

ÁNGEL UBIDE

Prólogo de Guillermo de la Dehesa



LA PARADOJA DEL RIESGO

Por qué la política económica tendrá que asumir
más riesgos si quiere salvarnos de la próxima crisis

DEUSTO

La paradoja del riesgo

Por qué la política económica
tendrá que asumir más riesgos
si quiere salvarnos de la próxima crisis

ÁNGEL UBIDE

Traducido por Sigrid Guitart



EDICIONES DEUSTO

Título original: *The Paradox of Risk*

© Peterson Institute for International Economics, 2017

Todos los derechos reservados

© de la traducción: Sigríð Guitart, 2019

© Editorial Planeta, S.A., 2019

© de esta edición: Centro de Libros PAPF, SLU.

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3013-0

Depósito legal: B. 28.554-2018

Primera edición: enero de 2019

Preimpresión: pleka scp

Impreso por Romanyà Valls, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91.702.19.70 / 93.272.04.47.

Sumario

Prólogo	11
Prefacio	17
1. Introducción	21
La paradoja del riesgo	23
De banqueros centrales aburridos, economías «NICE» y el poder de las narrativas	28
Échale la culpa a los bancos centrales	32
Mapa del libro	34
¿Funcionó?	37
¿Hemos aprendido algo? Un plan de acción	41
El futuro ya no es lo que era	44
2. El contexto intelectual y político de la crisis	49
Todo empezó en la década de los setenta: El consenso antiinflación	50
¿Deflación y tipos de interés cero? Eso sólo pasa en Japón ..	56
La obsesión europea por la competitividad y las reformas ...	60
La diabólica política de los planes de rescate bancarios	63
«Nadar a contracorriente» frente a «limpiar», o cómo la crisis se originó en una bañera	68

La inferencia bayesiana se encuentra con políticos con prisas, y nace la austeridad.	73
Los mercados y la crisis: En busca de analogías	76
Yo no empezaría por ahí	79
3. El gran experimento en la política monetaria:	
Actuaciones de los bancos centrales desde 2007.	81
Política monetaria convencional frente a no convencional ...	82
¿Cómo hacer política monetaria? Objetivos, herramientas, estrategias y comunicación	85
Objetivos de la política monetaria: ¿Basta con definir la estabilidad de precios?	86
Herramientas de la política monetaria	92
Actuaciones de los bancos centrales durante la crisis	98
Estrategias de la política: <i>Forward guidance</i> para vender un seguro sobre las perspectivas económicas	136
Comunicación de la política monetaria: Abrir las puertas del templo	146
Hazlo. O no lo hagas. Pero no lo intentes	149
4. ¿Ha funcionado la política monetaria? Sí, no, quizá	153
¿Afectaron las decisiones de la política monetaria a las condiciones financieras del modo esperado?	155
¿Se relajó la política monetaria en la medida recomendada por las reglas de la política monetaria?	195
¿Logró la política monetaria sus objetivos de inflación y crecimiento?	209
¿Ha tenido efectos colaterales negativos la política monetaria?	235
La política monetaria ha funcionado bien, pero podría haberlo hecho mejor	264
5. ¿Hemos aprendido algo? Un modelo de política monetaria que sirva para todas las estaciones.	265
Objetivos: Un programa de reflación oportunista	268
Herramientas: Hay que estar dispuesto a usar todas las herramientas en cualquier momento.	281
Estrategias: Adoptar una <i>forward guidance</i> ajustada al ciclo	293
Comunicación: Hay que abandonar el concepto «no convencional»	306

