado a un noble experimento: un intento de reformar, mediante la integración económica, un continente azotado por la guerra, para situarlo de forma permanente en el camino de la paz y de la democracia. Al mundo entero le interesa que el experimento sea un éxito y el mundo entero padecerá si fracasa.

El experimento comenzó en 1951, con la creación de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero. El nombre es prosaico, pero se trataba de un intento de muy nobles ideales, concebido para que la guerra resultara imposible en Europa. Al establecer el libre comercio en, vaya, el carbón y el acero —esto es, se eliminaron todos los aranceles y restricciones que gravaban los envíos económicos transfronterizos, de modo que las acerías pudieran comprar carbón al productor más cercano, aunque estuviera al otro lado de la frontera—, el pacto generaba beneficios económicos. Pero, al mismo tiempo, se garantizaba que las acerías francesas dependieran del carbón alemán, y viceversa; se esperaba que, así, cualquier futura hostilidad entre los países fuera tan tremendamente perjudicial que resultara impensable.

La CECA fue un gran éxito y sirvió de modelo para una serie de medidas similares. En 1957, seis países europeos fundaron la Comunidad Económica Europea, una unión aduanera con libre comercio entre sus miembros y aranceles comunes sobre las importaciones del exterior. En los años setenta, se unieron al grupo Gran Bretaña, Irlanda y Dinamarca; mientras tanto, la Comunidad Europea iba ampliando su papel, prestando ayuda a las regiones más pobres y fomentando los gobiernos democráticos por toda Europa. A lo largo de los años ochenta, Grecia, España y Portugal, liberadas ya de sus dictadores, recibieron como recompensa la incorporación a la comunidad; y los países de Europa estrecharon sus lazos económicos armonizando las regulaciones económicas, eliminando puestos fronterizos y garantizando la libre circulación de sus trabajadores.

En cada estadio, los beneficios económicos derivados de una integración más profunda avanzaban parejos con un nivel cada vez más estrecho de integración política. Las políticas económicas nunca trataron solo de economía; siempre intentaban promocionar, además, la unidad europea. Por ejemplo, la utilidad económica del libre comercio entre España y Francia era igual de obvia durante el mandato de Franco que tras su muerte (y los problemas que supuso la entrada de España fueron tan reales tras su muerte como lo habrían sido antes), pero añadir al proyecto europeo una España democrática era un objetivo que valía la pena, y el libre

comercio con un dictador, en cambio, no lo era. Y esto contribuye a explicar lo que ahora parece un error fatídico: la decisión de pasar a una moneda común. Las élites europeas estaban tan embelesadas con la idea de crear un poderoso símbolo de unidad que exageraron los beneficios de una moneda única e hicieron caso omiso de las advertencias al respecto de un inconveniente importante.

EL PROBLEMA DE LA MONEDA (ÚNICA)

Existen, por supuesto, costes reales derivados del uso de varias monedas; costes que pueden evitarse si se adopta una moneda común. Los negocios entre dos países fronterizos son más caros si hay que cambiar divisas, tener a mano distintas monedas o mantener cuentas bancarias multdivisa. Los posibles tipos de cambio introducen incertidumbre; la planificación se complica y la contabilidad es más confusa cuando los ingresos y los gastos no están siempre en las mismas unidades. Cuantos más negocios haga una unidad política con sus vecinos, más problemático será que tenga una moneda independiente; es la razón que explica por qué sería una mala idea que Brooklyn, por decir algo, contase con su dólar propio, como sí hace Canadá.

Pero tener moneda propia también supone algunas ventajas nada desdeñables; la más conocida es cómo la devaluación —reducir el valor de la propia moneda en relación con las otras— puede, en ocasiones, facilitar el proceso de ajuste posterior a una crisis económica.

Situémonos ante el siguiente ejemplo, nada hipotético: España ha vivido buena parte de la última década fortalecida por un gigantesco auge inmobiliario, financiado por grandes entradas de capital proveniente de Alemania. Este auge ha alimentado la inflación y ha hecho subir los sueldos españoles en relación con los de Alemania. Pero, al final, resulta que el auge estaba hinchado por una burbuja que ahora ha estallado. Ahora, España tiene que reorientar su economía, dejando a un lado la construcción y volviendo otra vez a la industria. En este punto, sin embargo, la industria

española no es competitiva, porque los sueldos españoles son demasiado altos comparados con los alemanes. ¿Cómo puede recuperar España su competitividad?

Una forma sería convencer a los trabajadores españoles de que acepten sueldos inferiores (o exigirles que lo hagan). Es la única vía real de la que disponer si España y Alemania comparten moneda, o si, como consecuencia de una directriz política no modificable, la moneda española se ha fijado frente a la moneda alemana.

Pero si España tiene su propia moneda, y está dispuesta a dejarla caer, para conservar sus sueldos le basta con devaluar la moneda. Si pasamos de 80 pesetas por marco alemán a 100 pesetas por marco, aunque los sueldos españoles en pesetas no cambien, habremos reducido de golpe los sueldos españoles un 20 por 100, en relación con los alemanes.

¿Por qué tiene que ser más fácil así que si negociamos una bajada de sueldos? La mejor explicación la ofrece Milton Friedman —ni más ni menos—, quien defendió los tipos de cambio flexibles en un artículo clásico de 1953 («The case for flexible exchange rates», en *Essays in Positive Economics*). Decía Friedman:

La defensa de los tipos de cambio flexibles es, por curioso que parezca, casi idéntica a la del cambio de hora en verano. ¿No resulta absurdo cambiar el reloj en verano cuando se podría conseguir exactamente lo mismo si cada persona cambiase sus costumbres? Lo único que se precisa es que cada persona decida llegar a la oficina una hora antes, comer una hora antes, etc. Pero, obviamente, es mucho más sencillo cambiar el reloj que guiar a todas estas personas, en lugar de pretender que cada individuo por separado cambie sus costumbres de reacción ante el reloj, por más que todos quieran hacerlo. La situación es exactamente igual a la del mercado de divisas. Es mucho más simple permitir que un precio cambie —el precio de una divisa extranjera— que confiar en que se modifique

una multitud de precios que constituyen, todos juntos, la estructura interna del precio.

Sin duda, Friedman está en lo cierto. Los trabajadores siempre se muestran reticentes a aceptar recortes en sus salarios, pero sobre todo se niegan si no están seguros de que otros trabajadores vayan a aceptar otros recortes similares y que el coste de la vida vaya a rebajarse igual que bajan los costos laborales. No conozco ningún país cuyas instituciones y mercado laboral le faciliten responder a la situación que acabo de describir para España por la vía del recorte salarial generalizado. Pero los países sí pueden sufrir, y de hecho sufren, importantes disminuciones de sus sueldos relativos de forma más o menos repentina, por la vía de la devaluación de la moneda; y lo hacen con trastornos relativamente menores.

Por lo tanto, fijar una moneda única implica ciertos sacrificios. De un lado, compartir moneda aumenta los rendimientos: disminuyen los costes empresariales y, es de suponer, mejora la planificación de los negocios. Del otro, se pierde flexibilidad, lo cual puede acarrear serios problemas si llegan a producirse «choques asimétricos» como el hundimiento de un *boom* inmobiliario cuando tiene lugar solo en algunos países, no en todos.

Es difícil cuantificar el valor de la flexibilidad económica. Y es aún más difícil cuantificar los beneficios obtenidos por compartir moneda. Disponemos, no obstante, de abundantes estudios económicos sobre los criterios para determinar una «zona monetaria óptima», un tecnicismo feo, pero útil, para aludir a un grupo de países que se beneficiarían de una fusión de sus monedas. ¿Qué dicen esos textos?

En primer lugar, no tiene sentido que unos países compartan moneda de no ser que entre ellos exista un gran comercio. En la década de 1990, Argentina fijó el valor del peso en 1 dólar estadounidense, en teoría de forma permanente, lo cual, aunque no significaba lo mismo que abandonar su moneda, se pretendía que fuese lo más parecido. Sin embargo, resultó ser una operación abocada al fracaso que terminó en devaluación e impago. Y una de las razones por las que estaba condenada al fracaso era que Argentina no mantenía un vínculo económico tan estrecho con Estados

Unidos, que solo supone el 11 por 100 de sus importaciones y el 5 por 100 de las exportaciones. Así, por una parte, cualesquiera que fuesen los beneficios obtenidos al otorgar seguridad empresarial en lo tocante al tipo de cambio dólar-peso, estos quedaron en poco porque Argentina comerciaba escasamente con Estados Unidos. Por otra parte, Argentina estaba sometida al mismo tiempo a las fluctuaciones de otras monedas, en especial a las grandes caídas frente al dólar tanto del euro como del real brasileño, lo que implicaba precios excesivos para las exportaciones argentinas.

A este respecto, a Europa no parecía irle mal: los países europeos realizan aproximadamente el 60 por 100 de su comercio entre sí, y el suyo es un comercio muy profuso. Sin embargo, atendiendo a otros dos criterios importantes —la movilidad laboral y la integración fiscal—, Europa no parecía ni de lejos tan bien preparada para asumir una moneda única.

La movilidad laboral ocupaba un primer plano en el artículo que dio origen a todo el campo de estudio de la zona monetaria óptima, escrito en 1961 por el economista de origen canadiense Robert Mundell. Un resumen a grandes rasgos de la tesis de Mundell diría que los problemas de ajustarse a un boom en Saskatchewan y una depresión simultánea en la Columbia británica (o viceversa) se reducirían bastante si los trabajadores se desplazaran libremente allí donde están los empleos. Y, de hecho, la mano de obra se mueve libremente por las provincias canadienses, exceptuando el Quebec; y se mueve libremente por los distintos estados de Estados Unidos. Sin embargo, no se mueve libremente por los países de Europa. Aunque los europeos tienen, desde 1992, derecho legal a trabajar en cualquier parte de la Unión Europea, las divisiones lingüísticas y culturales son suficientemente grandes como para que incluso grandes diferencias en las tasas de desempleo ocasionen unas tasas migratorias muy modestas.

La importancia de la integración fiscal fue subrayada por Peter Kenen, de Princeton, pocos años después de la publicación del artículo de Mundell. Para ilustrar el punto de vista de Kenen, imaginemos una comparación entre dos economías que —dejando a un lado los paisajes— se parecen mucho en la actualidad: Irlanda y Nevada. Ambas tuvieron enormes burbujas

inmobiliarias que han estallado, ambas cayeron en profundas recesiones que dispararon las tasas de desempleo y en ambos casos hay una elevada morosidad en las hipotecas de la vivienda.

Pero en el caso de Nevada, las crisis se han visto amortiguadas, en gran medida, gracias al gobierno federal. Ahora Nevada está pagando muchos menos impuestos a Washington, pero los ancianos del estado siguen cobrando los cheques de la seguridad social, y Medicare sigue pagándoles las facturas sanitarias; en consecuencia, la realidad es que el estado está recibiendo mucha ayuda. Además, los depósitos de los bancos de Nevada están garantizados por una agencia federal, la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC en sus siglas inglesas), y algunas pérdidas derivadas de la morosidad hipotecaria recaen sobre Fannie y Freddie, que cuenta con el respaldo del gobierno federal.

Irlanda, por el contrario, está principalmente sola: tiene que rescatar a sus bancos, pagar las jubilaciones y costear la sanidad a partir de sus propios ingresos, muy disminuidos. Por tanto, aunque la situación es dura en ambos lugares, Irlanda no está pasando por la crisis igual que Nevada.

Y nada de todo esto debería sorprendernos. Hace veinte años, a medida que la idea de pasar a una moneda común en Europa iba tomando visos de realidad, ya se comprendía perfectamente que la moneda única europea era problemática. De hecho, se desató un prolongado debate académico sobre la cuestión (en el que tuve ocasión de participar) y los economistas estadounidenses allí presentes se mostraron, en general, escépticos con respecto al euro; sobre todo porque Estados Unidos parecía ofrecer un buen modelo de lo que se necesita para que una economía pueda contar con una moneda única, y Europa quedaba muy lejos de aquel modelo. La movilidad laboral, según creíamos, era demasiado escasa; y la ausencia de un gobierno central, junto con la protección automática que habría ofrecido un gobierno de esas características, se sumaba a las dudas.

Pero aquellas advertencias se pasaron por alto. El glamour —si es que podemos llamarlo así— de la idea del euro, la sensación de que Europa estaba dando un paso trascendental para terminar definitivamente con su

historia bélica y convertirse en baluarte de la democracia fue, sencillamente, demasiado fuerte.

Cuando uno preguntaba cómo manejaría Europa las situaciones en las que algunas economías funcionasen bien al tiempo que otras se hundían — como sucede en la actualidad con Alemania y España— la respuesta oficial, más o menos, era que todos los países de la zona euro seguirían políticas fiables, de modo que no se producirían tales «choques asimétricos»; y, si de algún modo llegaba a darse un caso así, la «reforma estructural» flexibilizaría lo suficiente las economías europeas para permitir los ajustes necesarios.

Pero lo que ha ocurrido, en realidad, ha sido el mayor de todos los choques asimétricos. Y se debió a la propia creación del euro.

LA EUROBURBUJA

Oficialmente, el euro empezó a existir a principios de 1999, aunque los billetes y las monedas de euros no llegaron hasta tres años después. (También oficialmente, el franco, el marco, la lira, la peseta, etc., se convirtieron en valores del euro: 1 franco francés equivalía a 1/6,5597 euros, 1 marco alemán era igual a 1/1,95583 euros y así todas las demás monedas.)

Y el euro tuvo un efecto inmediato fatídico: hizo que los inversores se sintieran seguros.

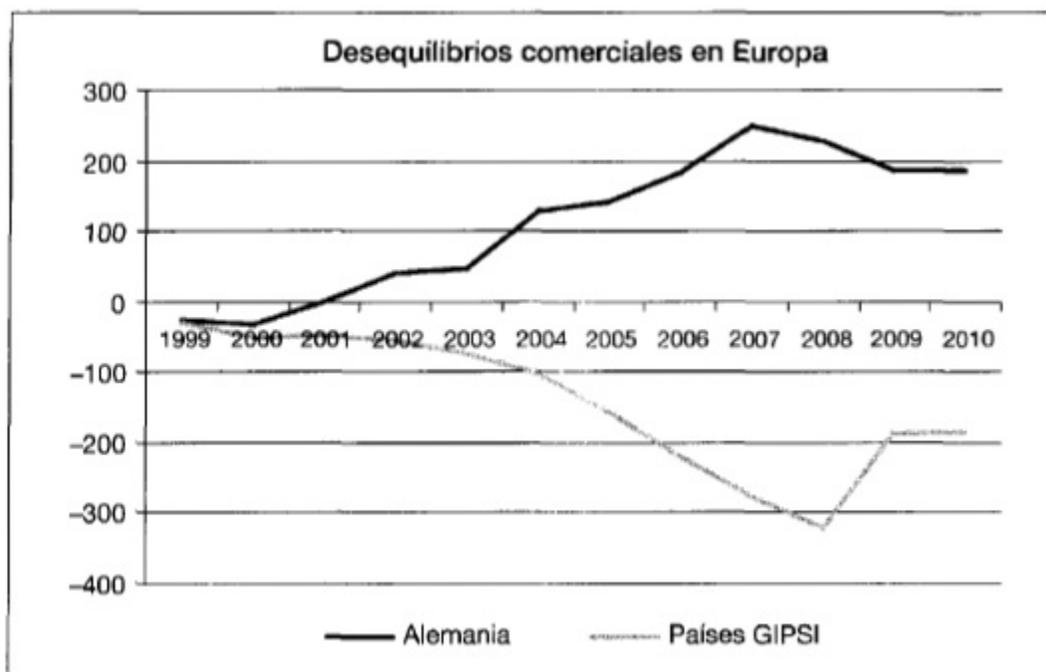
Más concretamente, hizo que los inversores se sintieran seguros al poner su dinero en países que antes se consideraban de riesgo. Los tipos de interés en el sur de Europa habían sido, históricamente, más altos que en Alemania, porque los inversores exigían una prima como seguro ante el riesgo de devaluación o mora. Con la llegada del euro, esas primas se desmoronaron: la deuda de España, de Italia, incluso la griega, se trataba como si fuera tan segura, o casi, como la deuda alemana.

Eso supuso un fuerte descenso en el coste del dinero prestado en el sur de Europa; y provocó enormes explosiones inmobiliarias que pronto se

convirtieron en enormes burbujas inmobiliarias.

El mecanismo de estos auges y estas burbujas inmobiliarias es un poco distinto del que vivió la burbuja de Estados Unidos: hubo menos extravagancias financieras, con mucho más peso de los préstamos directos por parte de bancos convencionales. No obstante, los bancos locales no tenían, ni de lejos, depósitos suficientes para respaldar el volumen de préstamo que movían, de modo que se volcaron en el mercado mayorista y solicitaron préstamos a los bancos del «corazón» de Europa —de Alemania, sobre todo—, que no estaba atravesando un auge comparable. Por tanto, hubo enormes flujos de dinero desde el corazón de Europa hacia su floreciente periferia.

Esa afluencia de capital alimentó auges que, a su vez, provocaron un aumento de sueldos: en la década siguiente a la creación del euro, el coste unitario de la mano de obra (con sueldos ajustados a la productividad) ascendió cerca de un 35 por 100 en el sur de Europa, comparado con el incremento de solo un 9 por 100 en Alemania. La industria del sur de Europa dejó de ser competitiva, lo cual a su vez significó que los países que estaban atrayendo grandes cantidades de dinero empezaron a registrar, a su vez, grandes déficits comerciales. Para que el lector se haga una idea de lo que sucedía —y del lío que ahora hay que desliar—, la figura adjunta indica el incremento de los desequilibrios comerciales dentro de Europa tras la introducción del euro. Una línea muestra el saldo de la balanza por cuenta corriente de Alemania (medida aproximada de la balanza comercial); la otra indica la balanza por cuenta corriente combinada de los países «GIPSI» (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia).



