



## La crisis del 2008

En la primera década del siglo XXI la característica más saliente en la principal economía mundial (Estados Unidos) fue la de un importante aumento en el crédito doméstico. Las tasas de interés fueron muy bajas y se estimuló el crédito hipotecario. Los tipos de interés de la Reserva Federal se situaron en niveles tan bajos como el 1%. Como dice Ramón Tamames en su libro «La crisis Internacional» (EDAF, 2009), es en esta «circunstancia en la cual la banca animó a los ciudadanos, incluidos masivamente los de menor solvencia (los ninjas, o no income, no job, no assets, es decir, ciudadanos sin renta, ni oficio, ni activos), a que pidieran dinero prestado para adquirir viviendas, aunque ellos no fueran hipotecables de primera sino de segunda o tercera (subprime, por debajo de los mejores, los prime, o de los medianos, mezanine)» (pág. 12).

En el libro citado se puede consultar un análisis muy comprensible de la crisis que se vivió entre los años 2007 y 2009, pero lo importante es determinar la causa de la misma.

Como se dice en la página 14 y siguientes de dicha publicación «la hiperexpansión del crédito (credit bang), la clave de toda la crisis, se produjo básicamente por la práctica de los bancos hipotecarios de 'empaquetar' o titularizar sus préstamos hipotecarios (en inglés slicing and dicing, literalmente 'cortar en rebanadas y luego en cuadraditos') para con certificados expresivos de esos títulos como garantía, obtener créditos en los bancos de negocios y otros inversionistas como fondos de inversión, hedge funds (de derivados o colaterales)».

«Esa es la técnica que eufónicamente se denomina fabricar CDO, por la sigla de collateralised debt obligations, o derivados de obligaciones de deuda; o cédulas hipotecarias titulizadas más correctamente en español. De manera que los paquetes de CDO son instrumentos financieros diseñados para retirar del balance de las entidades financieras activos provenientes de su negocio hipotecario, a fin de obtener con esa garantía 'dinero fresco'; sin incumplir por ello las reglas bancarias de Basilea, que establecen unos topes máximos de activos en balance.»

«Los CDO, en definitiva, se difundieron rápidamente. De modo que según cálculos fidedignos, entre 2000 y 2006 su emisión anual, solo en EE.UU., pasó de 250.000 millones de dólares a tres billones, es decir, se multiplicó por doce. Inevitablemente, ese volumen de papel circulando tenía que causar problemas.»

De esta manera, los activos tóxicos se difundieron a escala mundial. Los bancos de negocios emitieron bonos garantizados con esos CDO, bonos que luego esos bancos vendieron como cualquier otro producto financiero a las entidades de los mercados monetarios y de capitales. «Y aún teniendo como garantía las hipotecas –y, en definitiva, las viviendas–, el valor de los bonos se establece día a día en lo que marcan la oferta y la demanda en el mercado. Así, al llegar un momento en que hubo más oferta que demanda de viviendas y bajaron bruscamente sus precios, los bonos acabaron de derrumbarse, en mucha mayor proporción. Como referencia, bonos que tenían un valor nominal de 100 dólares pasaron a venderse por 35 o menos». Esos bonos seguían teniendo como garantía propiedades que habían bajado de valor hasta un 20%. A partir de allí, muchos dejaron de pagar sus créditos y la crisis bancaria se generalizó en el mundo.





Es cierto que la inyección monetaria de los gobiernos evitó que la crisis repitiese lo que fueron los años '30 del siglo pasado y es por ello que un autor serio como Robert Skidelsky titula su libro «El regreso de Keynes» (Crítica, 2009), pero también es cierto que el crédito desmedido previo fue la principal causa de lo que vino después.

Como se ha expresado en un artículo anterior, el antagonismo entre aquellos que siguen el pensamiento de Keynes (más propenso a evitar que se extienda la crisis o lo que Wilhelm Röpke llamaba la 'crisis secundaria') o la postura austriaca (Mises-Hayek) que sostiene que la causa fundamental de la crisis radica en la fuerte emisión monetaria y crediticia que distorsiona la estructura de la economía, ese antagonismo, decimos, puede disminuirse. Eso también se vislumbra en un buen artículo que comentamos hace unos meses y que nos parece apropiado reproducirlo en parte. Nos referimos al artículo del ex Economista Jefe del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, William White, en F&D Finanzas y Desarrollo y titulado «La macroeconomía moderna en el rumbo equivocado» (FMI, dic. 2009).