Diseño institucional: La estabilidad financiera como parte del mandato del banco central, no de la política monetaria	310
Un plan de acción para el futuro	317
6. Conclusión: El futuro ya no es lo que era	319
La relajación monetaria del <i>brexít</i>	321
El reinicio de Abenomics	324
La sorpresa de Trump	327
La política fiscal toma la iniciativa	328
La clave es la gestión de riesgos	331
7. Posfacio a la edición española. Un cambio de paradigma ..	335
¿Por qué no aumentan más rápido los salarios? Incertidumbre, subempleo y pérdida de poder de negociación salarial. ...	337
Si el mercado laboral transfiere más riesgo de las fluctuaciones de demanda al trabajador, ¿cómo debe cambiar el Estado del Bienestar? El debate sobre la renta básica universal	343
Avanzando hacia una política monetaria para todas las estaciones	346
Conclusión. ¿Y si el susto inflacionista fue una casualidad histórica?	349
Agradecimientos	351
Abreviaturas	355
Anexo A. Selección de anuncios de la política por parte de los principales bancos centrales	359
Anexo B. Repercusión de los anuncios de expansión cuantitativa en los precios de los activos	379
Anexo C. Repercusión de los tipos negativos en los precios de los activos	389
Bibliografía	393
Índice de tablas, figuras y cuadros	417

El contexto intelectual y político de la crisis

Si fuera yo quien me dirigiera a Letterfrack, doy fe, no empezaría desde aquí.

DICHO TRADICIONAL IRLANDÉS

En *La estructura de las revoluciones científicas*, Thomas Kuhn (1962) sostiene que el avance científico casi nunca es lento y gradual, sino que ocurre a trompicones. Un modelo consensuado de pensamiento funciona durante mucho tiempo. Presenta fisuras aquí y allí, pero continúa siendo considerado el mejor paradigma. Se llevan a cabo investigaciones al margen, desarrollando el modelo principal en varias direcciones. Luego, en un momento determinado, el modelo sufre una crisis. Un suceso repentino pone al descubierto sus fisuras. El castillo de naipes intelectual se desmorona. Cuando esto sucede, la gente se siente perdida. El paradigma se ha desvanecido, dando lugar a lo que Kuhn denomina la «fase de revolución».

Empieza la contienda por un nuevo paradigma. Algunos quieren conservar el *statu quo*. Otros prueban nuevos enfoques. La confusión reina durante mucho tiempo. El éxito en la fase de revolución requiere algo muy difícil de hacer: la depuración mental. Si el modelo antiguo no funciona, es necesario cambiar las estructuras mentales, hay que reformular la escala de valores y prioridades. Resulta difícil desprenderse de ese lastre mental.

El contexto intelectual que precedió a la crisis financiera mundial era demasiado rígido y asimétrico, en gran medida, víc-

tima de su propio éxito. Habría sido mucho mejor haber llegado a la crisis con un contexto distinto. Pero si hubiera sido distinto, quizá la crisis nunca se habría producido.

Todo empezó en la década de los setenta: El consenso antiinflación

La Gran Inflación de la década de los setenta acabó de repente con los dividendos económicos de la paz de la década anterior. La súbita aceleración de la inflación desde el 2 por ciento de la década de los sesenta a números de dos cifras a finales de la década de los setenta dejó una profunda huella en la generación actual de economistas en puestos de responsabilidad, formados en un entorno en el que el principal reto no era reducir el desempleo o impulsar la economía, sino contener y reducir la inflación.

Acabar con la inflación implicaba que la política monetaria debía convertirse en el instrumento principal de la política económica. Los economistas habían desechado la idea de Keynes de usar la política fiscal de manera activa para controlar la demanda —expansión de déficit durante las recesiones, combinada con austeridad durante las épocas de prosperidad— por sus tiempos de respuesta inciertos. Dado que los procesos democráticos suelen ser largos y lentos, para cuando se materializan las decisiones fiscales suele ser demasiado tarde. La política fiscal activa causaba más problemas de los que solucionaba.

El consenso era que basándose en la existencia de una tasa natural de desempleo, la política monetaria controlaría el ciclo económico y estabilizaría el desempleo y el crecimiento. Se dio por sentado que esta tasa natural, y por extensión la tasa del crecimiento potencial del PIB, era independiente de la política monetaria. La piedra angular de la política monetaria era el vínculo entre desempleo e inflación. Si el desempleo subía por encima de la tasa natural, se esperaba que la inflación bajara, y viceversa. Pero este vínculo entrañaba un peligro: los gobiernos podían tener la tentación de aumentar de manera oportunista la inflación para reducir el desempleo, lo cual sería contraproducente.