Tras la creación del euro, las economías de los países GIPSI (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) incurrieron en enormes déficits en sus balanzas por cuenta corriente (como indicador aproximado de la balanza comercial). En cambio, Alemania obtuvo un superávit equivalente.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Esta ampliación del diferencial se halla en el núcleo de los problemas de Europa.

Pero pocos se dieron cuenta del gran peligro que suponía este proceso. Más bien al contrario, la mayoría mostraba una satisfacción que bordeaba la euforia. Hasta que la burbuja reventó.

La crisis financiera en Estados Unidos fue el desencadenante del derrumbe europeo; pero este hundimiento habría llegado igualmente, más

tarde o más temprano. Y, de repente, el euro se vio ante un enorme choque asimétrico, que se agravó mucho por la falta de una integración fiscal.

Pues el estallido de estas burbujas inmobiliarias —que se produjo algo más tarde que en Estados Unidos, pero que en 2008 ya había recorrido un buen trecho— hizo más que hundir a los países de las burbujas en una recesión: además ha colocado sus presupuestos bajo una terrible presión. Los ingresos cayeron a la vez que caían la producción y el empleo; el gasto en los subsidios de desempleo se disparó; y los gobiernos se encontraron (o se colocaron ellos mismos) en una peligrosa posición a consecuencia de los gravosos rescates de los bancos, puesto que no solo garantizaron los depósitos sino también, en numerosos casos, las deudas que sus bancos habían contraído con otros bancos en países acreedores. Por lo tanto, también se dispararon la deuda y el déficit, y los inversores se inquietaron. En vísperas de la crisis, los tipos de interés de la deuda irlandesa a largo plazo estaban ligeramente por debajo de las tasas de interés aplicadas a la deuda alemana, y las de España, solo un poco por encima; mientras estoy escribiendo estas palabras, las tasas españolas multiplican por 2,5 las alemanas, y las irlandesas llegan a cuadruplicarlas.

No tardaré en ocuparme de la respuesta política. Pero antes debo deterneme en algunos mitos muy extendidos. Pues la historia que probablemente haya oído usted acerca de los problemas de Europa —la historia que se ha convertido de facto en el argumento con el que se explica la política europea— es bastante distinta de la que acabo de contar.

EL GRAN ENGAÑO EUROPEO

En el capítulo 4 describí y desarmé la Gran Mentira sobre la crisis de Estados Unidos: la que sostenía que los organismos gubernamentales habían provocado la crisis en su desacertado intento de ayudar a los pobres. Bien, Europa también tiene su propia narración distorsionada, un relato falso de las causas de la crisis que no solo interfiere en el camino de las

soluciones reales sino que, de hecho, termina llevando a políticas que solo empeoran la situación.

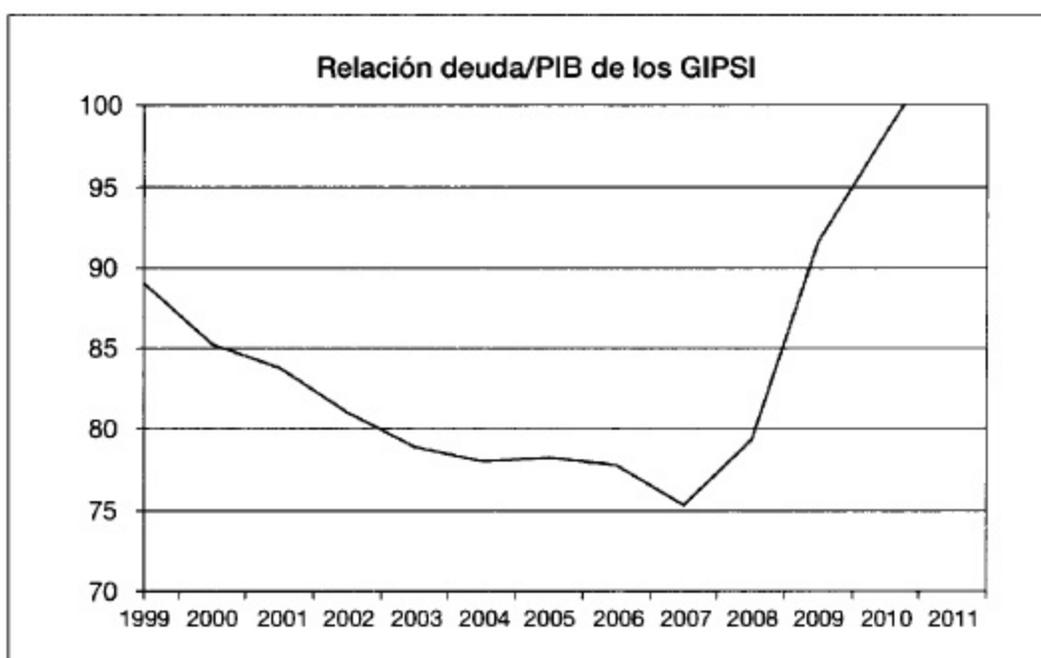
No creo que quienes han extendido el falso relato sobre Europa sean tan cínicos como sus equivalentes de Estados Unidos; no veo tanta deliberación para amañar los datos y sospecho que la mayoría cree realmente lo que dice. Por tanto, llamémoslo el Gran Engaño, mejor que la Gran Mentira. Aunque no está claro que esto mejore las cosas: sigue siendo un perfecto error y la gente que difunde esta doctrina tiene tan poco interés en escuchar pruebas contrarias como la derecha de Estados Unidos.

He aquí, pues, el Gran Engaño europeo: la creencia de que la crisis europea se debe ante todo a la irresponsabilidad fiscal. Los países incurren en déficits presupuestarios excesivos —nos dice el cuento— y se endeudan en exceso; por lo que, ahora, lo importante es establecer unas normas que impidan que la historia se vuelva a repetir.

Pero seguro que algunos lectores están preguntándose ahora si esto no se parece mucho a lo que sucedió en Grecia. Y la respuesta es que sí, aunque hasta la historia de Grecia es más complicada. La cuestión, sin embargo, es que no se trata de lo que pasó en otros países en crisis; y, además, si todo esto no fuese más que un problema griego, no tendríamos la crisis que tenemos. Porque la de Grecia es una economía menor, que representa menos del 3 por 100 del PIB de los países del euro y solo cerca del 8 por 100 del PIB conjunto de los países del euro que están en crisis.

¿Hasta qué punto confunde la «helenización» del discurso en Europa? Tal vez se podría aducir irresponsabilidad fiscal también en el caso de Portugal, aunque en un grado distinto. Pero justo antes de la crisis, Irlanda tenía superávit presupuestario y una deuda baja; en 2006, George Osborne, que ahora dirige la política económica de Gran Bretaña, lo calificó de «brillante ejemplo del arte de lo posible en la formulación de políticas económicas a largo plazo». España también tenía superávit presupuestario y una deuda baja. Italia había heredado un elevado nivel de deuda de los años setenta y ochenta, cuando se practicaba una política verdaderamente irresponsable, pero aun así la deuda en cuanto porcentaje del PIB iba disminuyendo de forma constante.

¿Cómo se suma todo esto? En la figura adjunta se indica la deuda como porcentaje del PIB para un país «promedio» de entre los países que ahora están en crisis: un promedio, ponderado en función del PIB, de las proporciones de deuda/PIB en los cinco países GIPSI (recordemos: Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia). Hasta 2007 inclusive, este promedio descendía de forma sostenida; o sea que, en lugar de transmitir una imagen de derrochadores, parecía que el grupo de los GIPSI, con el tiempo, mejoraría su situación fiscal. La deuda se disparó solo tras la llegada de la crisis.



Como grupo, las naciones europeas que ahora experimentan dificultades fiscales estaban mejorando sin cesar su posición de endeudamiento hasta que estalló la crisis financiera.

Fuente: Fondo Monetario Internacional

Pero muchos europeos en puestos clave —sobre todo destacados políticos y funcionarios alemanes, aunque también los dirigentes del Banco Central Europeo y líderes de opinión de todo el mundo de las finanzas y la banca— están totalmente comprometidos con el Gran Engaño y ninguna prueba esgrimida en su contra les afectará. En consecuencia, el problema de hacer frente a esta crisis suele formularse en términos morales: los países tienen problemas porque han pecado, y ahora tienen que redimirse a través del sufrimiento.

Y este enfoque es funesto, a la hora de abordar los problemas reales a los que se enfrenta Europa.

EL PROBLEMA ESENCIAL DE EUROPA>

Si contemplamos Europa, o más concretamente la zona euro, como un conglomerado —o sea, sumando las cifras de todos los países que usan el euro— no parece que tuvieran que encontrarse tan mal. Tanto la deuda privada como la pública son algo inferiores a las de Estados Unidos, lo que hace pensar que deberían contar con más margen de maniobra; las cifras de inflación se parecen a las nuestras y no se aprecia el menor rastro de una crisis inflacionaria; y, por lo que añade el dato, Europa en su conjunto tiene un balance por cuenta corriente más o menos equilibrado, lo que significa que no necesita atraer capital de ninguna otra parte.

Pero Europa no es un conglomerado. Es una colección de países, cada uno con sus presupuestos (porque hay muy poca integración fiscal) y sus propios mercados laborales (porque hay poca movilidad laboral), pero sin sus propias monedas. Y esto ha provocado una crisis.

Pensemos en el caso de España, que, a mi modo de ver, es un caso emblemático de la crisis económica del euro; y dejemos de lado, por un momento, la cuestión del presupuesto gubernamental. Como ya hemos visto, durante los primeros ocho años de vida del euro, España recibió grandes flujos de dinero, que alimentaron una enorme burbuja inmobiliaria y, además, provocaron un considerable aumento de sueldos y precios en

relación con las economías del núcleo de Europa. La esencia del problema español —de donde proviene todo lo demás— es la necesidad de reajustar los costes y los precios. ¿Cómo puede hacerse algo así?

Bien, podría conseguirse mediante la inflación en las economías de los países centrales. Supongamos que el Banco Central Europeo siguiera una política de dinero barato mientras el gobierno alemán proponía un estímulo fiscal; esto supondría pleno empleo dentro de Alemania, aunque en España las tasas de desempleo continuaran siendo aún elevadas. Por lo tanto, los sueldos españoles no subirían mucho, si es que llegaban a subir, mientras que los alemanes sí crecerían bastante; de este modo, los costes españoles se mantendrían al mismo nivel mientras que los costes alemanes aumentarían. Y este ajuste, en el caso español, sería relativamente sencillo; no digo sencillo, solo *relativamente* sencillo.

Pero los alemanes sienten un odio verdaderamente profundo hacia la inflación, debido al recuerdo de la gran inflación de los primeros años veinte. (Curiosamente, recuerdan mucho menos las políticas deflacionistas de los primeros años treinta, que en realidad fueron las que abonaron el terreno para la ascensión al poder de el-lector-ya-sabe-quién. Volveremos sobre ello en el capítulo 11.) Y quizá sea relevante, de forma más directa, que el Banco Central Europeo se constituyó con el mandato de mantener la estabilidad de los precios; y punto. Hasta qué extremo es vinculante este mandato, es una pregunta abierta; yo sospecho que el BCE podría dar con un modo de justificar una inflación moderada, diga lo que diga su carta fundacional. Sin embargo, el ánimo que impera concibe la inflación como un demonio terrible, sin tomar en consideración las consecuencias que puede tener una política de inflación reducida.

Pensemos ahora en lo que esto implica para España; a saber, que tiene que ajustar los costes por medio de la deflación, que en la *eurojerga* se conoce como «devaluación interna». Y eso sí es muy difícil de conseguir, porque los sueldos son casi rígidos, cuando se trata de bajarlos: solo caen despacio y de mala gana, por mucho que el país se enfrente a un fuerte desempleo.

Si hubiera dudas en torno de esta rigidez, la historia de Europa las disipará todas. Tomemos el caso de Irlanda, por lo general considerada una nación con mercados laborales muy «flexibles» (otro eufemismo para hablar de una economía en la que los patrones pueden despedir a los trabajadores, o recortarles los sueldos, con suma facilidad). Pese a que Irlanda lleva varios años sufriendo unas tasas de paro muy elevadas (próximas al 14 por 100, en el momento de escribir estas páginas), los sueldos irlandeses solo han caído un 4 por 100 desde su pico más elevado. Es decir, Irlanda está consiguiendo una devaluación interna, en efecto; pero muy despacio. Es una historia parecida a la de Lituania, que no está en el euro pero ha rechazado la posibilidad de devaluar la moneda. En cuanto a España, el salario medio ha llegado a aumentar ligeramente pese a la fuerte tasa de desempleo, aunque tal vez solo se trate, en parte, de una ilusión estadística.

Y, por cierto, si quieren un ejemplo de la tesis de Milton Friedman — cuando afirmaba que, para recortar precios y salarios, lo más sencillo, con diferencia, es devaluar la moneda—, miren el caso de Islandia. Este pequeño país insular saltó a la fama por la magnitud de su desastre financiero, y quizá podríamos haber esperado que ahora estuviese aún peor que Irlanda. Pero Islandia declaró que no era responsable de las deudas de sus banqueros desbocados, y además contaba con la grandísima ventaja de tener aún su propia moneda, lo cual le facilitó mucho el camino para recuperar la competitividad: se limitaron a dejar caer la corona y, solo con eso, recortaron sus sueldos en un 25 por 100 en relación con el euro.

Sin embargo, en España no hay moneda propia. Esto significa que, para ajustar el nivel de costes, España y otros países tendrán que atravesar un largo período de tiempo con tasas de desempleo elevadísimas, lo suficientemente altas como para que vayan forzando una muy lenta reducción salarial. Y aquí no termina todo. Los países que ahora se ven obligados a ajustar los costes son los mismos que tuvieron la mayor acumulación de deuda privada antes de la crisis. Ahora se enfrentan a la deflación, que incrementará el peso real de aquel endeudamiento.

Pero ¿qué pasa con la crisis fiscal, las tasas de interés aplicadas a la deuda gubernamental, que se han disparado en el sur de Europa? En gran medida, esta crisis fiscal es un producto derivado del estallido de las burbujas y el descontrol de los costes. Cuando estalló la crisis, el déficit se puso por las nubes; y la deuda también aumentó mucho de golpe cuando los países con problemas actuaron para rescatar sus sistemas bancarios. Y la vía a la que los gobiernos recurren habitualmente para abordar las cargas del endeudamiento —una combinación de inflación y crecimiento, tal que reduzca la deuda en relación con el PIB— no es un camino viable para los países de la zona euro, que, por el contrario, están condenados a años de deflación y estancamiento. No debe sorprendernos, entonces, que los inversores se pregunten si los países del sur de Europa estarán dispuestos a devolver todas sus deudas, o si serán capaces de hacerlo.

Pero la historia tampoco acaba aquí. Aún hay otro elemento en la crisis del euro, otra debilidad causada por la moneda común, que ha cogido a muchas personas por sorpresa; y aquí me incluyo entre ellas. Resulta que los países sin moneda propia son muy vulnerables a caer víctimas de un pánico que acarrea su propio cumplimiento; un pánico en el que el empeño de los inversores por evitar pérdidas por impago termina desencadenando precisamente el impago temido.

El primero en señalarlo fue el economista belga Paul de Grawe, cuando hizo ver que las tasas de interés de la deuda británica son muy inferiores a las de la española —el 2 por 100 frente al 5 por 100, respectivamente, en el momento de escribir—, pese a que Gran Bretaña tiene más deuda y más déficit y, posiblemente, una perspectiva fiscal peor que la española, aun teniendo en cuenta la deflación de España. Pero tal como apuntó De Grawe, España se enfrenta a un riesgo del que Gran Bretaña está libre: la congelación de la liquidez.

¿Qué quiere decir esto? Casi todos los gobiernos modernos tienen una deuda cuantiosa, y no toda son bonos a treinta años; hay mucha deuda a cortísimo plazo, con un vencimiento de tan solo unos meses, además de bonos a dos, tres o cinco años, un buen número de los cuales vence en cualquier año dado. Los gobiernos dependen de su capacidad de refinanciar

la mayor parte de esta deuda; de hecho, venden bonos nuevos para pagar los viejos. Si, por alguna razón, los inversores se negasen a comprar bonos nuevos, hasta un gobierno esencialmente solvente podría verse obligado al impago.

¿Puede suceder algo así en Estados Unidos? No, en realidad, no; porque la Reserva Federal podría intervenir, y lo haría, comprando la deuda federal, imprimiendo de hecho más dinero para pagar las facturas del gobierno. Tampoco podría ocurrirle a Gran Bretaña, a Japón o a cualquier otro país que pide prestado el dinero en su propia moneda y dispone de su propio banco central. Pero sí les puede suceder a cualquiera de los países que están ahora en la zona euro, que no pueden contar con que el Banco Central Europeo les dé efectivo en caso de emergencia. Y si un país de la zona euro se ve obligado a no pagar sus deudas por esta clase de restricción del efectivo, tal vez nunca logre devolver la deuda por completo.