El artículo de White comenzaba con una anécdota.

«En su visita a la London School of Economics a fines del año pasado (2008), la Reina Isabel II preguntó por qué ningún economista la había predicho (a la crisis). Algunos sí habían dado señales de alarma, pero éstas fueron ignoradas, incluso por las autoridades».

La razón fundamental, según White, radica que «el paradigma macroeconómico dominante no contempla crisis como la actual». Es por esta razón que White sostiene que es importante una reevaluación del mencionado paradigma. Para ello analizaba sintéticamente la macroeconomía que nace con la revolución keynesiana de los años '30 y posteriores, y las escuelas neoclásicas y neokeynesianas que dominaron la enseñanza de las últimas décadas.

Decía que «quizá el mayor logro de la revolución iniciada por John Maynard Keynes haya sido brindar un modelo de equilibrio general, capaz de explicar la determinación simultánea del producto, las tasas de interés y (más tarde) los precios y la inflación, conforme al supuesto de que los salarios reaccionaban lentamente a los cambios de otras variables económicas. Los grandes modelos estimados empíricamente hicieron más concreto el modelo keynesiano, pero lamentablemente en la mayoría de ellos las expectativas, un elemento crucial para Keynes, se trataban de forma rudimentaria. Tampoco parecía haber una justificación teórica suficiente para suponer que los salarios y los precios reaccionaban lentamente a los shocks del sistema económico».

Es por las mencionadas razones que White suponía que surgieron entonces los modelos neoclásicos, «que eliminaban los supuestos de rigidez (como la de precios y salarios) y postulaban que todos los agentes económicos formaban expectativas racionales acerca del futuro y luego actuaban racionalmente para maximizar sus beneficios. Los modelos neokeynesianos posteriores diferían de los neoclásicos básicamente en que reintroducían la rigidez de salarios y precios supuesta por Keynes».

White seguía manifestando que la reciente crisis «ha demostrado que los modelos basados en el supuesto de las expectativas racionales son inadecuados». El rápido aumento de los precios y su posterior derrumbe es incompatible con un proceso racional, «especialmente cuando las expectativas parecían basarse en una simple extrapolación de acontecimientos pasados».

El supuesto de que los precios se ajustan rápidamente restableciendo la igualdad entre oferta y demanda parecía cada vez más incongruente con la realidad, y esto especialmente en el mercado laboral, lo que se manifestaba con altas tasas





de desempleo.

La crítica de White no se limita a los modelos neoclásicos de las expectativas racionales, sino que se extiende a los modelos nekeynesianos. Estos no han servido para pronosticar los puntos de inflexión del ciclo económico. No han tenido en cuenta las recomendaciones del propio Keynes quien, dada la complejidad de la economía, sostenía claramente que «el futuro es incierto» (este tema está muy bien analizado en el libro de Robert Skidelsky, mencionado más arriba).

Ante la incertidumbre del futuro el ser humano «tiende a guiarse en gran parte por mecanismos heurísticos e impulsos emocionales», los que Keynes llamaba 'espíritus animales'. Este comportamiento da lugar a cambios bruscos y de ahí que no sea posible estimar dicho futuro según el promedio de las observaciones pasadas.

Según White, a pesar de brindar un marco teórico útil para describir como funciona el mundo, tanto los modelos keynesianos tradicionales como los modernos no sirven mucho a la hora de formular predicciones. También adolecen de otras dos consideraciones que tendrían una gran importancia práctica en la crisis actual: ignoran «las propuestas de la escuela austriaca y las de Hyman Minsky».

Detengámonos en las diferencias que White encuentra entre el marco keynesiano y la teoría austriaca.

Esta última «asigna una importancia crucial a la forma en que la creación de dinero y de crédito por parte del sistema financiero puede generar desequilibrios que, acumulados en el tiempo, terminan con la rentabilidad de las inversiones y finalmente hacen implosión en medio de alguna crisis económica».