Durante la década de los setenta, el premio Nobel Robert Lucas demostró que si la ciudadanía confiaba en que los bancos centrales iban a reducir los tipos de interés para fomentar el empleo, el vínculo entre inflación y desempleo se rompía: se generaba inflación sin ningún impulso de la economía real, porque los trabajadores, esperando razonablemente que hubiera inflación, pedían salarios más altos, lo que neutralizaba el esperado incremento del empleo.

Del sufrimiento derivado de la inflación de la década de los ochenta surgió el denominado «consenso clásico» (también llamado «teoría del ciclo económico real»), que sostenía que las políticas cíclicas no tenían ningún efecto en la economía real. En este marco, los ciclos económicos son resultado de perturbaciones que varían el crecimiento de la productividad. Durante las desaceleraciones, un menor aumento de la productividad lleva a un menor aumento de los salarios y, en consecuencia, los trabajadores ofrecen menos trabajo. El desempleo es la reacción natural a los salarios bajos. Estos modelos asumían precios totalmente flexibles. Como resultado, los precios siempre se ajustaban y la economía siempre recuperaba el equilibrio. No había necesidad de una política de estabilización. Una depresión era sólo el resultado de una mayor reducción de la productividad, que se suponía que no ocurría casi nunca y que también iba a autocorregirse. Estos modelos eran buenas máquinas de laboratorio, pero eran demasiado perfectos y poco realistas para resultar útiles en el análisis de políticas económicas.

La nueva perspectiva keynesiana surgió en contra de esta visión clásica. Los nuevos modelos keynesianos incorporaban fricciones más realistas, como la rigidez de precios y salarios. En estos modelos, tras una perturbación, las economías pueden no recuperar el equilibrio; durante las recesiones, la política monetaria puede desempeñar un papel en la estabilización del empleo y el crecimiento. Las expansiones van seguidas de caídas; las recesiones son el remedio necesario para enfriar economías sobrecalentadas. Estos modelos defendían que el sólido anclaje de las expectativas de inflación era fundamental para garantizar la eficacia de la política monetaria y la estabilidad de la inflación.

Para la mayoría de los economistas, el anclaje de las expectativas de inflación tenía un significado asimétrico: un anclaje para evitar una inflación demasiado alta, no para bajar la inflación.

La independencia de los bancos centrales —su capacidad de tomar decisiones políticamente difíciles para reducir la inflación— era decisiva para lograr un anclaje creíble de las expectativas. La cooperación y la coordinación entre política monetaria y política fiscal se consideraba una iniciativa peligrosa. No se podía confiar en los gobiernos porque, para ser reelegidos, los políticos se verían tentados a eludir sus compromisos con el fin de generar más crecimiento, incluso a expensas de una inflación más alta.

Con el tiempo, las metodologías y los conceptos de ambas líneas de pensamiento económico su fusionaron en la nueva síntesis neoclásica, basada en la optimización intertemporal, las expectativas racionales y la rigidez de precios y salarios. En estos modelos, la política monetaria puede afectar al producto a corto plazo, pero no a largo plazo; el dinero es neutral. La inflación tiene efectos negativos en el bienestar. Por consiguiente, la estabilidad de precios —definida como inflación cero, más alguna pequeña adición para compensar errores de medición— es un objetivo clave de la política económica.