Esto crea, inmediatamente, la posibilidad de una crisis que acarree su propio cumplimiento, en la que el temor de los inversores ante un posible impago derivado de la falta de efectivo les llevaría a rechazar los bonos de ese país, lo cual provocaría la misma falta de dinero que temían. Y pese a que todavía no se ha producido una crisis de este tipo, es fácil ver cómo la inquietud constante ante la posibilidad de que estalle una de ellas puede llevar a los inversores a pedir tasas de interés más elevadas para mantener la deuda de los países susceptibles, en potencia, de caer en esta clase de pánico autorrealizante.

Evidentemente, desde principios de 2011, el euro ha supuesto una clara penalización: los países que usan el euro tienen que afrontar costes de préstamo más elevados que otros países con un panorama económico y fiscal parecido, pero que mantienen la moneda propia. No se trata solamente de España frente a Gran Bretaña; mi comparación favorita reúne a los tres países escandinavos: Finlandia, Suecia y Dinamarca. Aunque todos ellos son dignos de considerarse países de alta solvencia, sin embargo Finlandia (que está dentro del euro) ha visto cómo sus costes de préstamo se incrementan sustancialmente más que los de Suecia (que ha conservado su moneda propia, con libre flotación) e incluso los de Dinamarca (que

mantiene un tipo de cambio fijo con respecto al euro, pero conserva su moneda y, por tanto, la posibilidad de salir por sí sola del apuro, si falta el efectivo).

SALVAR EL EURO

Dados los problemas que está sufriendo el euro en la actualidad, se diría que los «euroescépticos» —los que advirtieron a Europa de que, en realidad, no estaba bien preparada para tener una moneda única— estaban en lo cierto. Además, aquellos países que decidieron no adoptar el euro — Gran Bretaña, Suecia— lo están pasando mucho menos mal que sus vecinos del euro. Así pues, los países europeos que ahora tienen problemas ¿deberían invertir el curso, sencillamente, y volver a sus monedas independientes?

No necesariamente. Hasta los euroescépticos como yo nos damos cuenta de que romper el euro ahora que ya existe se pagaría muy caro.

En primer lugar, cualquier país que pareciera candidato a abandonar el euro se enfrentaría, de inmediato, a una descomunal estampida bancaria, puesto que los depositantes correrían a desplazar sus fondos a otras euronaciones más sólidas. Y la vuelta del dracma o de la peseta provocaría enormes problemas legales, cuando todo el mundo intentara esclarecer el significado de las deudas y los contratos expresados en euros.

Además, un cambio de postura radical en relación con el euro representaría una derrota política terrible para el proyecto europeo más amplio de unidad y democracia a través de la integración económica; y este proyecto, como dije al principio, es muy importante no solo para Europa sino para el mundo entero.

En consecuencia, sería mejor encontrar una forma de salvar al euro. ¿Cómo se podría conseguir?

Lo primero, y más urgente, es que Europa ponga coto a los ataques de pánico. De un modo u otro, tiene que haber garantías de una liquidez adecuada —garantías de que los gobiernos no se quedarán sin dinero a

consecuencia del pánico en el mercado—, comparables a las que existen en la práctica para los gobiernos que asumen préstamos en su propia moneda. La forma más clara de lograrlo sería que el Banco Central Europeo estuviera preparado para comprar bonos gubernamentales de los países del euro.

En segundo lugar, esos países cuyos costes y precios se deben ajustar — los países europeos que han venido generando grandes déficits comerciales, pero que no pueden continuar haciéndolo— necesitan vías realistas de retorno a la competitividad. A corto plazo, los países con excedente tienen que ser la fuente de una gran demanda de exportaciones. Y, con el tiempo, si este camino no termina conllevando una deflación carísima en los países deficitarios, tendrá que implicar una inflación moderada, pero significativa, en los países excedentarios, y una tasa de inflación algo menor pero aún importante —digamos de un 3 o 4 por 100— para la zona euro en su conjunto. Todo esto exige una política monetaria muy expansiva por parte del Banco Central Europeo, además de un estímulo fiscal en Alemania y unos pocos países más pequeños.

Por último, aunque las cuestiones fiscales no están en el meollo del problema, en el punto actual los países deficitarios tienen problemas de déficit y endeudamiento y tendrán que poner en práctica medidas de considerable austeridad fiscal, durante un tiempo, para ordenar sus sistemas fiscales.

Esto es lo que se necesitaría, probablemente, para salvar el euro. Pero ¿qué posibilidades hay de que lo veamos?

El Banco Central Europeo nos ha sorprendido de manera positiva desde que Mario Draghi relevó a Jean-Claude Trichet en la presidencia. Cierto es que Draghi se negó en redondo a admitir que el banco comprara bonos procedentes de los países en crisis. Pero encontró un modo de conseguir un resultado más o menos similar por la puerta de atrás: anunció un programa por el cual el BCE avanzaría préstamos ilimitados a los bancos privados y aceptaría bonos de los gobiernos europeos como garantía secundaria. El resultado ha sido que, en el panorama general (al menos, mientras escribo

estas páginas), el pánico autorrealizante parece menos inminente y, con ello, las tasas de interés de los bonos europeos se han reducido.

Pese a esto, sin embargo, los casos más extremos —Grecia, Portugal e Irlanda— siguen excluidos de los mercados de capital privado. Por lo tanto, han dependido de una serie de programas de préstamo *ad hoc*, establecidos por una «troika» compuesta por los gobiernos europeos más fuertes, el BCE y el Fondo Monetario Internacional. Por desgracia, la troika siempre ha proporcionado el dinero en cantidad insuficiente y sin la celeridad necesaria. Además, a cambio de estos préstamos de emergencia, los países deficitarios se han visto obligados a imponer programas de recorte de gastos inmediatos y draconianos, además de subidas de los impuestos. En consecuencia, estos programas los empujan a pozos aún más hondos y siguen siendo demasiado escasos aun en términos exclusivamente presupuestarios, ya que las economías en recesión también sufren la caída de los ingresos tributarios.

Mientras tanto, no se ha hecho nada para ofrecer un entorno en el que los países deficitarios encuentren una vía razonable para recuperar su competitividad. Mientras los países con déficit se ven forzados a adoptar medidas de austeridad salvajes, los países con superávit se han metido por su cuenta en programas de austeridad, lo cual socava las esperanzas de un crecimiento de las exportaciones. Y en lugar de admitir que la inflación tiene que ser un poco más alta, el Banco Central Europeo subió los tipos de interés en la primera mitad de 2011, para responder a una amenaza de inflación que solo existía en su imaginación. (Más adelante dio marcha atrás al incremento de los tipos, pero para entonces ya se había hecho mucho daño.)

¿Por qué Europa ha respondido tan mal a su crisis? Ya he apuntado parte de la respuesta: muchos dirigentes del continente parecen decididos a «helenizar» el cuento y creer que quienes atraviesan dificultades —no solo Grecia— han llegado ahí por culpa de la irresponsabilidad fiscal. Y, con esta premisa falsa, se busca un remedio falso: si el problema era el despilfarro fiscal, la rectitud fiscal debería ser la solución. Se presenta la

economía como una obra moral, pero con otra vuelta de tuerca: en realidad, los pecados por los que se pena jamás tuvieron lugar.

Pero esta es solo una parte de la historia. Que Europa sea incapaz de afrontar sus problemas reales, y que insista en enfrentarse a fantasmas inexistentes, no es en modo alguno exclusiva de este continente. En 2010, buena parte de la élite que determina las políticas a ambos lados del Atlántico se enamoró perdidamente de una serie relacionada de falacias sobre la deuda, la inflación y el crecimiento. Trataré de explicar las falacias y abordaré, también, una tarea mucho más ardua: clarificar por qué tantas personas importantes decidieron apoyar esas falacias. Pero será ya en el capítulo siguiente.

«Austeríacos»

—Un recorte tras otro: muchos economistas afirman que corremos un claro peligro de deflación. ¿Qué opina al respecto?

—No creo que ese riesgo se pudiera materializar. Al contrario, hay expectativas de inflación notablemente firmes, en línea con nuestra definición —menos del 2 por 100, cerca del 2 por 100— y han permanecido así durante la crisis reciente. En lo que respecta a la economía, la idea de que las medidas de austeridad podrían causar un estancamiento es incorrecta.

—¿Incorrecta?

—Sí. De hecho, en estas circunstancias, todo lo que ayude a incrementar la confianza de las familias, empresas e inversores en la sostenibilidad de las finanzas públicas es bueno para la consolidación del crecimiento y la creación de empleo. Estoy del todo convencido de que, en las circunstancias actuales, las políticas que inspiren confianza favorecerán, y no perjudicarán, la recuperación económica, porque hoy en día el factor clave es la confianza.

Entrevista a Jean-Claude Trichet,
presidente del Banco Central
Europeo, en el periódico italiano La
Repubblica, junio de 2010

En los terroríficos meses que siguieron a la caída de Lehman, casi todos los gobiernos principales del mundo estuvieron de acuerdo en que había que compensar el hundimiento repentino del gasto privado, y pasar a desarrollar políticas monetarias y fiscales expansivas —con más gasto, menos impuestos y la impresión de grandes cantidades de base monetaria—, esforzándose por limitar los daños. Así, se adecuaban a los consejos de los manuales corrientes; y, lo que es más importante, ponían en práctica la dura lección aprendida con la Gran Depresión.

Pero en 2010 ocurrió algo extraño: una gran parte de la élite gestora del mundo —los banqueros y los funcionarios financieros que definen el saber convencional— decidió arrojar por la borda los manuales y las lecciones de la historia y declaró que lo poco era mucho. Sin apenas transición, se puso de moda reclamar recortes del gasto, incrementos de impuestos y tasas de interés aún más elevadas, a pesar de las descomunales cifras del desempleo.

Y digo «sin apenas transición» porque el dominio de los devotos de la austeridad inmediata —los «austeríacos», según el afortunado término que acuñó el analista financiero Rob Parenteau— ya se había impuesto en la primavera de 2010, cuando la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico publicó su último informe sobre la perspectiva económica.

La OCDE es un centro de análisis con sede en París, fundado por un club de gobiernos de países avanzados (razón por la cual hay quien se refiere al mundo económicamente más avanzado con la simple referencia a «la OCDE», porque la pertenencia al club viene a ser un sinónimo de «país avanzado»). Dadas las circunstancias, está claro que se trata de un lugar de lo más convencional; la clase de espacio en el que los documentos se

negocian párrafo por párrafo con miras a no ofender a ninguno de los actores principales.

Y este centro del saber convencional ¿qué aconsejó a Estados Unidos en la primavera de 2010, con inflación baja, desempleo muy alto y un gobierno federal que podía tomar prestado dinero a un coste próximo al mínimo histórico?

Afirmó que el gobierno estadounidense debería pasar de inmediato a recortar el déficit presupuestario y que la Reserva Federal debería haber elevado radicalmente las tasas de interés a corto plazo al acabar el año.

Afortunadamente, las autoridades estadounidenses no aceptaron el consejo. Hubo cierta restricción fiscal «pasiva» cuando el estímulo de Obama se desvaneció, pero no un giro completo hacia la austeridad. Y la Reserva Federal no solo mantuvo sus tasas en un nivel bajo, sino que se embarcó en un programa de adquisición de bonos, como intento de proporcionar más brío a la débil recuperación. En Gran Bretaña, en cambio, unas elecciones dieron el poder a una coalición de conservadores y liberal-demócratas que se tomó el consejo de la OCDE al pie de la letra, e impuso un programa de recortes preventivos aun a pesar de que Gran Bretaña, al igual que Estados Unidos, se enfrentaba tanto a un desempleo elevado como a costes de préstamos muy reducidos.

Entretanto, en el continente europeo, la austeridad fiscal hizo furor; y el Banco Central Europeo empezó a subir las tasas de interés a principios de 2011, a pesar de que la economía de la zona euro se hallaba en un estado de honda depresión y sin ninguna amenaza inflacionaria convincente.

La OCDE tampoco fue la única en exigir restricciones fiscales y monetarias aun a pesar de la depresión. Otras instituciones internacionales, como el Banco de Pagos Internacionales, con sede en Basilea, hicieron lo mismo; también economistas influyentes, como Raghuram Rajan, de Chicago, y voces destacadas del mundo empresarial, como Bill Gross, de Pimco. ¡Ah!, y en Estados Unidos, varios notables republicanos copiaron los diversos argumentos a favor de la austeridad como justificaciones de su propia defensa del recorte de gastos y la restricción del dinero. Sin duda, hubo algunas personas y organizaciones que se opusieron a la tendencia; un

ejemplo muy destacado, y de lo más gratificante, fue el del Fondo Monetario Internacional, que continuó abogando por puntos de vista que me parecen signos de cordura. Pero creo que es justo decir que, en 2010-2011, la que he denominado «gente muy seria» —personas que expresan opiniones que son consideradas razonables por los que mueven los hilos— dio un giro claro hacia la perspectiva de que había llegado la hora de las restricciones, pese a que no había nada que se áseme-jara a una recuperación plena con respecto a la crisis financiera y sus efectos.

Así, ¿qué había detrás de este cambio repentino en las modas de la gestión? En realidad, es una pregunta que se puede responder de dos maneras: podemos fijarnos en los argumentos fundamentales con los que se defendía la austeridad fiscal y la restricción monetaria, o intentar comprender los motivos de los que mostraban tantas ganas de alejarse de la lucha contra el desempleo.

En el presente capítulo, me ocuparé de las dos cuestiones; pero empezaré por los argumentos.

Sin embargo, la idea presenta una dificultad: a la hora de analizar los argumentos de los «austeríacos», te encuentras persiguiendo un blanco móvil y huidizo. Sobre las tasas de interés, en particular, yo me he sentido a menudo como si los que propugnaban su aumento estuvieran jugando al *Calvinball*: aquel juego de la historieta de «Calvin y Hobbes» en el que los jugadores van inventando nuevas reglas sin cesar. La OCDE, el Banco de Pagos Internacionales y varios economistas y gentes de las finanzas parecían estar muy seguros de que las tasas de interés debían subir, pero en cuanto a la explicación de por qué, iba cambiando sin parar. Esta variabilidad, a su vez, apuntaba a que los motivos reales de esta petición de aumento tenían poco que ver con una valoración objetiva de la teoría económica. También significa que no puedo exponer aquí una crítica de «el» argumento a favor de la austeridad y las tasas altas; se presentaron varios argumentos que no necesariamente eran coherentes entre sí.

Empecemos por el argumento que, probablemente, ha tenido más fuerza: el miedo. Más concretamente, el miedo a que las naciones que no den la espalda al estímulo y adopten medidas de austeridad (por mucho que

el desempleo sea elevado) se enfrentarán a crisis de deuda similares a las de Grecia.

EL FACTOR MIEDO

Las ideas de los «austeríacos» no han surgido de la nada. Incluso en los meses inmediatamente posteriores a la caída de Lehman, hubo voces que denunciaban los intentos de rescatar las economías principales mediante un incremento del gasto deficitario y del uso de las prensas de dinero. En el calor del momento, sin embargo, estas voces quedaron apagadas, en gran parte, por los que pedían iniciativas expansivas urgentes.

A finales de 2009, sin embargo, tanto los mercados financieros como la economía mundial se habían estabilizado, por lo que disminuyó la convicción de que tales iniciativas eran urgentes. Y luego se produjo la crisis griega, que los antikeynesianos de aquí y allá presentaron como ejemplo de lo que nos ocurriría a todos los demás si no seguíamos pronto el angosto y estricto camino de la rectitud fiscal.

Según he señalado ya en el capítulo 10, la crisis de la deuda griega fue *sui generis*, incluso dentro de Europa; y el resto de las crisis de deuda de los países de la zona euro fueron producto de la crisis financiera, y no a la inversa. En cambio, las naciones que aún poseen su propia moneda no han visto ni siquiera indicios de una acumulación de endeudamiento gubernamental al estilo de Grecia; y ello a pesar de que —como Estados Unidos, pero también Gran Bretaña y Japón— también cuentan con deudas y déficits muy elevados.

Pero ninguna de estas observaciones parecía tener peso en el debate sobre las políticas que se debían adoptar. Según ha escrito Henry Farrell, experto en ciencias políticas, en un estudio sobre el ascenso y la caída de las políticas keynesianas en la crisis: «el hundimiento de la confianza de los mercados en Grecia se interpretó como parábola de los riesgos del despilfarro fiscal. Los estados que entraron en graves dificultades fiscales

corrían el peligro de perder toda la confianza de los mercados y quizá, caer en la absoluta ruina».

De hecho, se puso plenamente de moda que la gente respetable proclamara advertencias apocalípticas sobre el desastre inminente que ocurriría si no corríamos a recortar el déficit. Erskine Bowles, el copresidente —¡el copresidente *demócrata!*— de un equipo de análisis que, se suponía, debía entregar un plan para la reducción de déficit a largo plazo, hizo una declaración ante el Congreso en marzo de 2011, unos pocos meses después de que el equipo fuera incapaz de llegar a un acuerdo, y alertó de que se avecinaba una crisis de la deuda:

Es un problema que vamos a padecer, como ha dicho el antiguo presidente de la Reserva Federal o ha dicho Moody's; es un problema al que tendremos que enfrentarnos. Quizá pasen dos años, ¿saben?, quizá un poco menos, quizá un poco más; pero si los banqueros que tenemos allá en Asia empiezan a creer que nuestra deuda va a perder la solidez, que nos será imposible cumplir con nuestras obligaciones, pues párense a pensar por un minuto que ocurriría si simplemente dejaran de comprar nuestra deuda.

¿Qué les ocurre a las tasas de interés y qué le ocurre a la economía estadounidense? Los mercados nos destrozarán, por completo, si no resolvemos este problema. Es un problema real, con soluciones dolorosas, pero tenemos que actuar.

El otro copresidente, Alan Simpson, intervino para afirmar que ocurriría *antes* de dos años. Sin embargo, los inversores reales no parecían sentir ninguna inquietud: las tasas de interés a largo plazo de los bonos estadounidenses se hallaban casi en niveles comparativamente bajos cuando

declararon Bowles y Simpson, y siguieron cayendo a lo largo de 2011, hasta alcanzar mínimos históricos.

Vale la pena apuntar otras tres cuestiones. Primero, a principios de 2011, los alarmistas tenían una excusa favorita para explicar la evidente contradicción entre sus funestas alertas de catástrofe inminente y la persistencia de las tasas de interés bajas: la Reserva Federal, decían, estaba manteniendo las tasas en un nivel artificialmente bajo gracias a que compraba deuda con su programa de «flexibilización cuantitativa». Las tasas se dispararían, continuaba, cuando este programa concluyera, en junio. No lo hicieron.

En segundo lugar, los predicadores de la crisis de deuda inminente defendieron como demostración de su acierto, en agosto de 2011, que la agencia Standard & Poor's rebajara la calificación del gobierno de Estados Unidos, que perdió su condición AAA. Muchas voces se pronunciaron para decir: «El mercado ha hablado». Pero no era el mercado el que había hablado, sino una simple agencia de calificación; una de las empresas que, como sus iguales, había concedido la calificación AAA a muchos instrumentos financieros que terminaron convertidos en basura tóxica. Y en cuanto a la reacción del verdadero mercado a la degradación de S&P... se quedó en nada. Si acaso, los costes de endeudamiento de Estados Unidos se redujeron aún más. Esto, por cierto, tal como he apuntado en el capítulo 8, no supone ninguna sorpresa para los economistas que habían estudiado la experiencia de Japón: tanto S&P como su competidora Moody's rebajaron la calificación de Japón en 2002, en una época en la que la situación de la economía japonesa se asemejaba a la de Estados Unidos en 2011. Y la rebaja no tuvo ni la más mínima consecuencia.

Y, por último, incluso si uno se tomaba en serio la advertencia sobre una inminente crisis de la deuda, eso no comportaba que una inmediata austeridad fiscal —recorte de gastos y subida de impuestos en el contexto de una economía muy deprimida— pudiera ayudar a capear esa supuesta crisis. Depende de la situación. Por un lado, está recortar gastos y elevar impuestos cuando la economía se halla relativamente próxima al pleno empleo y el banco central está aumentando los tipos para evitar el riesgo de

inflación. En esa circunstancia, el recorte de gastos no tiene por qué deprimir la economía, dado que el banco central puede compensar el efecto negativo con una rebaja (o, al menos, el mantenimiento) de las tasas de interés. Ahora bien, en una situación de profunda depresión económica, y cuando las tasas de interés ya rondan el cero, los recortes de gastos no se pueden compensar. Por lo tanto, contribuyen a deprimir más la economía; y esto hace que disminuyan los ingresos y que desaparezca, al menos en parte, la pretendida reducción del déficit.

Así pues, incluso si uno estuviera preocupado por una eventual pérdida de la confianza, o al menos inquieto por la perspectiva presupuestaria a largo plazo, la lógica económica parecería indicar que no es la hora de la austeridad; que debe planearse un futuro recorte del gasto e incremento de los ingresos, pero que estas medidas no deben adoptarse hasta que la economía haya recobrado fuerza.

No obstante, los «austeríacos» rechazaron esta lógica e insistieron en que era necesario emprender recortes inmediatos para restaurar la confianza; afirmaban que, cuando se hubiera restaurado esa confianza, los recortes devendrían expansivos, no contractivos. Esto, pues, nos lleva a un segundo grupo de argumentos: el debate sobre el efecto de la austeridad en el empleo y la producción de una economía deprimida.

EL HADA DE LA CONFIANZA

He abierto este capítulo con unas observaciones de Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo hasta el otoño de 2011, que compendian la doctrina notoriamente optimista —y notoriamente absurda— que se apoderó de los pasillos del poder en 2010. Esta doctrina aceptaba la idea de que el efecto directo de recortar el gasto gubernamental es reducir la demanda, lo que, mientras el resto de circunstancias no se alterasen, comportaría un bajón económico y un alza del desempleo. Pero la «confianza» —según insistía en decir gente como Trichet— compensaría de sobras este efecto negativo.

Hace un tiempo, di en calificar esta doctrina de fe en «el hada de la confianza», un sintagma que parece haber hecho fortuna. Pero ¿de qué se trataba? ¿Cabe la posibilidad de que reducir el gasto del gobierno pueda servir en efecto para incrementar la demanda? Pues sí, es posible. De hecho, hay dos canales a través de los cuales el recorte del gasto, en principio, provocaría un alza de la demanda: si se reducen las tasas de interés o se induce a la gente a confiar en que las tasas futuras serán más bajas que las de hoy.

Así es como funciona el canal de la tasa de interés: los inversores, impresionados por el empeño con el que un gobierno reduciría su déficit presupuestario, revisarían a la baja su expectativa sobre el futuro endeudamiento gubernamental y, por lo tanto, también sobre el nivel futuro de las tasas de interés. Como las tasas de interés a largo plazo del presente reflejan las expectativas sobre las tasas futuras, esta perspectiva de un endeudamiento futuro inferior podría comportar un descenso inmediato de los tipos. Y estos tipos más bajos podrían provocar un aumento inmediato de la inversión.

Alternativamente, la austeridad también podría impresionar a los consumidores: estos se fijarían en el entusiasmo con el que el gobierno emprende los recortes y concluirían que los impuestos futuros no serían tan elevados como anteriormente esperaban que fuesen. Y esta confianza en una menor carga impositiva les haría sentirse más ricos y gastar más, de nuevo, de manera inmediata.

La pregunta, pues, no era si resultaba posible que la austeridad tuviera el efecto de expandir la economía a través de estos canales; era la de si resultaba en absoluto verosímil creer que los efectos favorables (ya fuese mediante la tasa de interés o la expectativa de futuros impuestos) sirvieran para compensar el efecto depresor directo de una rebaja del gasto gubernamental; particularmente, en las circunstancias actuales.

A mí, como a muchos otros economistas, la respuesta nos parecía clara: la austeridad expansiva era muy poco verosímil en general, y menos aún si se tomaba en cuenta el estado del mundo en 2010 (que no es distinto del actual). Por decirlo una vez más, la clave es que, para justificar

afirmaciones como las declaradas por Jean-Claude Trichet a *La Repubblica* no basta con que los efectos relacionados con la confianza se *den*, sino que además deben darse *con la fuerza suficiente* para compensar y superar el efecto directo y negativo de la austeridad en el tiempo actual. Esto era difícil de imaginar para el canal de la tasa de interés, dado que las tasas ya eran muy bajas al comenzar 2010 (y son aún más bajas en el momento de escribir estas palabras). Y en cuanto al efecto que tendría la expectativa de la futura carga impositiva, ¿a cuánta gente conoce usted que decida hoy cuánto puede gastar este año a partir del cálculo de lo que las decisiones fiscales supondrán para sus impuestos a 5 o 10 años vista?

No importa, dicen los «austeríacos»: hay pruebas empíricas claras que apoyan nuestras exigencias. Y a continuación, narraban un cuento.

Una década antes de la crisis, allá por 1998, Alberto Alesina, economista de Harvard, había publicado un documento titulado «Cuentos de ajustes fiscales», un estudio de países que habían emprendido medidas para reducir sus grandes déficits presupuestarios. En este estudio, Alesina defendía que la confianza surtía un efecto muy poderoso, tan poderoso que, en muchos casos, de hecho la austeridad había dado pie a la expansión económica. Era una conclusión llamativa, pero que en aquel momento no atrajo tanto interés —ni tanto análisis crítico— como cabría haber esperado. En 1998, aún había entre los economistas un consenso general al respecto de que la Reserva Federal y otros bancos centrales siempre podrían hacer lo que fuera preciso para estabilizar la economía; en consecuencia, los efectos de la política fiscal no parecían de gran importancia, ni en un sentido ni en otro.

La situación era muy distinta, por descontado, en 2010. La cuestión de si debía aportarse más estímulo o bien apostar por la austeridad había pasado a ocupar el centro de los debates sobre política económica. Los partidarios de la austeridad se adueñaron de la afirmación de Alesina, así como de un nuevo artículo, coescrito con Silvia Ardagna, que pretendía identificar «cambios significativos en la política fiscal» entre una gran variedad de países y períodos históricos, y afirmaba haber hallado muchos ejemplos de austeridad expansiva.

De paso se pretendía respaldar estas tesis con una referencia a casos históricos. Se decía: fíjense en la Irlanda de finales de los años ochenta, o la Canadá de mediados de los noventa, o este o aquel otro caso. Estos países habían rebajado radicalmente sus déficits presupuestarios y sus economías no entraban en declive, sino que prosperaban.

En tiempos normales, la investigación académica más reciente interpreta un papel muy poco relevante en los debates reales sobre qué política seguir. Y probablemente, está bien que sea así: en el calor del momento político, ¿cuántos gestores están verdaderamente pertrechados para evaluar la calidad del análisis estadístico de un catedrático? Es preferible dejar que pase el tiempo para que el proceso habitual de estudio y examen académico criba lo sólido y descarte lo prescindible. Pero las ideas de Alesina-Ardagna fueron adoptadas de inmediato y enarboladas como bandera por gestores de las políticas y por paladines de todo el mundo. Fue un caso desafortunado, porque, en la práctica, ni los resultados estadísticos ni los ejemplos históricos que en teoría demostraban la existencia de la austeridad expansiva se sostuvieron en pie en cuanto la gente comenzó a inspeccionarlos con atención.

Y ¿por qué no se sostuvieron? Hubo dos razones principales: el problema de la falsa correlación y el hecho de que las políticas fiscales no suelen ser el único juego disponible en la ciudad... pero ahora sí lo son.

Sobre el primer punto, tomemos el ejemplo del gran avance de Estados Unidos a finales de los años noventa, cuando pasó del déficit presupuestario al superávit. Este paso se relaciona con una economía floreciente, por lo que ¿valdría como prueba de la austeridad expansiva? No, no sirve, pues tanto la explosión económica como el descenso del déficit son, en gran medida, reflejo de un tercer factor: la explosión y la burbuja tecnológicas, que contribuyeron a impulsar la economía hacia delante, pero también dispararon los precios bursátiles, lo que a su vez se tradujo en mayores ingresos fiscales. Hay relación entre la reducción del déficit y la fortaleza de la economía, pero no era causal.

Bien, Alesina y Ardagna corrigieron una fuente de correlación espuria, la tasa de desempleo; pero como se observó con prontitud al analizar el

documento, no era suficiente. Los episodios aportados tanto de austeridad fiscal como de estímulo fiscal no se correspondían de forma clara con los acontecimientos reales de las decisiones sobre políticas: por ejemplo, no se refleja ni el gran esfuerzo de estímulo de Japón en 1995 ni su brusco giro a la austeridad en 1997.

El año pasado, investigadores del FMI intentaron lidiar con este problema empleando información directa sobre los cambios de política para identificar episodios de austeridad fiscal. Lo que hallaron fue que la austeridad fiscal deprime la economía, más que expandirla.

Pero incluso desde esta perspectiva se tiene demasiado poco en cuenta hasta qué punto nuestro mundo actual es en verdad «key-nesiano». ¿Por qué? Porque, habitualmente, los gobiernos pueden tomar iniciativas para compensar los efectos de la austeridad presupuestaria —en particular, recortar las tasas de interés o devaluar su moneda— de las que, en la depresión actual, no pueden disponer las economías con más dificultades.

Veamos otro ejemplo, el de Canadá a mediados de los años noventa, que redujo nítidamente su presupuesto a la vez que mantenía una fuerte expansión económica. Cuando el actual gobierno de Gran Bretaña llegó al poder, sus funcionarios solían apelar al caso canadiense para justificar su confianza en que las políticas de austeridad no causarían una ralentización brusca de la economía. Pero si uno examina qué estaba ocurriendo en Canadá en aquella época, lo primero que salta a la vista es que las tasas de interés cayeron radicalmente; y esto es algo imposible en la Gran Bretaña contemporánea, porque los tipos ya son muy bajos. Y también salta a la vista que Canadá pudo incrementar claramente sus exportaciones a un vecino de economía floreciente, Estados Unidos, gracias en parte a una fuerte reducción del valor del dólar canadiense. De nuevo, esta era una medida imposible para la Gran Bretaña actual, porque sus vecinos —la zona euro— se hallan muy lejos de la prosperidad; y la debilidad económica de la zona euro hace que su moneda también se mantenga débil.

Podría continuar con esto, pero probablemente ya he ido muy lejos. La idea clave es que el bombo y platillo con el que se recibieron las supuestas pruebas de la austeridad expansiva fue del todo desproporcionado, en

comparación con la fiabilidad de esas pruebas. De hecho, la tesis de la austeridad expansiva se hundió con rapidez en cuanto empezó a ser sometida a un examen serio. Es difícil no concluir de todo ello que, si la élite gestora de las políticas económicas recibió con tanto alborozo las supuestas lecciones de historia de Alesina y Ardagna, sin molestarse en verificar la solidez de sus pruebas, fue porque estos estudios decían a los miembros de la élite lo que estos ansiaban oír.

Pero ¿por qué querían oír eso? Buena pregunta. Pero antes, hablemos de cómo está funcionando un gran experimento de austeridad.

EL EXPERIMENTO BRITÁNICO

En su mayor parte, los países que están adoptando las políticas más duras de austeridad, aun a pesar de tener un desempleo elevado, lo han hecho bajo presión. Grecia, Irlanda, España y demás se encontraron sin capacidad de refinanciar su deuda y se vieron obligadas a recortar el gasto y subir los impuestos para satisfacer a Alemania y otros gobiernos que les proporcionaban préstamos de emergencia. Pero ha habido un caso dramático de un gobierno que se ha embarcado en una austeridad voluntaria porque tenía fe en el hada de la confianza: el gobierno británico del primer ministro David Cameron.

Que Cameron optara por la línea dura representó hasta cierto punto una sorpresa política. Sin duda, el partido conservador había estado predicando el evangelio de la austeridad antes de las elecciones británicas de 2010. Pero solo pudo formar gobierno mediante una alianza con los liberal-demócratas, que uno habría esperado que actuaran como moderadores. Sin embargo, los *libdem* se dejaron llevar por el celo de los *tories*: al poco tiempo de jurar el cargo, Cameron anunció un programa de recorte radical del gasto. Y como Gran Bretaña, a diferencia de Estados Unidos, no tiene un sistema en el que una minoría determinada pueda entorpecer políticas dictadas desde lo alto, el programa de austeridad se ha llevado a la práctica.

Las políticas de Cameron se basaban, decididamente, en la inquietud por la confianza. Al anunciar su primer presupuesto en el cargo, George Osborne, ministro de Hacienda del país, declaró que si no recortaba el gasto Gran Bretaña se enfrentaría a

tasas de interés más elevadas, más cierres de empresas, fuertes incrementos del desempleo y, potencialmente, incluso una catastrófica pérdida de confianza y el final de la recuperación. No podemos permitir que ocurra algo así. Este presupuesto es necesario para lidiar con las deudas de nuestro país. Este presupuesto es necesario para dar confianza a nuestra economía. Es el presupuesto inevitable.

En Estados Unidos, las políticas de Cameron fueron recibidas con elogios tanto por los conservadores como por los que se hacían llamar centristas. Por ejemplo, en el Washington Post, David Broder exultaba: «Cameron y sus socios de coalición han dado un paso adelante con valentía y han descartado las advertencias de los economistas, según las cuales esta medicina brusca y potente podría cortar la recuperación económica de Gran Bretaña y devolver el país a la recesión».

Así pues, ¿cómo están yendo las cosas?

Bien, las tasas de interés de Gran Bretaña han seguido siendo bajas; pero también lo hicieron los tipos en Estados Unidos y Japón, que tienen niveles de endeudamiento más elevado pero no han hecho giros radicales hacia la austeridad. Básicamente, los inversores parecen no sentir inquietud al respecto de ningún país avanzado con un gobierno estable y moneda propia.

¿Y el hada de la confianza? Los consumidores y las empresas ¿confían más, ahora que Gran Bretaña se ha pasado a la austeridad? Muy al contrario, la confianza empresarial cayó a niveles que no se habían visto

desde lo peor de la crisis financiera; y la confianza de los consumidores cayó incluso por debajo de la constatada en 2008-2009.

El resultado es una economía que permanece sumida en la depresión. Según señaló en unos cálculos asombrosos el centro de análisis británico Instituto Nacional de Investigación Económica y Social, en cierto sentido muy real Gran Bretaña lo está pasando peor en la recesión actual que en la Gran Depresión: al cuarto año de iniciarse la Gran Depresión, el PIB británico había recobrado su pico anterior; pero en esta ocasión, todavía se halla muy por debajo del nivel que tenía a principios de 2008.

Y, en el momento de escribir esto, Gran Bretaña parecía estar entrando en una nueva recesión.

Difícilmente cabría imaginar una demostración más clara de que los «austeríacos» se equivocaban. Pero mientras redacto estas líneas, Cameron y Osborne mantienen una firme determinación de no cambiar el rumbo.

El aspecto positivo de las circunstancias británicas es que el Banco de Inglaterra —el banco central equivalente a nuestra Reserva Federal— ha continuado haciendo cuanto podía para mitigar la recesión. Y merece elogios especiales por hacerlo así, dado que no han sido pocas las voces que exigían no solo la austeridad fiscal, sino también tasas de interés más elevadas.