Con la adopción de estrategias de «objetivo de inflación» (*inflation targeting*) para la política monetaria, emergió el consenso según el cual un objetivo de inflación del 2 por ciento, o justo un poco por debajo, era óptimo. Pero el contexto tenía su importancia. La inflación era superior al 2 por ciento en casi todo el mundo, y la estrategia de objetivo de inflación se desarrolló principalmente como una estrategia desinflacionista para ayudar a los países a reducir la inflación y alcanzar la estabilidad de precios. El consenso sobre la inflación del 2 por ciento no era unánime. Por ejemplo, durante los debates del Federal Open Market Committee (FOMC) sobre cuál debería ser el objetivo de inflación, a Alan Greenspan le gustaba describir la estabilidad de precios en términos cualitativos como una situación en la que «los cambios previstos en el nivel general de precios en la práctica no alteran las decisiones de las empresas o los hogares» (Mallaby, 2016: 489).

En la nueva síntesis neoclásica, la política monetaria se modeló tradicionalmente como una regla de política monetaria en la que los tipos de interés a corto plazo eran una función de la brecha de producción (la diferencia entre el producto observado y el potencial) y la desviación de la inflación (la diferencia entre la inflación real o prevista y el objetivo de inflación). Un resultado clave de estos modelos fue la «divina coincidencia», el hecho de que estabilizar la inflación en el objetivo implicaba cerrar la brecha de producción y estabilizar el producto en su nivel potencial (Blanchard y Galí, 2005). Por consiguiente, un mandato único de estabilidad de precios para la política monetaria bastaba para lograr el crecimiento potencial. Este resultado fue un elemento muy importante para las decisiones sobre política monetaria durante la crisis.

La nueva síntesis neoclásica carecía en gran medida de dos elementos importantes: un papel activo para la política fiscal y un papel dinámico del sector financiero. En este consenso neoclásico, el papel de los gobiernos era cumplir con su restricción presupuestaria a largo plazo: garantizar presupuestos equilibrados y ratios de deuda estables. No había cabida para que la política fiscal discrecional suavizara el ciclo económico. El suavizamiento lo llevaban a cabo los denominados estabilizadores automáticos: la reacción automática del gasto público y de la recaudación tributaria al ciclo económico. En tiempos de bonanza, la recaudación aumenta (porque la recaudación impositiva es una función de la actividad económica) y el gasto cae (porque gastos como las prestaciones por desempleo bajan), reduciendo automáticamente el déficit fiscal. En tiempos difíciles, ocurre lo contrario, y el déficit crece. Por lo tanto, la política fiscal discrecional debería ser neutral o, en todo caso, contractiva, para generar «contracciones fiscales expansivas».

Esta visión de la política fiscal, basada en la tradición ordoliberal alemana y en los primeros trabajos de Alberto Alesina y Roberto Perotti (1997), sostiene que las contracciones fiscales, incluso durante las crisis, son expansivas porque mejoran la sostenibilidad de las finanzas públicas y, por consiguiente, mejoran la confianza del sector privado y reducen los tipos de interés a

largo plazo. El amplio consenso en torno a esta idea, construido sobre muchas décadas de reducción del déficit fiscal, constituyó la esencia de las políticas de austeridad que tuvieron lugar después de 2010 y que convirtieron la política monetaria en la única alternativa. Cuando, a principios de 2009, el director gerente del FMI, Dominique Strauss-Kahn, concedió una entrevista al *Financial Times* en la que defendía una gran expansión fiscal coordinada a nivel mundial, la sorpresa se hizo patente en todo el mundo. El FMI, el garante de las esencias de la doctrina de la contracción fiscal expansiva, había cambiado de parecer. Por desgracia, el FMI fue la única voz que se alzó en favor de una política fiscal activa.

El sector financiero también tuvo un papel secundario en estos modelos macroeconómicos. Era sólo un velo, una caja negra que aparecía en los modelos, no una fuente de fluctuaciones importante o un mecanismo de amplificación. Lamentablemente, este papel secundario se debió en gran parte a la segmentación en la investigación económica, no a la falta de conocimiento. Los modelos de finanzas corporativas y de banca incorporaban dinámicas no lineales, estampidas, crisis o contagios, donde la responsabilidad limitada, información asimétrica y apalancamiento generaban tomas de riesgos excesivas. Sin embargo, la mayoría de estos modelos permanecieron en la periferia de la macroeconomía, porque introducían complicaciones que interferían en la elegancia y precisión de los modelos de la macroeconomía estándar (véase Caballero, 2010). En esos macromodelos estándares, los bancos eran simples intermediarios que garantizaban la fluida difusión de las acciones de la política monetaria. Incluían un único tipo de interés y asumían que el margen entre los tipos de interés a corto plazo de los bancos centrales y los tipos de interés aplicados por los bancos comerciales al sector privado era constante.