LA LABOR DE LAS DEPRESIONES

El deseo «austeríaco» de dar un tijeretazo al gasto gubernamental y reducir los déficits aun en el contexto de una economía deprimida quizá sea obstinado; personalmente, diría más aún, que es profundamente destructivo. Sin embargo, no es muy difícil de entender, dado que los déficits sostenidos pueden suponer un problema real. La petición de aumento de las tasas de interés ya resulta más difícil de comprender. Por mi parte, quedé asombrado cuando la OCDE pidió un aumento de los tipos en mayo de 2010; y no ha dejado de parecerme un llamamiento tan notable como extraño.

¿Por qué subir los tipos cuando la economía vive una profunda depresión y parece haber poco riesgo de inflación? Las explicaciones no han cesado de cambiar.

Si volvemos a 2010, cuando la OCDE pidió un fuerte incremento de los tipos, tomó una decisión extraña: contradijo su propia predicción económica. Esta predicción, basada en sus modelos, advertía que en los años posteriores habría poca inflación y mucho desempleo. Pero los mercados financieros, que en aquel momento eran más optimistas (aunque posteriormente cambiaron de opinión), estaban prediciendo implícitamente cierto incremento de la inflación. Las tasas de inflación predichas seguían siendo bajas, en comparación con los valores históricos; pero la OCDE se aferró al aumento de la inflación predicha para justificar una política monetaria más restrictiva.

En la primavera de 2011, un aumento en los precios de los productos básicos produjo un aumento de la inflación real; y el Banco Central Europeo citó este incremento como razón para elevar las tasas de interés. Esto puede parecer razonable, pero hay dos salvedades. Primero, al examinar los datos, era muy evidente que se trataba de un hecho temporal, debido a sucesos extraeuropeos; que había habido pocos cambios en la inflación subyacente y que era probable que el ascenso de la inflación general se corrigiera en el futuro próximo (como en efecto ocurrió). En segundo lugar, el BCE ya tuvo una famosa reacción excesiva a un repunte de la inflación, en 2008, que también dependía solo de los productos básicos; y elevó las tasas de interés justo cuando la economía mundial estaba hundiéndose en la recesión. Claro, podemos descartar que, unos pocos años después, cometiera exactamente el mismo error... Solo que lo hizo.

¿Por qué el Banco Central Europeo recaía tan resueltamente en un error? La respuesta, según sospecho, es que en el mundo de las finanzas había un disgusto general hacia las tasas de interés bajas, que no tenía nada que ver con el temor a la inflación; el temor a la inflación se invocó, en gran medida, para respaldar este deseo preexistente de ver subir las tasas de interés.

¿Por qué alguien querría elevar los tipos a pesar del alto desempleo y la baja inflación? Bien, hubo unos pocos intentos de proporcionar una argumentación al respecto, pero, en el mejor de los casos, cabe calificarlos de confusos.

Por ejemplo, Raghuram Rajan, de la Universidad de Chicago, publicó un artículo en el *Financial Times* bajo el titular: «Bernanke debe cerrar la era de los tipos ultrabajos». En él, advertía de que las tasas reducidas podrían provocar «actitudes arriesgadas y una inflación del precio de los activos»; lo cual no deja de ser una inquietud extraña, dado el problema claro y actual del desempleo masivo. Pero también argumentaba que el desempleo no era de una clase tal que pudiera resolverse con una demanda más elevada —argumento que analicé y, espero, rebatí en el capítulo 2—; y continuaba diciendo:

En resumidas cuentas, la actual recuperación del desempleo sugiere que Estados Unidos tiene que emprender profundas reformas estructurales para mejorar su faceta de la oferta. La calidad de su sector financiero, en su infraestructura física tanto como en su capital humano, requiere actualizaciones importantes y políticamente difíciles. Si este es nuestro objetivo, es imprudente intentar reavivar los modelos de la demanda previa a la recesión y, con ello, seguir las mismas políticas monetarias que condujeron al desastre.

La idea de que las tasas de interés suficientemente bajas para favorecer el pleno empleo actuarían, sin embargo, como obstáculo del ajuste económico parece extraña; pero también nos sonaba familiar a los que hemos estudiado el denodado esfuerzo de los economistas por comprender la Gran Depresión. En particular, el análisis de Rajan se asemeja mucho a un infame pasaje de Joseph Schumpeter, en el que este advertía en contra de

cualquier política de intervención que pudiera impedir que se cumpliera la «labor de las depresiones».

En todos los casos, y no solo en los dos que hemos analizado, la recuperación se produjo por sí sola. Esta es la verdad que hay, sin duda, en la conversación sobre el poder de recuperación de nuestro sistema industrial. Pero esto no es todo: nuestro análisis nos lleva a creer que la recuperación solo es firme si se produce por sí sola. Pues todo resurgimiento que se deba meramente a un estímulo artificial deja sin realizar parte de la labor de las depresiones y añade, al residuo indigerido del desajuste, un nuevo desajuste propio que habrá que resolver a su vez, con lo cual amenaza a las empresas con otra crisis futura. Particularmente, nuestro relato proporciona una presunción contra las medidas de saneamiento que funcionan mediante el dinero y el crédito. Pues el problema, fundamentalmente, no está en el dinero y el crédito, y las políticas de esta clase son especialmente dadas a sostener y acrecentar los desajustes y producir problemas adicionales en el futuro.

Cuando estudié Económicas, afirmaciones como la de Schumpeter se describían como características de la escuela «liquidacionista», que, básicamente, aseveraba que el sufrimiento que se vive durante una depresión es bueno y natural, y no debe hacerse nada para aliviarlo. Y el liquidacionismo, nos decían, ha sido rebatido meridianamente por los hechos. Ya no digamos Keynes: hasta Milton Friedman emprendió una cruzada contra esta clase de pensamiento.

Sin embargo, en 2010, de pronto recuperaron un lugar preponderante argumentos liquidacionistas en nada distintos a los de Schumpeter (o Hayek). Los escritos de Rajan son la afirmación más explícita del nuevo

liquidacionismo, pero he oído argumentos similares de boca de numerosos funcionarios financieros. No se aportaron pruebas ni un razonamiento detallado que justificara por qué había que rescatar esta doctrina del mundo de los muertos. ¿A qué tan repentino atractivo?

En este punto, creo que debemos volver la vista a la cuestión de los motivos. ¿Por qué la doctrina «austeríaca» ha sido tan atractiva para la «gente muy seria»?

PORQUÉS

En un pasaje temprano de su magistral *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, John Maynard Keynes hacía conjeturas sobre por qué la creencia en que la economía nunca podía sufrir una demanda inadecuada, y el corolario de que era erróneo que los gobiernos se esforzaran por incrementar la demanda —lo que denominaba teoría económica «ricardiana», por el economista de principios del siglo xix David Ricardo —, había dominado la opinión respetable durante tanto tiempo. Sus cavilaciones son tan agudas y contundentes hoy como en el momento en que fueron escritas:

El carácter absoluto de la victoria ricardiana posee matices curiosos y misteriosos. Tiene que haberse debido a un conjunto de idoneidades entre la doctrina y el entorno en el que se proyectó. Que llegara a conclusiones muy distintas de las que esperaría una persona corriente, sin formación específica, supongo que favoreció su prestigio intelectual. Que su lección, al traducirse a la práctica, fuera austera y a menudo de difícil digestión le aportaba virtud. Que se la adaptara para soportar una superestructura lógica vasta y coherente le otorgaba verdad. Que pudiera explicar tanta injusticia social y crueldad aparente como un incidente inevitable en el

orden del progreso, y que pudiera predecirse que el intento de cambiar tales cosas causaría más daño que beneficio, la hacía atractiva para la autoridad. Que aportara cierta justificación a la libre actividad del capitalista individual le atrajo el apoyo de la fuerza social dominante que hay detrás de la autoridad.

Ciertamente. Y el pasaje donde afirma que la doctrina económica que exige austeridad sirve para justificar también la injusticia social y, más en general, la crueldad, y esto la hace atractiva a la autoridad, suena especialmente acertado.

Podríamos añadir el punto de vista de otro economista del siglo xx, Michal Kalecki, que en 1943 escribió un perspicaz ensayo sobre la importancia que tiene el llamado a la «confianza» para los jefes económicos. En la medida en que no se puede restaurar el pleno empleo sin, de algún modo, restaurar la confianza empresarial —señalaba Kalecki—, los grupos de presión empresariales tienen, de hecho, poder de veto sobre las acciones del gobierno. Si este propone algo que les disgusta —como por ejemplo elevar impuestos o aumentar el poder de negociación de los trabajadores—, aquellos pueden proclamar funestas advertencias sobre el modo en que ello reducirá la confianza y hundirá el país en la depresión. Pero si se despliega una política fiscal y monetaria para combatir el desempleo, de pronto la confianza empresarial deja de ser imprescindible y se reduce mucho la necesidad de satisfacer las inquietudes de los capitalistas.

Déjenme añadir otra vía de explicación. Si uno mira qué quieren los «austeríacos» —una política fiscal centrada en el déficit, antes que en la creación de empleo, una política monetaria que combata obsesivamente hasta el mínimo signo de inflación y que eleve las tasas de interés incluso frente a un desempleo muy elevado—, todo ello, de hecho, sirve a los intereses de los acreedores: de los que prestan dinero, por oposición a los intereses de quienes lo toman prestado o trabajan para vivir. Los acreedores quieren que los gobiernos conviertan la devolución de la deuda en su

máxima prioridad; y se oponen a toda acción de la faceta monetaria que, o bien prive de rendimientos a los banqueros al mantener los tipos bajos, o bien erosione el valor de los títulos de crédito mediante la inflación.

Por último, está la tenaz insistencia en convertir la crisis económica en una obra moral, un cuento en el que la depresión es una consecuencia necesaria de los pecados precedentes, que no se debe aliviar. El gasto deficitario y las tasas de interés bajas le parecen un *error* a mucha gente, simplemente, y quizá más aún a los banqueros centrales y otros personajes destacados de las finanzas, cuyo sentido del valor propio está estrechamente vinculado a la idea de ser los adultos que dicen «no».

El problema es que, en la situación actual, insistir en la perpetuación del sufrimiento no es la iniciativa madura y adulta que uno debe adoptar, sino que resulta a un tiempo infantil (si juzgamos las políticas por cómo se reciben, no por lo que hacen) y destructiva.

Así pues, concretamente, ¿qué deberíamos hacer? Y ¿cómo podemos lograr un cambio de rumbo? De estos temas me ocuparé en el resto del presente libro.

Lo que hará falta

Las deficiencias principales de la sociedad económica en la que vivimos son su incapacidad de proporcionar pleno empleo y su arbitraria y desigual distribución de la riqueza y los ingresos.

JOHN MAYNARD KEYNES,
*Teoría general de la ocupación, el
interés y el dinero*

A sí era en 1936, y así es en la actualidad. Ahora, como entonces, nuestra sociedad está asolada por un desempleo descomunal. Ahora, como entonces, la falta de empleos representa una deficiencia de un sistema que era brutalmente desigual e injusto incluso en los «buenos tiempos».

El hecho de que ya hayamos estado aquí antes ¿debe ser una fuente de desesperación o de esperanza? Yo voto por la esperanza. A fin de cuentas, después de todo logramos curar los problemas que causaron la Gran Depresión y dimos origen a una sociedad mucho más igualitaria. Cabe lamentar el hecho de que el arreglo no duró para siempre, pero vaya, nada lo hace (excepto las manchas de vino tinto en un sofá blanco). El hecho es que, después de la segunda guerra mundial, tuvimos dos generaciones con un empleo bastante adecuado y niveles tolerables de desigualdad. Y lo podemos conseguir otra vez.

Estrechar la brecha de los ingresos será una tarea difícil y, probablemente, deba tomarse como un proyecto a largo plazo. Es cierto que, la última vez, la desigualdad de los ingresos se redujo con suma rapidez, en lo que se dio en llamar la «gran compresión» de los años de guerra; pero como ahora no vamos a tener una economía de guerra, con todos los controles que esta implica —o, al menos, confío en que no vaya a ser así—, probablemente es poco realista confiar en una solución rápida.

El problema del desempleo, por el contrario, no es difícil, desde una perspectiva puramente económica, ni su solución requiere demasiado tiempo. Entre 1939 y 1941 —es decir, entre Pearl Harbor y la verdadera incorporación de Estados Unidos a la guerra—, una explosión de gasto federal causó un 7 por 100 de aumento del número total de puestos de trabajo en el país; esta cifra equivaldría, en la actualidad, a añadir más de diez millones de puestos de trabajo.

Podría replicarse que nuestro tiempo es distinto, pero uno de los mensajes principales de este libro es que no es así; ninguna razón impediría que pudiéramos repetir ese logro si en verdad mostráramos la claridad intelectual y la voluntad política necesarias. Cada vez que uno oye a uno de esos bustos parlantes repitiendo que tenemos un problema de largo plazo, que no se puede solventar con remedios cortoplacistas, debemos pensar que aunque tal persona quizá crea ser razonable, en realidad está siendo tan cruel como necia. Podemos acabar con esta crisis ya, y deberíamos hacerlo.

En este punto, el lector que haya recorrido las páginas de este libro desde el principio tendrá una idea bastante clara de qué debería comportar una estrategia de fin de la depresión. En este capítulo la desarrollaré de forma más explícita. Pero antes de hacerlo, permítanme un momento para responder a las afirmaciones de que la economía ya se está curando a sí misma.

LAS COSAS NO VAN BIEN

Escribo estas palabras en febrero de 2012, no mucho después de que la estadística laboral haya mejorado más de lo previsto. De hecho, en los últimos meses, hemos venido recibiendo noticias algo alentadoras en materia de ocupación: el empleo está creciendo con relativa solidez, las cifras de desempleo están cayendo, las nuevas solicitudes de seguros de paro están disminuyendo, el optimismo sube.

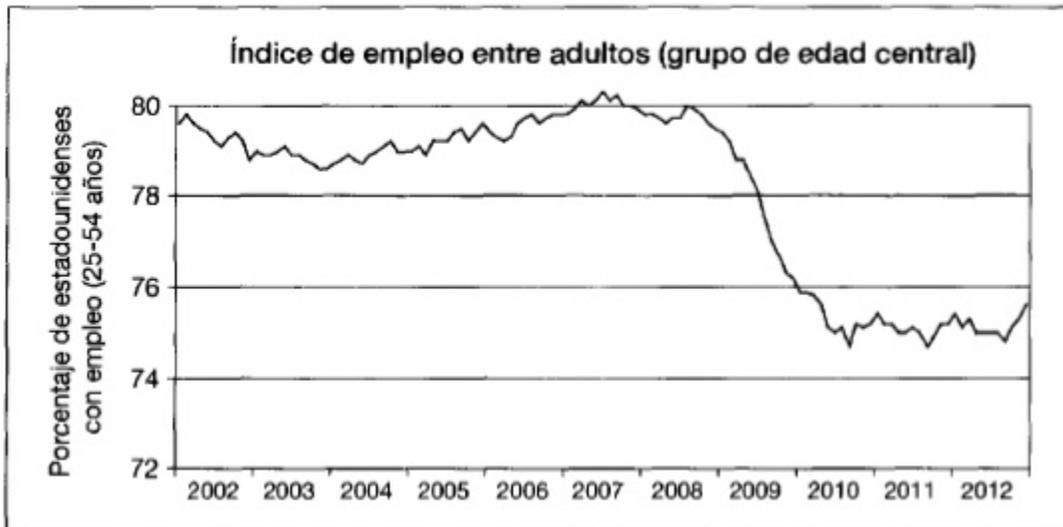
Y quizá esté pasando que los poderes de recuperación natural de la economía estén empezando a actuar. Incluso John Maynard Keynes defendió la existencia de este potencial de recuperación; que, con el tiempo, «el uso, el deterioro y la obsolescencia» van corroyendo las reservas existentes de edificios y máquinas, lo cual termina por causar una «escasez» de capital que induce a las empresas a empezar a invertir y, con ello, iniciar un proceso de recuperación. Cabría añadir que la carga del endeudamiento familiar también está rebajándose, aunque muy despacio, pues algunos hogares han logrado devolver sus deudas mientras otras están siendo canceladas por impago. Así pues, ¿ahora ya no es necesario actuar?

Sí lo es.

Para empezar, en realidad esta es la *tercera* vez en la que mucha gente ha hecho sonar la sirena del final del bombardeo. Después de que en 2009 Bernanke viera «brotes verdes» en la economía, y de que en 2010 el gobierno de Obama calificara aquel verano como el de la «recuperación», sin duda habrá que esperar algo más antes de poder cantar victoria. No basta con aunar unos pocos meses con datos mejores.

Lo que verdaderamente debe entenderse bien, sin embargo, es que nos hallamos en un agujero muy profundo y que la reciente mejora es poca cosa, en comparación. Déjenme ofrecer un indicador de dónde estamos: la fracción empleada del grupo central de la población en edad de trabajar (según se muestra en la página siguiente). Al utilizar este indicador, no quiero sugerir que la disponibilidad de puestos de trabajo para los estadounidenses jóvenes y mayores carezca de importancia; simplemente elijo un indicador del mercado laboral que no se ve afectado por tendencias como la del envejecimiento de la población, de forma que es coherente a lo

largo del tiempo. Y lo que nos indica es que, en efecto, en los meses más recientes ha habido cierta mejora; pero también podemos ver que la mejora es casi lastimosa, en comparación con el hundimiento de 2008 y 2009.



Aunque en fecha reciente ha habido alguna mejora en el panorama del empleo, aún estamos bien metidos en el hoyo.

Fuente: Agencia Estadounidense de Estadística Laboral

A este ritmo, incluso si continúan las buenas noticias recientes, ¿cuánto tardaremos en recuperar el pleno empleo? Muchísimo. No he visto ningún cálculo verosímil que sitúe el plazo de plena recuperación en menos de cinco años; y, probablemente, un período de unos siete años es una cifra más realista.

Esta es una perspectiva terrible. Cada mes que pasamos en esta depresión inflige un daño continuo y acumulativo a nuestra sociedad, un daño que no debemos medir solo con el sufrimiento actual, sino también con la degradación del futuro. Si podemos tomar medidas que aceleren radicalmente la recuperación —y estas medidas existen—, debemos adoptarlas.

Pero, dirá el lector, ¿qué haremos con los obstáculos políticos? Son reales, por descontado; pero quizá no sean tan insuperables como mucha gente piensa. En el presente capítulo quiero dejar las querellas de los políticos a un lado y hablar sobre las tres áreas principales en las que la intervención activa podría suponer una enorme diferencia, empezando con el gasto gubernamental.

GASTEMOS AHORA, PAGUEMOS MÁS ADELANTE

La situación básica de la economía estadounidense, en la actualidad, es la misma que se ha vivido desde 2008: el sector privado no está dispuesto a gastar lo suficiente para utilizar toda nuestra capacidad productiva y, por lo tanto, dar empleo a los millones de estadounidenses que ansian trabajar pero no encuentran puestos de trabajo. La forma más directa de cerrar esta brecha es que el gobierno gaste donde el sector privado no lo hace.

Cualquier propuesta como esta suele recibir tres objeciones:

1. La experiencia demuestra que el estímulo fiscal no funciona.
2. Déficits más elevados socavarían la confianza.
3. Los buenos proyectos en los que invertir no son suficientes.

De las dos primeras objeciones ya me he ocupado en páginas anteriores de este libro. Permítanme, pues, resumir brevemente los argumentos ya aportados, para luego pasar al tercer reparo.

Como expliqué en el capítulo 7, el estímulo de Obama no fracasó porque fuera inútil; sencillamente, careció de la magnitud suficiente para compensar la enorme retirada del sector privado, que ya estaba en marcha antes de la aparición del estímulo. Que el desempleo siguiera siendo alto no solo era predecible, sino que se predijo así.

Las pruebas reales que deberíamos estar examinando aquí son las del corpus de obras de investigación económica, que crece con rapidez, sobre los efectos que tienen los cambios del gasto gubernamental sobre la producción y el empleo. Estos estudios se basan tanto en los «experimentos

naturales» (por ejemplo, las guerras y las carreras de armamento) como en un examen cuidadoso de los precedentes históricos, tendente a identificar los grandes cambios en las políticas fiscales. El epílogo de este libro resume algunas de las aportaciones principales a esta investigación. Lo que nos dicen estos trabajos, de forma clara y convincente, es que los cambios en el gasto gubernamental mueven la producción y el empleo en la misma dirección: si se gasta más, crecerán tanto el PIB real como el empleo; si se gasta menos, el PIB real y el empleo menguarán.

Y ¿qué decir de la confianza? Como expliqué en el capítulo 8, no hay razón para creer que ni siquiera un estímulo sustancial socavaría la buena disposición de los inversores a comprar bonos estadounidenses. De hecho, la confianza del mercado de bonos bien podría acrecentarse, ante la perspectiva de un crecimiento más rápido. Además, la confianza tanto empresarial como de los consumidores también se reforzaría, de hecho, si las políticas de gestión se centraran en promover la prosperidad de la economía real.

La última objeción, relativa a dónde invertir, tiene más fuerza. Mientras se estaba diseñando el plan de estímulo original de Obama, ya existía cierta inquietud ante la idea de que no había suficientes proyectos aptos para la intervención inmediata. Yo replicaría, sin embargo, que incluso entonces las restricciones del gasto no eran tan estrictas como imaginaban muchos funcionarios de primer nivel. Y, en el momento actual, sería relativamente fácil conseguir un importante aumento temporal del gasto. ¿Por qué? Porque podríamos dar un gran impulso a la economía tan solo con invertir la austeridad destructiva que ya han impuesto los gobiernos estatales y locales.

Ya he mencionado esta austeridad antes, pero realmente resulta crucial si uno piensa en lo que podríamos hacer, en el corto plazo, para ayudar a nuestra economía. A diferencia del gobierno federal, los gobiernos locales y estatales se ven más o menos obligados a equilibrar sus presupuestos año por año, lo que supone que, en un contexto de recesión, deben recortar sus gastos y/o elevar sus impuestos. El plan de estímulo de Obama incluía una partida relevante de ayuda para los estados, concebida para contribuir a

evitar estas acciones, que deprimen la economía; pero el dinero ya fue insuficiente durante el primer año y hace mucho que se ha terminado. El resultado ha sido una reducción de calado, documentada en el cuadro de la página siguiente, que muestra el empleo proporcionado por los gobiernos locales y estatales. En la actualidad, el número de trabajadores empleados por estos gobiernos ha caído en más de medio millón. Y la mayoría de estos puestos de trabajo perdidos vienen de la educación.



En los niveles inferiores de gobierno, el empleo se ha reducido notablemente, cuando debería haber seguido creciendo al ritmo de la población. Más de un millón de personas han quedado sin empleo; muchos eran maestros.

Fuente: Agencia Estadounidense de Estadística Laboral

Preguntémonos, pues, qué habría ocurrido si los gobiernos estatales y locales no se hubieran visto obligados a la austeridad. Sin duda, no habrían despedido a todos esos maestros; de hecho, sus fuerzas de trabajo habrían continuado creciendo, aunque solo fuera para dar servicio a una población más numerosa. La línea intermitente muestra qué nivel habría alcanzado el

empleo de los gobiernos estatales y locales si hubiera continuado creciendo en línea con la población, en torno al 1 por 100 anual. Este cálculo aproximado sugiere que, si se hubiera proporcionado una ayuda federal suficiente, estos gobiernos de segundo y tercer nivel quizá estarían dando empleo hoy a 1,3 millones de trabajadores más de los que en verdad emplean. Un análisis similar en la faceta del gasto sugiere que, de no haber sido por las graves restricciones presupuestarias, los gobiernos estatales y locales estarían gastando quizá unos 300.000 millones de dólares anuales más que en la actualidad.

En consecuencia, aquí mismo hay un estímulo de 300.000 millones de dólares anuales, que podría llevarse a cabo con tan solo proporcionar a los estados y municipios la ayuda suficiente para que dieran marcha atrás en sus recientes recortes presupuestarios. Ello crearía mucho más de 1 millón de puestos de trabajo directos y, probablemente, cerca de 3 millones, cuando se toman en cuenta los efectos indirectos. Y se podría hacer con suma rapidez, dado que solo estamos hablando de cancelar recortes, no de iniciar nuevos proyectos.

Aun así, también deben existir nuevos proyectos. No es preciso que sean proyectos visionarios, como un ferrocarril de velocidad ultrarrápida; pueden constar principalmente de inversiones prosaicas en carreteras, mejoras del ferrocarril, sistemas hídricos y demás. Un efecto de la austeridad obligada en el nivel estatal y local ha sido una caída brusca de la inversión en infraestructuras, lo que ha supuesto retrasar o cancelar proyectos, demorar mantenimientos, etcétera. Así, sería posible dar un impulso importante al gasto con el mero acto de recuperar todo lo que se ha pospuesto o cancelado en estos últimos años.

Pero ¿qué ocurriría si algunos de estos proyectos tardan cierto tiempo en ponerse en marcha y, entretanto, la economía se ha recuperado antes de que concluyan? La respuesta más apropiada es: ¿y qué importa? Desde el principio de esta depresión, ha sido evidente que los riesgos de hacer demasiado poco son muy superiores a los riesgos de emprender de más. Si el gasto del gobierno amenazara con recalentar la economía, estaríamos ante un problema que la Reserva Federal puede contener con facilidad:

bastaría con que elevara las tasas de interés un poco más rápido de lo que habría hecho en otra circunstancia. Lo que deberíamos haber temido durante todo este tiempo es lo que pasó en realidad: que el gasto del gobierno fuera inadecuado para la tarea de promover la creación de empleos y que la Reserva Federal se viera incapacitada para recortar los tipos porque ya han llegado al cero.

Esto no implica que la Reserva Federal no pueda, y deba, adoptar más iniciativas, un tema sobre el que volveré dentro de un minuto. Pero antes, déjenme añadir que hay al menos otro canal adicional mediante el cual el gasto del gobierno podría proporcionar un impulso ciertamente rápido a la economía: con más ayuda a las personas en dificultades, a través de un incremento temporal de la generosidad del seguro por desempleo y otros programas de la red de seguridad social. En el plan de estímulo original hubo un componente similar, aunque no fue suficiente y se desvaneció demasiado pronto. Si se pone dinero en manos de quienes lo necesitan, es muy probable que lo gasten, y esto es, exactamente, lo que necesitamos que pase.

Así pues, los obstáculos técnicos a un nuevo gran plan de estímulo fiscal —un nuevo y significativo programa de gasto gubernamental, que propulse la economía— son mucho menos obvios de lo que mucha gente parece imaginar. Podemos hacerlo; y resultará todavía mejor si la Reserva Federal se suma con otras iniciativas.

LA RESERVA FEDERAL

Japón entró en una prolongada recesión a principios de los años noventa, recesión de la que aún no ha vuelto a emerger por completo. Esto representó un enorme fracaso de la política económica y los observadores externos lo señalaron con toda claridad. Por ejemplo, en 2000, un eminente economista de Princeton publicó un artículo que criticaba intensamente al Banco de Japón (banco central del país, equivalente a nuestra Reserva Federal) por no haber adoptado medidas más poderosas. El Banco de Japón

—decía este artículo— sufría una «parálisis infligida por sí mismo». Además de sugerir una serie de medidas específicas que el Banco de Japón debería adoptar, el documento también defendía, más en general, que debería hacer todo lo preciso para favorecer una recuperación económica intensa.

Este profesor de Princeton, como quizá habrán adivinado algunos lectores, no era otro que Ben Bernanke, que ahora dirige la Reserva Federal..., institución que, a su vez, parece estar sufriendo la misma parálisis autoprovocada que Bernanke antaño criticó en otros.

Al igual que el Banco de Japón en 2000, en la actualidad la Reserva Federal no puede seguir usando la política monetaria convencional —que imprime impulso a la economía con los cambios en las tasas de interés a corto plazo—, porque los tipos ya han llegado al cero y no pueden bajar más. Pero el profesor Ben Bernanke, en aquellas fechas, postulaba que las autoridades monetarias también podían adoptar otras medidas que resultarían eficaces aun cuando las tasas de interés estuvieran tocando el «límite inferior cero». Entre estas medidas figuraban:

- Usar dinero recién impreso para comprar activos «no convencionales», tales como bonos a largo plazo y deuda privada.
- Usar dinero recién impreso para costear rebajas temporales de impuestos.
- Establecer objetivos para las tasas de interés a largo plazo; por ejemplo, comprometiéndose a mantener la tasa de interés de los bonos a 10 años por debajo del 2,5 por 100 durante cuatro o cinco años, haciendo, si fuera preciso, que el banco central comprara esos bonos.
- Intervenir en el mercado de divisas para rebajar el valor de la propia moneda y reforzar con ello al sector exportador.
- Establecer un objetivo más alto para la inflación, de por ejemplo el 3 o 4 por 100, para los próximos 5 e incluso 10 años.

Bernanke apuntó asimismo que todas estas medidas, que tendrían un efecto positivo real sobre el crecimiento y el empleo, se apoyaban en un

importante corpus de pruebas y estudios económicos. (La idea del objetivo de inflación, de hecho, procedía de un documento que publiqué yo en 1.998.) También defendía que los detalles, probablemente, no eran tan importantes; que lo que en realidad se necesitaba era una «determinación rooseveltiana», una «voluntad de ser dinámicos y experimentar; en suma, de hacer cuanto sea necesario para poner en marcha, de nuevo, el país».

Por desgracia, Bernanke, en cuanto presidente de la Reserva Federal, no ha seguido el consejo del profesor Bernanke. Para ser justos, la Reserva ha aplicado, hasta cierto punto, la primera de las medidas indicadas: bajo el nombre —nada transparente— de «flexibilización cuantitativa», ha comprado tanto deuda del gobierno a un plazo más largo como valores con respaldo hipotecario. Pero no se han visto indicios de la determinación rooseveltiana a hacer cuanto fuera preciso. Más que aportar dinamismo y experimentación, la Reserva se ha limitado a poner en práctica la citada «flexibilización cuantitativa»; pero lo ha hecho con suma cautela, solo en los momentos en los que la economía parecía especialmente débil, e interrumpiéndose cada vez que las noticias mejoraban un tanto.

¿Por qué la Reserva Federal ha sido tan timorata, cuando su presidente, en sus propios escritos, ha sugerido que debería actuar con mucha más determinación? Quizá la respuesta sea que la presión política lo ha intimidado: en el Congreso, los republicanos se volvieron locos con la «flexibilización cuantitativa»; acusaron a Bernanke de «degradar el dólar»; y Rick Perry, el gobernador de Texas, saltó a la fama al advertir a Bernanke de que, si se le ocurría visitar su estado, quizá lo iban «a tratar muy mal».

Pero esta no es toda la historia. Laurence Ball, de la Universidad Johns Hopkins —un macroeconomista destacado por derecho propio— ha analizado la evolución del pensamiento de Bernanke a lo largo de los años, según se manifiesta en las actas de las reuniones de la Reserva Federal. Si yo tuviera que resumir el análisis de Ball, diría que sugiere que Bernanke ha sido asimilado por los *borg de la Fed*^[10]. La presión del pensamiento en grupo, y la atracción de la camaradería, han hecho que, con el tiempo, Bernanke haya pasado a defender una concepción modesta de los objetivos de la Reserva Federal; aunque esto facilita la vida de la institución, no

contribuye a ayudar a la economía con todos los medios necesarios. La triste ironía es que, hace poco más de diez años, Bernanke criticara a un banco central por tener esencialmente esta misma actitud, la de no estar dispuesto a «probar todo cuanto no sea evidente que va a fracasar».

Fueran cuales fuesen las razones de la pasividad de la Reserva Federal, la idea en la que quiero insistir, en este punto, es que todas las posibles medidas que el profesor Bernanke sugirió que serían útiles para tiempos como los actuales siguen estando en nuestra mano, aun a pesar de que el presidente Bernanke no las haya llevado a término. Joseph Gagnon, antiguo funcionario de la Reserva que ahora trabaja en el Instituto Peterson de análisis de la política económica internacional, ha desarrollado un plan específico para una «flexibilización cuantitativa» mucho más intensa; la Reserva debería aplicar de inmediato este plan u otro parecido. También tendría que comprometerse con una tasa de inflación relativamente más alta, digamos del 4 por 100, para los próximos cinco años; o, alternativamente, establecer un objetivo para el valor en dólares del PIB que implicara una tasa de inflación similar. Y debería estar dispuesto a nuevas medidas, si esto demostrara ser insuficiente.

Si la Reserva adopta estas medidas más potentes, ¿funcionarán? No necesariamente, pero, como solía decir el propio Bernanke, lo importante es intentarlo, y no dejar de intentarlo aunque las primeras flechas marren la diana. Por otro lado, es mucho más probable que las medidas de la Reserva funcionen bien si se acompañan de la clase de estímulo fiscal que he descrito más arriba; y también si se acompañan de iniciativas de calado al respecto de la vivienda, la tercera pata de una estrategia de recuperación.

VIVIENDA

Como una gran parte de nuestros problemas económicos se pueden atribuir a la deuda en que los compradores de viviendas incurrieron durante los años de la burbuja, una forma obvia de mejorar la situación actual sería reducir el peso de este endeudamiento. Pero los intentos de proporcionar a

los propietarios un alivio han supuesto, en pocas palabras, un auténtico fracaso. ¿Por qué? Principalmente, diría, porque tanto los planes de socorro como su puesta en práctica se han visto obstaculizados por el miedo a que algunos deudores recibieran ayuda sin merecerlo y que esto pudiera provocar una reacción política violenta.

Así, si nos atenemos al principio de la determinación rooseveltiana — del «Si no lo has conseguido a la primera, vuélvelo a intentar otra y otra vez»—, deberíamos intentar otra vez la medida del alivio hipotecario. Basémonos ahora en haber comprendido que la economía lo necesita, desesperadamente, y dejemos de lado la inquietud de que algunos de los beneficios de esta ayuda puedan recaer sobre personas que en el pasado se han comportado irresponsablemente.

Pero el cuento tampoco termina aquí. Según apunté más arriba, los intensos recortes de los gobiernos estatales y locales han contribuido —de manera perversa— a que el estímulo fiscal sea más defendible hoy que a principios de 2009, puesto que, con solo cancelar los tijeretazos, conseguiríamos un enorme impulso económico. De un modo relativamente distinto, que la recesión económica haya sido tan prolongada también facilita el auxilio hipotecario. En efecto, la economía en depresión ha hecho disminuir las tasas de interés, incluidas las hipotecarias; si las hipotecas convencionales firmadas durante el auge de la explosión hipotecaria incluían a menudo tasas superiores al 6 por 100, en la actualidad estas son inferiores al 4 por 100.