Una de las raras excepciones fue el trabajo de Ben Bernanke y Mark Gertler (1995) sobre el «acelerador financiero». Resulta revelador que el título de su trabajo fuera «Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission». Bernanke y Gertler intentaron incorporar a la macroeconomía

algunos de los resultados de los estudios sobre banca y finanzas. Uno de los más importantes fue el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de los balances de las empresas, mediante el cual los cambios en los tipos de interés afectan al balance tanto de deudores como de acreedores, por medio, por ejemplo, de los cambios producidos en los costes de financiación y en el valor del precio de los activos. Pero el objetivo de esta línea de investigación era más determinar empíricamente su existencia que incorporarla a los modelos macroeconómicos; el canal no se consideró una posible fuente importante de crisis o de amplificación de sus efectos. Al principio de la crisis, esta falta de atención al posible efecto amplificador procedente de los mercados financieros produjo una falsa sensación de seguridad entre los responsables públicos.

Visto con posterioridad, hubo otro elemento de consenso que fue crucial a la hora de determinar las tibias reacciones iniciales ante la crisis. Como herencia de la nueva escuela clásica, los economistas habían convergido hacia el uso de modelos de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE) para el análisis y las simulaciones económicas. Estos modelos tenían algunas características interesantes, como microfundaciones (relaciones basadas en el comportamiento optimizador de los agentes económicos) y elegantes propiedades matemáticas que permitían el análisis del impacto de las perturbaciones económicas en la economía. Sin embargo, un efecto colateral de estas propiedades convirtió estos modelos en inadecuados para la crisis que se avecinaba: para funcionar correctamente, los modelos necesitaban que la economía recuperara el equilibrio tras una crisis, independientemente de su magnitud. No había histéresis. Esta convicción fue un factor decisivo de la tímida respuesta inicial cuando estalló la crisis.

La inflación de la década de los setenta había creado una escuela de pensamiento económico centrada en combatir la inflación. En sus modelos, la única preocupación de los bancos centrales era reducir la inflación y, para toda una generación de economistas, su única experiencia profesional había sido reducir la inflación. Los bancos centrales debían ser independientes y

no coordinar sus acciones con la política fiscal. Esta última era un mal instrumento para usar durante las recesiones, los mercados financieros no se consideraban elementos esenciales para comprender las fluctuaciones macroeconómicas y los modelos usados para el análisis de políticas económicas tenían una tendencia natural a recuperar el equilibrio tras una crisis. La política monetaria no podía hacer nada para mejorar el crecimiento potencial. Este lastre mental fue crucial a la hora de diseñar la respuesta a la crisis y de retrasar la adopción de las políticas adecuadas.

¿Deflación y tipos de interés cero? Eso sólo pasa en Japón

Antes de la crisis, el consenso intelectual sobre el riesgo de deflación y la posibilidad de que los tipos de interés llegaran a cero, y cómo abordarlo, se basaba en gran medida en la experiencia japonesa. La investigación teórica dedicada a ello era escasa. Paul Krugman (1998a) fue uno de los primeros que advirtió de las posibles consecuencias de caer en una trampa de liquidez como resultado de tipos de interés cero (para otros estudios iniciales sobre el tema, véanse Reifschneider y Williams, 2000; Benhabib, Schmitt-Grohé y Uribe, 2001; Eggertsson y Woodford, 2003). Bernanke mostró que los banqueros centrales observaban el riesgo de deflación desde lejos.¹⁴ Estudios sobre la experiencia del Banco de Japón sugirieron que su estrategia de expansión cuantitativa (QE) no tuvo un gran impacto, más allá de señalar que por dos razones los tipos de interés se mantendrían en cero durante mucho tiempo. Primero, las compras de activos del Banco de Japón se centraron en bonos del Estado a corto plazo, que eran sustitutos muy parecidos a las reservas bancarias y, por lo tanto, sólo sirvieron para aumentar la cantidad de dinero en lu-

14. Ben Bernanke, «Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here», discurso ante el National Economists Club, Washington, 21 de noviembre de 2002.

gar de reducir las primas de plazo (*term premium*). (Los capítulos 3 y 4 analizan los distintos canales operativos de la compra de activos.) Segundo, la dirección del Banco de Japón no había mostrado mucho entusiasmo por el programa de QE y pusieron el énfasis en el riesgo moral que creaba para la consolidación fiscal y la necesidad de reformas estructurales para mejorar el crecimiento potencial. Presentar la QE como temporal amortiguó su impacto (véase, por ejemplo, Ugai, 2007; Krugman, 1998a, 2000; Eggertsson y Woodford, 2003).

Tras la recesión de 2000-2001, la inflación en Estados Unidos y Europa bajó hasta algo menos del 2 por ciento. Su caída instó a más investigación y debate sobre cómo abordar el riesgo de deflación. Alan Greenspan advirtió sobre el riesgo de la «deflación corrosiva». Ben Bernanke, Vincent Reinhart y Brian Sack (2004) crearon una guía para gestionar el riesgo de los tipos de interés cero. La conclusión fue que era mejor evitarlos, pero que si los tipos bajaban hasta tal punto, la política monetaria continuaría disponiendo de los instrumentos para estimular la economía.

La sensación entre los profesionales de la economía era que los tipos de interés cero eran esencialmente una curiosidad intelectual que se materializaría sólo tras un error en la política económica, como se consideraba que había ocurrido en Japón (véase Bernanke, 2000; Ito y Mishkin, 2006). Visto con posterioridad, una razón clave de esta apreciación fue la «maldición de la Gran Moderación»: dado que gran parte de la investigación económica se basaba en el período posterior a la segunda guerra mundial, cuando las crisis eran «pequeñas» y no persistentes, todas las conclusiones de los estudios se limitaban a un subconjunto específico de posibles trayectorias macroeconómicas. Esta maldición de la Gran Moderación explica por qué, basándose en las previsiones económicas realizadas con modelos calculados con datos disponibles en 2007, la crisis se consideraba prácticamente «imposible» (lo que ocurrió en 2008 en realidad no estaba contemplado en la distribución de probabilidades de posibles trayectorias generadas por la mayoría de los modelos), y por qué los economistas y banqueros centrales tuvieron que improvisar a medida que se

desarrollaban los acontecimientos.¹⁵ También explica por qué, a falta de un modelo y un conjunto de perspectivas creíbles en las que basar la gestión del riesgo, los mercados se excedieron a la baja mientras se preparaban para el peor supuesto posible. Las expectativas macroeconómicas se desancalaron, agravadas por la estructura de incentivos de analistas y expertos, que parecían más sabios cuanto más pesimistas se mostraban y más catastrófico era el panorama que podían imaginar. Ha quedado patente que los errores en la gestión del riesgo fueron por falta de imaginación, por no imaginar un panorama tipo Lehman Brothers. Por lo tanto, fue esencial contemplar lo improbable.