En una situación corriente, los propietarios aprovecharían este descenso de las tasas para refinanciar la deuda, reduciendo el pago de intereses y liberando fondos que podrían gastar en otras cosas; es decir, impulsando la economía. Pero la burbuja nos ha legado una gran cantidad de propietarios cuyas viviendas apenas poseen valor residual; hay incluso bastantes casos de valor residual negativo: sus hipotecas son más elevadas que el valor de mercado actual de sus casas. Y, en general, los prestamistas no aprobarán una refinanciación de las viviendas cuyo valor residual es insuficiente (o exigirán a cambio una cancelación parcial adicional).

La solución no parece nada complicada: debemos hallar una manera de eliminar o, al menos, suavizar estas normas. En realidad, el gobierno de Obama contó con un programa creado para este fin, el HARP (Programa de Refinanciación Asequible de la Vivienda). Pero como las políticas de vivienda previas, el HARP ha sido un programa demasiado cauto y restrictivo. Lo que necesitamos es un plan de refinanciación a gran escala; y esto debería resultar más fácil ahora, cuando muchas hipotecas se deben a Fannie y Freddie y estas dos entidades están ya plenamente nacionalizadas.

Esto no está ocurriendo aún, en parte porque el jefe del Departamento Federal de Financiación de la Vivienda, que supervisa a Fannie y Freddie, se hace el remolón. (Aunque se trata de un cargo nombrado por el presidente, al parecer, Obama no quiere indicarle qué debe hacer ni está dispuesto a despedirlo.) Pero esto significa que la ocasión sigue esperándonos. Lo que es más, tal como ha señalado Joe Gagnon, del Instituto Peterson, una refinanciación masiva podría resultar especialmente eficaz si se acompañara del empeño decidido, por parte de la Reserva Federal, de rebajar las tasas de interés hipotecarias.

La refinanciación no eliminaría la necesidad de aplicar medidas adicionales de alivio de la deuda, al igual que revertir la austeridad estatal y local no implica que ya no necesitemos nuevos estímulos fiscales. Sin embargo, la clave de uno y otro factor es que, en ambos casos, los cambios de la situación económica a lo largo de los tres últimos años han creado la ocasión de adoptar medidas técnicamente sencillas, pero sorprendentemente eficaces, a la hora de dar un impulso a nuestra economía.

Y HAY MÁS

La lista de medidas posibles indicada más arriba no pretende ser exhaustiva. Hay otros frentes en los que nuestros gestores podrían y deberían actuar, especialmente en el comercio exterior; ya hace mucho tiempo que deberíamos haber adoptado una actitud más dura con China y otros manipuladores de divisas, incluso sancionándolos, si es preciso.

También la legislación medioambiental podría interpretar un papel positivo: si se anuncian objetivos para poner coto —algo muy necesario— a los gases de efecto invernadero y las emisiones de partículas, con normas que vayan entrando en vigor de forma programada a lo largo del tiempo, el gobierno proporcionaría un incentivo a las empresas para que estas inviertan ahora en actualizaciones medioambientales, lo cual también contribuiría a acelerar la recuperación económica.

Sin duda, algunas de las medidas políticas que he descrito aquí no funcionarían tan bien como uno desearía, si se pusieran en práctica. Ahora bien, otras funcionarían mejor de lo esperado. Lo que resulta crucial, más allá de cualquier concreción, es la voluntad de actuar con determinación, de promover políticas de creación de empleo y de actuar sin descanso hasta que se consiga la meta del pleno empleo.

Por otro lado, los tímidos indicios de recuperación en los datos económicos recientes, si acaso, refuerzan aún más la necesidad de una intervención decidida. A mi entender, al menos, parece que la economía estadounidense podría estar remontando; quizá el motor económico esté a punto de prender, tal vez estemos a punto de lograr un crecimiento capaz de sostenerse a sí mismo. Pero no es nada seguro, ni mucho menos. Así que es hora de pisar a fondo el pedal del acelerador, no de levantarlo.

La gran pregunta, por descontado, es si alguien de los que está en una posición de poder será capaz de, o querrá, seguir el consejo de los que defendemos que es preciso adoptar nuevas medidas. ¿Los políticos, con sus desavenencias, estorbarán el proceso?

Sin duda, lo harán. Pero esto no es razón para abandonar. Y a ello le dedico mi último capítulo.

¡Acabad con esta depresión!

En este punto, espero haber convencido al menos a algunos lectores de que la depresión que estamos atravesando es, fundamentalmente, gratuita: no hace falta que suframos tanto ni que destruyamos tantas vidas. Además, podríamos acabar con esta crisis más rápida y fácilmente de lo que nadie imagina; nadie, claro está, salvo los que han estudiado de verdad el funcionamiento económico de las economías deprimidas y las pruebas históricas de cómo funcionan en estas economías las iniciativas políticas.

Pero al final del capítulo anterior, estoy seguro de que hasta los lectores mejor dispuestos han empezado a preguntarse si todo el análisis económico del mundo puede bastar para hacer algo verdaderamente útil. ¿Acaso un programa de recuperación como el que he descrito no está descartado, en lo que a la política se refiere? Y, por lo tanto, ¿abogar por un programa de esta naturaleza no es perder el tiempo?

Mi respuesta a estas dos preguntas es: «No necesariamente» y «Desde luego que no». Que haya un cambio real en la política —tal que deje de lado la obsesión de los últimos años por la austeridad y se centre de nuevo en la creación de empleo— es mucho más posible de lo que el saber convencional le invita a creer. Además, la experiencia reciente nos enseña una lección política crucial: es mucho mejor defender las creencias propias, luchar por lo que realmente debería hacerse, que intentar pasar por moderado y razonable al aceptar, en lo esencial, los argumentos del

contrincante. Si no queda otro remedio, transija en las medidas políticas; pero jamás en la verdad.

Permítanme que empiece hablando de la posibilidad de dar un giro radical a las políticas de intervención.

NADA FUNCIONA MEJOR QUE LO QUE FUNCIONA

Los expertos se pasan el tiempo haciendo declaraciones, en tono muy seguro, sobre lo que quiere y cree el electorado estadounidense; y esta supuesta opinión pública se usa, con frecuencia, para sacar del tapete cualquier insinuación de cambio político serio, al menos si se presenta desde la izquierda. Estados Unidos es un «país de centro-derecha», nos dicen, y esto descarta cualquier iniciativa importante que implique nuevos gastos del gobierno.

Y, para no faltar a la verdad, debemos reconocer que existen líneas, tanto a la derecha como a la izquierda del espectro, que probablemente la política no puede cruzar sin asegurarse una catástrofe electoral. George W. Bush lo descubrió cuando quiso pri-vatizar la seguridad social tras las elecciones de 2004: a la opinión pública la idea le pareció odiosa y su intento de asaltar la cuestión no tardó en estancarse. Una propuesta comparable de tendencia liberal —por ejemplo, un plan para introducir una auténtica «atención médica social», que administrase todo el sistema sanitario con un programa gubernamental semejante a la atención sanitaria de los veteranos— correría, probablemente, la misma suerte. Pero cuando hablamos del tipo de medidas políticas que analizamos aquí —medidas que, en su mayoría, intentan potenciar la economía, más que transformarla—, no cabe duda de que la opinión pública se muestra menos coherente y menos contundente de lo que las crónicas diarias le quieren hacer creer.

Los expertos y —siento decirlo— los actores políticos de la Casa Blanca gustan de contar enrevesadas historias sobre lo que supuestamente piensan los votantes. En 2011, Greg Sargent, del *Washington Post*, resumió

los argumentos esgrimidos por los asesores de Obama para justificar que la prioridad hubiera pasado a ser recortar los gastos, en vez de crear empleo.

Un acuerdo importante tranquilizaría a los independientes que tienen miedo de que el país esté fuera de control; situaría a Obama como el adulto que hizo que Washington volviera a funcionar; permitiría al presidente decir a los demócratas que él había enderezado la situación financiera del sistema; y despejaría el camino para abordar después otras prioridades.

Bueno, hablen ustedes con cualquier estudioso de las ciencias políticas que se haya dedicado a analizar el comportamiento del electorado, y se le escapará la risa ante la idea de que los votantes desarrollen este tipo de razonamientos tan complejos. Y estos mismos estudiosos, por lo general, se burlarán de lo que Matthew Yglesias ha denominado en su *Slate* la «falacia del experto»: demasiados analistas políticos están convencidos —erróneamente— de que sus temas favoritos son, milagrosamente, los que más le importan al electorado. Los votantes reales ya tienen bastante de qué ocuparse con sus trabajos, sus hijos y su vida en general. No tienen ni el tiempo ni las ganas de examinar en profundidad las cuestiones políticas, ya no digamos de meterse en un análisis de matices como los de las páginas de opinión. Lo que perciben —y decide su voto— es si la economía va a mejor o a peor. Así, los análisis estadísticos nos dicen que la tasa de crecimiento económico en los tres trimestres previos a las elecciones es, con mucho, el factor que más claramente determina los resultados electorales.

Y esto significa algo que, por desgracia, el equipo de Obama no ha captado hasta muy entrado el juego: que la estrategia económica que mejor funciona a nivel político no es la que aprueban los grupos de análisis, y menos aún los editoriales del *Washington Post*; es la estrategia que ofrece resultados reales. Quien sea que se sienta el año próximo en la Casa Blanca prestará el mejor servicio posible a sus propios intereses políticos si hace lo

correcto desde el punto de vista económico; esto es: si hace lo necesario para acabar con esta crisis. Si las políticas monetarias y fiscales expansivas, unidas al alivio de la deuda, son el camino para hacer que esta economía arranque —y espero haber convencido al menos a algunos lectores de que en efecto lo son—, entonces estas medidas serán inteligentes desde el punto de vista político, además de ser de interés nacional.

Pero ¿existe alguna posibilidad de que en efecto las veamos aprobadas como leyes?

LAS POSIBILIDADES POLÍTICAS

Como es sabido, en noviembre de 2012 habrá elecciones en Estados Unidos, y el futuro panorama político no está nada claro. En general, parece haber tres grandes posibilidades: que Obama sea reelegido presidente y los demócratas recuperen también el control del Congreso; que un republicano (probablemente, Mitt Romney) gane las elecciones presidenciales y que los republicanos sumen una mayoría en el Senado a su control de la Casa Blanca; y que el presidente salga reelegido pero se enfrente a la hostilidad de al menos una de las cámaras. ¿Qué se podría hacer en cada una de estas situaciones?

El primer caso —Obama triunfa— es el que permite imaginar con más facilidad que Estados Unidos hará lo necesario para recuperar el pleno empleo. En efecto, el gobierno de Obama tendría la oportunidad de renovar el intento y adoptar las medidas enérgicas que no supo tomar en 2009. Como es improbable que Obama obtenga en el Senado una mayoría absoluta a prueba de obstruccionistas, adoptar estas medidas enérgicas requeriría utilizar la «reconciliación», el procedimiento parlamentario que los demócratas emplearon para aprobar la reforma sanitaria y Bush para aprobar sus dos recortes de impuestos^[11]. Mejor eso que nada. Si los asesores se inquietan y advierten de las posibles consecuencias políticas, Obama deberá recordar la lección que aprendió dolorosamente en su primer

mandato: la mejor estrategia económica, desde el punto de vista político, es la que muestra un avance tangible.

Una victoria de Romney nos colocaría en una situación muy distinta, claro; si Romney cumpliera con la ortodoxia republicana, rechazaría, por descontado, cualquier acción del tipo que he propuesto.

Sin embargo, no está claro que Romney crea de verdad en lo que está diciendo ahora mismo. Sus dos asesores económicos principales, N. Gregory Mankiw, de Harvard, y Glenn Hubbard, de Columbia, son republicanos convencidos, pero también bastante keynesianos en su enfoque de la macroeconomía. De hecho, en los primeros momentos de la crisis Mankiw abogó por una fuerte subida en el objetivo de inflación de la Reserva Federal, una propuesta que repugnaba y sigue repugnando a la mayoría de su partido. Su proyecto generó el alboroto previsible y él optó por guardar silencio con respecto a esta cuestión. Pero, al menos, podemos abrigar la esperanza de que el círculo más inmediato a Romney sostenga puntos de vista mucho más realistas de los que el candidato está exhibiendo en sus discursos; y que una vez en la presidencia, se quite la máscara y deje ver su verdadera naturaleza pragmático-keynesiana.

Sí, ya lo sé, abrigar esperanzas de que un político sea en realidad un perfecto engaño, que no crea en ninguna de las cosas en las que afirma creer, no es la forma de llevar un gran país. ¡Y, desde luego, no es razón para votar a ese político! Aun así, defender la creación de empleo quizá no sea un esfuerzo inútil, incluso si los republicanos arrasan este noviembre.

Por último, ¿qué hay del caso más probable: que Obama regrese al puesto, pero el Congreso no sea demócrata? ¿Qué debería hacer Obama y cuáles son las perspectivas de actuación? Mi respuesta es que el presidente, otros demócratas y todos los economistas de mentalidad keynesiana con influencia sobre la opinión pública deben defender la creación de empleo con energía y de forma frecuente, y presionar sin tregua a quienes desde el Congreso ponen trabas a los esfuerzos encaminados a crear empleo.

El gobierno de Obama no siguió este camino durante sus dos primeros años y medio. Ahora disponemos de numerosos informes sobre los procesos internos de toma de decisiones en la Administración entre 2009 y 2011, y

todos sugieren que los asesores políticos del presidente lo apremiaban para que jamás pidiera cosas que quizá no podría conseguir, con el fin de no proyectar una imagen de debilidad. Además, los asesores económicos que, como Christy Romer, instaban al gasto para crear empleo fueron dejados de lado con el argumento de que la opinión pública no creía en aquellas medidas y estaba preocupada por el déficit.

El resultado de esta cautela, sin embargo, fue que hasta el presidente quedó cada vez más obsesionado con el déficit y las exigencias de austeridad, y que el discurso nacional en bloque abandonó el tema de la creación de empleo. Mientras tanto, la economía no se recuperaba; y la opinión pública carecía de razones para no culpar de ello al presidente, puesto que no lo veía asumir una postura claramente diferenciada de la del Partido Republicano.

En septiembre de 2011, por fin, la Casa Blanca cambió de táctica y presentó una propuesta de creación de empleo que, aunque muy inferior a lo que yo pedía en el capítulo 12, de todos modos fue mucho más allá de lo esperado. No había ninguna posibilidad de que el plan pudiera aprobarse en la Cámara de Representantes, dominada por los republicanos, y Noam Scheiber, de *The New Republic*, afirma que los asesores políticos de la Casa Blanca «empezaron a preocuparse porque el conjunto de las medidas fuera excesivamente gravoso e instaron a los técnicos a reducirlo». Sin embargo, en esta ocasión Obama se puso del lado de los economistas y, de paso, demostró que los asesores no sabían hacer su trabajo: la reacción de la opinión pública, en general, fue positiva, mientras quedó en evidencia el obstruccionismo republicano.

Y en fecha anterior de este mismo año, después de que el debate hubiera pasado a centrarse más en la creación de empleo, los republicanos se quedaron a la defensiva. En consecuencia, el gobierno de Obama pudo conseguir una porción significativa de lo pretendido —una ampliación de los créditos por impuestos pagados sobre las remuneraciones, que ayudaba a poner dinero en efectivo en los bolsillos de los trabajadores, y una extensión menor de la ampliación de los subsidios por desempleo— sin tener que hacer a cambio concesiones importantes.

En resumen, la experiencia del primer mandato de Obama hace pensar que no hablar del empleo solo porque uno cree que no va a poder aprobar la legislación para crear empleo no funciona ni siquiera como estrategia política. En cambio, machacar la necesidad de crear puestos de trabajo puede ser una buena decisión política, tal que además presione lo suficiente al otro bando como para conseguir aprobar asimismo medidas mejores.

O, por decirlo de un modo más sencillo: no hay ninguna razón para no contar la verdad sobre esta depresión; lo que me lleva de nuevo al punto de inicio de este libro.

UN IMPERATIVO MORAL

Aquí estamos, pues, más de cuatro años después de que la economía de Estados Unidos entrase por primera vez en recesión; y aunque la recesión tal vez haya terminado, la depresión no ha concluido. Quizá el desempleo tienda a la baja en Estados Unidos (aunque en Europa sigue subiendo), pero aún se mantiene en niveles que habrían sido inconcebibles hace no tanto tiempo; niveles desorbitados. Decenas de millones de nuestros conciudadanos atraviesan graves dificultades, las perspectivas de futuro de los jóvenes de hoy se debilitan con cada mes que pasa... y nada de esto tiene por qué pasar.

La verdad, en efecto, es que tenemos tanto el saber como las herramientas precisas para salir de esta depresión. Sin duda, si aplicamos algunos principios económicos consagrados por el tiempo, cuya validez han reforzado aún más los acontecimientos recientes, podremos recuperar niveles próximos al pleno empleo muy pronto; probablemente, antes de dos años.

Lo que bloquea esta recuperación es solamente la falta de lucidez intelectual y de voluntad política. Y es tarea de todo aquel con capacidad de influencia —desde los economistas profesionales a los políticos o los ciudadanos inquietos— hacer cuanto esté en su mano para remediar esta carencia. Podemos acabar con esta depresión; y tenemos que luchar por las

medidas que lo conseguirán, luchar por ellas desde este mismísimo momento.

Epílogo

¿QUÉ SABEMOS EN REALIDAD DE LOS EFECTOS DEL GASTO PÚBLICO?