La recomendación de política económica que surgió de la bibliografía anterior a la crisis era que ante una situación en la que los tipos de interés podían tener que rebajarse hasta cero, la política monetaria debía relajarse de manera agresiva para evitar, precisamente, llegar a cero; después, a fin de proporcionar suficiente colchón y evitar una recaída, los tipos de interés debían mantenerse bajos durante más tiempo de lo que sugerirían las reglas de política monetaria (véase, por ejemplo, Reinhart, 2004). La premisa subyacente era que la política monetaria a tipos de interés cero, incluida la QE, sería menos eficaz que políticas estándares de tipos de interés y que su impacto era, en gran parte, desconocido (y, basándose en la experiencia de Japón, posiblemente muy pequeño). Así pues, era mejor no tener que llegar a probarlo. Esta conclusión era lo contrario a la sugerencia de «mantener la pólvora seca» —es decir, retrasar la bajada de tipos para evitar llegar a cero—, que pasaría a formar parte del debate a medida que la crisis seguía su curso e indebidamente retrasaba la necesaria relajación de la política monetaria.

El consenso anterior a la crisis también había desechado la idea de que el crecimiento de los agregados monetarios era el factor determinante de la inflación. Con la notable excepción

15. Véase Simon Potter, «The Failure to Forecast the Great Recession», Liberty Street Economics (blog), 25 de noviembre de 2011, <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2011/11/the-failure-to-forecast-the-great-recession.html> (consultado el 28 de marzo de 2017).

del BCE, la mayoría de los bancos centrales habían dejado de supervisar los agregados monetarios como parte de su evaluación de las previsiones de inflación; incluso el BCE había dejado de hacer tanto hincapié en el dinero. En 1998, el BCE había adoptado una estrategia basada en dos pilares para analizar las previsiones de inflación. El primero se centraba en la evolución monetaria; el segundo, en la evolución económica. Tras un período complicado a principios de la primera década del presente milenio —cuando el BCE tuvo que dedicar gran parte de sus estudios a explicar que la aceleración del crecimiento monetario no era inflacionista, sino el resultado del reequilibrio de carteras que introducía inestabilidad en la demanda de dinero—, el BCE decidió cambiar su estrategia y diluir el pilar monetario. Sigue formando parte de su marco formal de análisis, pero sólo como un pilar secundario que complementa el análisis económico.

Pero las viejas ideas se resisten a morir. En 2007, cuando llegó el momento de aumentar de forma significativa los balances de los bancos centrales, el monetarismo reapareció repentinamente, incluso en Estados Unidos (véase, por ejemplo, la cautela expresada en Bullard, 2010), y la preocupación por un aumento de la inflación derivado del aumento de la cantidad de dinero se convirtió en un elemento fundamental del debate, con algunas advertencias apocalípticas.¹⁶ Irónicamente, el escepticismo sobre la QE procedía de ambas partes, de quienes creían que no funcionaría (basándose en la experiencia de Japón) y de quienes creían que funcionaría demasiado bien y generaría una inflación galopante (basándose en la visión monetarista). Como se explica a continuación, este doble escepticismo fue crucial para explicar las acciones de los bancos centrales durante la crisis.

16. Véase Cliff Asness y otros, «Open Letter to Ben Bernanke», Real Time Economics (blog), *The Wall Street Journal*, 15 de noviembre de 2010, blogs.wsj.com/economics/2010/11/15/open-letter-toben-bernanke (consultado el 28 de marzo de 2017).

La obsesión europea por la competitividad y las reformas

Las posturas económicas en Europa tenían matices idiosincráticos. El consenso general reunía dos características antiinflacionistas adicionales. La primera era una gran sensibilidad hacia la inflación, sobre todo en Alemania. El legado de la hiperinflación de principios de la década de los veinte —cuando el valor del marco alemán se desplomó de 4,2 marcos por dólar a 4,2 billones de marcos por dólar— había dejado profundas cicatrices, agravadas por la opinión de que, a ojos de muchos alemanes, la agitación política generada por la hiperinflación abrió la puerta al ascenso de Hitler al poder. El proceso de construcción del euro aumentó la sensibilidad hacia la inflación.