Uno de los temas principales de este libro ha sido que, en una economía profundamente deprimida, cuando los tipos de interés que las autoridades monetarias pueden controlar están rozando el cero, necesitamos más gasto público, y no menos. La Gran Depresión se terminó gracias a un aluvión de gasto público y hoy necesitamos, desesperadamente, algo semejante.

Pero ¿cómo sabemos que un mayor gasto público potenciará, realmente, el crecimiento y el empleo? Al fin y al cabo, muchos políticos rechazan la idea de plano e insisten en que el gobierno no puede crear puestos de trabajo; algunos economistas están dispuestos a afirmar lo mismo. Entonces, ¿se trata solo de ponerse al lado de los que parecen formar parte de la tribu política propia?

Bien, no debería ser así. La lealtad a la tribu no debería tener que ver más con nuestra opinión sobre la macroeconomía que con nuestra opinión sobre, pongamos por caso, la teoría de la evolución o el cambio climático... Bueno, quizá es mejor que lo dejemos aquí.

En cualquier caso, a la pregunta sobre cómo funciona la economía deberíamos responder atendiendo a las pruebas, no a los prejuicios. Y uno de los pocos beneficios de esta depresión ha sido una profusión de estudios

económicos bien documentados acerca del efecto de los cambios en el gasto público. Y ¿qué nos dicen las pruebas?

Antes de poder responder a esta pregunta, debo ocuparme brevemente de los escollos que tenemos que evitar.

EL PROBLEMA DE LA CORRELACIÓN

Quizá uno piense que, para evaluar los efectos del gasto público sobre la economía, basta con observar la correlación entre los niveles de gasto y otras cosas, como el crecimiento y el empleo. Y lo cierto es que incluso algunas personas de las que cabría esperar más caen a veces en la trampa de identificar correlación con causalidad (véase el análisis de la deuda y el crecimiento, en el capítulo 8). Para convencer al lector de que este no es un procedimiento útil, permítanme hablar de una cuestión relacionada: el efecto de los impuestos sobre el rendimiento económico.

Como es sabido, la derecha estadounidense tiene como artículo de fe que los impuestos bajos son la llave del éxito económico. Pero ahora supongamos que analizamos la relación entre los impuestos — concretamente, el porcentaje del PIB recaudado con los impuestos federales — y el desempleo en los últimos doce años. Nos encontraremos con esto:

Año	Porcentaje del PIB	Tasa de desempleo
2000	20,6	4,0
2003	16,2	6,0
2007	18,5	4,6
2010	15,1	9,6

Vemos que hay años con impuestos elevados, en relación con el PIB, y poco desempleo; y al revés. Luego... ¡para reducir el paro hay que subir los impuestos!

Por descontado, esto no se lo creen ni siquiera los que, de entre nosotros, son menos dados a la fiebre de bajar impuestos. ¿Por qué no? Porque, sin duda, aquí estamos observando una correlación falaz. Por

ejemplo, el paro era relativamente bajo en 2007 porque el *boom* inmobiliario aún impulsaba la economía; y la combinación de una economía fuerte y cuantiosas plusvalías de capital aumentaba los ingresos federales, haciendo que los impuestos parecieran altos. En 2010, el auge había terminado y había arrastrado en el descenso tanto la economía como los ingresos fiscales. Los niveles tributarios eran consecuencia de otras cosas, no una variable independiente que moviera la economía.

Cualquier intento de usar las correlaciones históricas para evaluar el efecto del gasto gubernamental se ve plagado por problemas similares. Si la economía fuera una ciencia de laboratorio, podríamos resolver el problema realizando experimentos controlados. Pero no lo es. La econometría —una rama especializada de la estadística, que se supone debe ayudar a lidiar con tales situaciones— ofrece una variedad de técnicas que «identificarían» las verdaderas relaciones causales. Pero lo cierto es que ni siquiera los economistas suelen quedar convencidos por las fiorituras econométricas, especialmente cuando el tema en cuestión está tan cargado, desde el punto de vista político. Así pues, ¿qué podemos hacer?

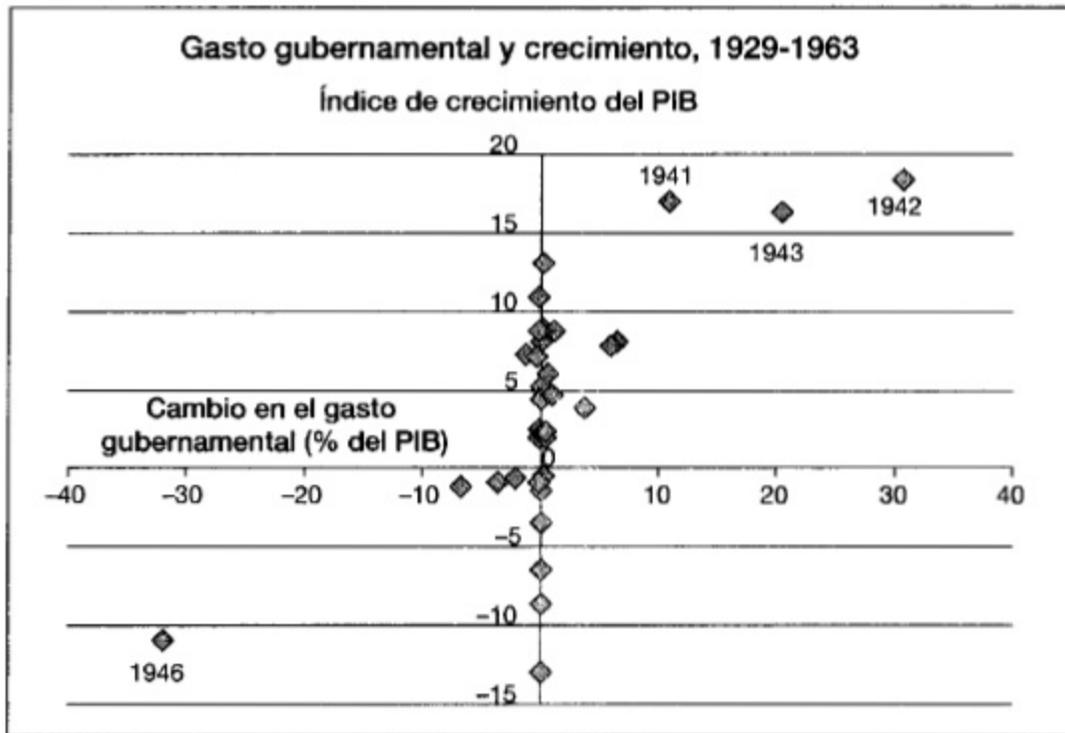
En muchos estudios recientes, la respuesta ha sido buscar «experimentos naturales»: situaciones en las que podemos estar bastante seguros de que los cambios experimentados por el gasto gubernamental ni responden a la evolución económica ni están impulsados por fuerzas que también mueven la economía a través de otros canales. ¿De dónde proceden estos experimentos naturales? Por desgracia, se originan mayoritariamente en los desastres: guerras, amenazas de guerra y crisis fiscales que obligan a los gobiernos a recortar con intensidad el gasto independientemente del estado de la economía.

DESASTRES, ARMAS Y DINERO

Como decía antes, desde que empezó la crisis ha aumentado mucho la publicación de estudios sobre los efectos de la política fiscal sobre la producción y el empleo. Este corpus de investigación crece con rapidez y,

en buena parte, es demasiado técnico como para que pueda resumirse aquí. Pero veamos lo más destacado.

Primero, Robert Hall, de Stanford, ha examinado los efectos de los grandes cambios en las adquisiciones gubernamentales de Estados Unidos; todo ello se refiere a las guerras y, específicamente, a la segunda guerra mundial y la guerra de Corea. La figura adjunta compara los cambios del gasto militar estadounidense con los gastos del PIB real (medidos ambos como porcentaje del PIB del año anterior) en el período comprendido entre 1929 y 1962 (después de estas fechas, no hay mucha acción). Cada punto representa un año; he etiquetado los puntos que corresponden al gran proceso de preparación para la segunda guerra mundial y la gran desmovilización inmediatamente posterior. Obviamente, hubo grandes cambios en años en los que el gasto militar no era relevante, sobre todo la recesión de 1929 a 1933 y la recuperación de 1933 a 1936. Pero todos los años en los que hubo un fuerte incremento del gasto fueron también años de fuerte crecimiento; y el de la reducción del gasto militar, una vez concluida la segunda guerra mundial, fue un año de intensa reducción de la producción.



Los grandes aumentos y decrementos del gasto gubernamental, centrados en la segunda guerra mundial y la guerra de Corea, se asocian con los correspondientes auges y descalabros de la economía en su conjunto.

Fuente: Agencia de Análisis Económico

Esto sugiere, a todas luces, que aumentar el gasto gubernamental crea en efecto crecimiento y, por lo tanto, puestos de trabajo. Ahora corresponde preguntarse: ¿en cuánto rendimiento se traduce cada dólar? Los datos del gasto militar estadounidense son ligeramente decepcionantes, a este respecto, pues sugieren que un dólar de gasto solo genera, en realidad, aproximadamente medio dólar de crecimiento. Pero quien tenga algún conocimiento de la historia bélica sabrá que esta quizá no sea una buena orientación sobre lo que ocurriría si incrementáramos el gasto ahora. A fin de cuentas, durante la segunda guerra mundial el gasto del sector privado se

suprimió de forma deliberada, mediante el racionamiento y las restricciones a la construcción privada; y durante la guerra de Corea, el gobierno intentó evitar las presiones inflacionarias elevando mucho los impuestos. Así, es probable que un aumento del gasto, en la actualidad, nos aportara beneficios mayores.

¿Cuánto mayores? Para responder a esta pregunta, sería útil encontrar experimentos naturales que nos indicaran los efectos del gasto gubernamental en condiciones más similares a las que vivimos hoy. Por desgracia, no existen experimentos tales que estén delimitados con la misma claridad que la segunda guerra mundial. Pero aun así, hay mecanismos para lidiar con la cuestión.

Una posibilidad es seguir mirando al pasado. Tal como han señalado los historiadores económicos Barry Eichengreen y Kevin O'Rourke, en la década de 1930, las naciones europeas fueron entrando, una a una, en una carrera armamentística, en condiciones de alto desempleo y tasas de interés próximas al cero, similares a las que imperan hoy. En un trabajo realizado con la colaboración de sus estudiantes, han utilizado los datos de la época —ciertamente irregulares, según ellos mismos reconocen— para estimar el impacto que la carrera armamentística, con sus alteraciones del gasto, comportó en la producción; y obtienen que el rendimiento de cada dólar (bien, en este caso, de cada lira, marco, franco, etcétera) fue mucho más elevado.

Otra posibilidad es comparar regiones dentro de Estados Unidos. Emi Nakamura y Jon Steinsson, de la Universidad de Columbia, señalan que algunos estados estadounidenses han tenido industrias de la defensa mucho mayores que otros; así, hace tiempo que en California hay una gran concentración de contratistas de la defensa, a diferencia, por ejemplo, de Illinois. Entretanto, el gasto nacional en materia de defensa ha fluctuado mucho; creció intensamente durante el gobierno de Reagan y cayó después de que terminara la guerra fría. A nivel nacional, los efectos de estos cambios quedan oscurecidos por otros factores, especialmente por la política monetaria: la Reserva Federal subió bruscamente los tipos a principios de los años ochenta, justo cuando estaba produciéndose la

acumulación armamentística de Reagan, y los rebajó radicalmente a principios de los noventa. Aun así, podemos tener una idea bastante buena del impacto que tuvo el gasto gubernamental si nos fijamos en el diferencial entre estados: según calculan Nakamura y Steinsson, basándose en este diferencial, en realidad un dólar de gasto incrementa la producción en torno a 1,50 dólares.

Así pues, examinar los efectos de las guerras —incluyendo las carreras armamentísticas que las preceden y los recortes militares que les siguen— nos dice mucho sobre los efectos del gasto gubernamental. Pero ¿acaso son las guerras la única forma de estudiar la cuestión?

En lo que se refiere a los grandes incrementos del gasto gubernamental, por desgracia, sí. Es raro que ocurran estos grandes programas de gasto, salvo en respuesta a una guerra o una amenaza de guerra. Sin embargo, a veces sí se producen grandes recortes por razones distintas: porque los gestores de la política nacional están preocupados por fuertes deudas o déficits presupuestarios, y aplican la tijera al gasto en el intento de recuperar el control de sus finanzas. Así pues, la austeridad, y no solo la guerra, también nos proporciona información sobre los efectos de la política fiscal.

Es importante, dicho sea de paso, examinar los cambios en las medidas y políticas adoptadas, y no solo el gasto real. Al igual que los impuestos, los gastos, en la economía moderna, varían de acuerdo con el estado de la economía en formas que pueden provocar falsas correlaciones: por ejemplo, el gasto del gobierno estadounidense en las prestaciones por desempleo ha subido mucho en los últimos años, aun a pesar de que la economía se debilitaba; pero la causalidad corre del desempleo al gasto, y no a la inversa. Así pues, evaluar los efectos de la austeridad requiere un examen minucioso de la legislación que se ha usado de hecho para implantar esa austeridad.

Por fortuna, el trabajo de campo lo han hecho investigadores del Fondo Monetario Internacional, que han identificado no menos de 173 casos de austeridad fiscal, en los países avanzados, durante el período comprendido

entre 1978 y 2009. Y lo que constataron fue que a las políticas de austeridad siguieron la contracción económica y el aumento del desempleo.

Hay más, mucho más; pero confío en que este breve resumen dé al lector una idea de qué sabemos y cómo lo sabemos. Y en particular, lo que quisiera cuando el lector lea estas páginas más, o las de Joseph Stiglitz, o Christina Romer, donde decimos que recortar el gasto en el actual contexto de depresión solo va a empeorarla, es que nadie piense: «Ah, bueno, esa será su opinión». Como ha dicho Christy Romer en una conferencia reciente sobre las investigaciones en materia de política fiscal:

Hoy, más que nunca, hay pruebas claras de que la política fiscal es importante; que un estímulo fiscal ayuda a la economía a crear empleo, mientras que reducir el déficit presupuestario reduce el crecimiento, al menos a corto plazo. Y, sin embargo, estas pruebas no parecen estar llegando hasta el proceso legislativo.

Esto es lo que necesitamos cambiar.

Agradecimientos

Este libro refleja las contribuciones de todos los economistas que han lidiado por transmitir el mensaje de que esta depresión puede, y debería, resolverse con rapidez. Para la escritura del manuscrito, como siempre, he contado con la perspicacia de mi esposa, Robin Wells, y la mucha ayuda de Drake McFeely, de la editorial Norton.



PAUL KRUGMAN, es un economista, divulgador y periodista estadounidense, cercano a los planteamientos nekeynesianos. Actualmente es profesor de Economía y Asuntos Internacionales en la Universidad de Princeton. Desde 2000 escribe una columna en el periódico New York Times. En 2008 fue galardonado con el Premio Nobel de Economía.

Krugman es probablemente mejor conocido por el público como fuerte crítico de las políticas económicas y generales de la administración de George W. Bush, que ha presentado en su columna. Krugman también es visto como un autor de aportes importantes por su contraparte. Ha escrito más de 200 artículos y 21 libros —alguno de ellos académicos, y otros de divulgación—. Su *Economía Internacional: La teoría y política* es un libro de texto estándar en la economía internacional.

Ha sabido entender lo mucho que la economía tiene de política o, lo que es lo mismo, los intereses y las fuerzas que se mueven en el trasfondo de la disciplina; el mérito de Krugman radica en desenmascarar las falacias económicas que se esconden tras ciertos intereses. Se ha preocupado por replantear modelos matemáticos para resolver el problema de dónde ocurre la actividad económica y por qué.

En 1991 la American Economic Association le concedió la medalla John Bates Clark. Ganó el Premio Príncipe de Asturias de Ciencias Sociales en el año 2004 y el Premio Nobel de Economía en 2008.

Notas

[1] El título se tradujo al español como Bienvenido Mr. Chance. <<

[2] Hay traducción castellana: El retorno de la economía de la depresión, Critica, Barcelona, 2000; también de la posterior edición ampliada, El retorno de la economía de la depresión y la crisis actual, Critica, Barcelona, 2009. Véase el capítulo 7. <<

[3] Larry Summers, economista, ha sido secretario del Tesoro y rector de Harvard. Véase también la p. 136. <<

[4] Para los datos de las ediciones castellanas, véase la nota de la p. 41, en el capítulo 2. <<

[5] Hay trad. cast. de Eduardo Hornedo, FCE, Madrid, 2ª ed. rev, 1965 (con numerosas reimpr.). <<

[6] Atención sanitaria para personas de pocos recursos económicos. <<

[7] La imagen, popular en inglés, viene de la libra de carne que el prestamista Shylock exige como garantía en *El mercader de Venecia*, de Shakespeare. <<

[8] Aunque en la jerga económica actual se habla tal cual de «vigilantes (del mercado) de bonos», en inglés, la palabra vigilante (aunque fuera tomada del español) adquiere matices propios que conviene recordar para dar pleno sentido al sintagma: se refiere ante todo a un justiciero por cuenta propia, como por ejemplo un miembro de un grupo parapolicial. <<

[9] Las personas que protagonizan estas diez historias de éxito son ficticias: describen: situaciones típicas basadas en datos reales. <<

[10] En Star Trek, los borg tienen como meta la asimilación ajena. Fed es abreviatura popular tanto de la Federación (Unida de Planetas, en el mismo mundo de Star Trek) como de la Reserva Federal, de ahí el juego de palabras. <<

[11] Véase el capítulo 7. <<