Adoptar el euro significaba que Alemania debía ceder la política monetaria al BCE, una institución nueva que carecía de las firmes credenciales antiinflación del Bundesbank. El temor añadido de que países como Italia pudieran aprovechar este nuevo banco central para imponer un régimen de inflación más elevada generó en la zona euro una visión marcadamente asimétrica del riesgo inflacionista. El BCE se creó con el estatuto más independiente del mundo. Su independencia se recogió en el Tratado de Maastricht y sólo podía cambiarse con una decisión unánime de todos los países, de modo que Alemania tenía poder de veto. Pero el tratado también prohibía expresamente a los países miembros la financiación monetaria de déficit público. Posteriormente, el temor al dominio fiscal, a una situación en la que los gobiernos pudieran obligar a los bancos centrales a financiar su deuda, se convirtió en un obstáculo político adicional para la adopción de un programa de compras de bonos del Estado. La agudizada sensibilidad ante la inflación se materializó en la adopción por parte del BCE de una definición asimétrica de la estabilidad de precios: inferior al 2 por ciento. Posteriormente, se corrigió a «próxima, pero por debajo del 2 por ciento», pero la asimetría siguió siendo ambigua y se convertiría en una razón importante para que el BCE tolerara una mayor caída de la inflación que otros bancos centrales.

El segundo elemento antiinflacionista tiene su origen en el imperfecto marco institucional de la zona euro. Debido a que ésta era una unión monetaria con una moneda y una política monetaria comunes pero políticas fiscales independientes, condicionadas por el pacto de estabilidad y crecimiento, una parte integral del consenso intelectual entre los responsables públicos de la zona euro era la necesidad de lograr la convergencia interna. Un elemento clave de este proceso de convergencia fue converger en los indicadores de competitividad. Dado que los países de la zona euro no podían devaluar dentro de la unión monetaria, se esperaba lograr la convergencia mediante aumentos de la productividad, contención de costes y moderación de los incrementos salariales.

Se esperaba que la convergencia incrementara la sincronización de los ciclos económicos de los distintos países de la zona euro, reduciendo así las asimetrías para conseguir una unión monetaria más perfecta. Sin embargo, la combinación de la unificación alemana en la década de los noventa y la reducción de los tipos de interés a escala mundial en la primera década del presente milenio (amplificada en la zona euro por la política monetaria común, que generó una reducción significativa de los tipos de interés en los países periféricos) supusieron un giro inesperado para ese objetivo de convergencia interna. El proceso de la unificación alemana alteró la sincronización del ciclo económico alemán con el resto de la zona euro. Mientras los países que posteriormente se sumarían al euro languidecían económicamente en la década de los noventa, Alemania experimentaba un auge postunificación. El mercado inmobiliario se apreció considerablemente y, debido a la decisión de convertir la moneda de Alemania del Este con paridad con el marco alemán, su estructura de costes se apreció de manera considerable. En resumen, Alemania había sufrido una importante pérdida de competitividad cuando se unió al euro en 1998. Como resultado, en la primera década del milenio su crecimiento se atenuó mientras el resto de la zona euro estaba en expansión. De hecho, por aquel entonces Alemania se denominaba «el enfermo» de Europa.

Para combatir esta pérdida de competitividad, Alemania se embarcó en un proceso de desinflación competitiva a través de la moderación salarial. Al mismo tiempo, algunos países de la zona euro, como España, Irlanda y Grecia, experimentaban un crecimiento muy fuerte y presentaban una inflación mucho más alta que la alemana, como resultado del triple impacto positivo de tipos de interés bajos, importantes entradas de capital extranjero y un tipo de cambio inicialmente débil (el euro se lanzó a un tipo de cambio de 1,17 pero se devaluó con rapidez a 0,87 respecto al dólar, obligando al BCE a intervenir para frenar la caída). Esta divergencia de la inflación hizo saltar las alarmas en el BCE, al que le preocupaba que estos diferenciales de inflación cada vez mayores supusieran una amenaza para la convergencia interna y, por consiguiente, para la estabilidad de la unión monetaria. En las reuniones del Eurogrupo (las reuniones periódicas de los ministros de finanzas europeos), Jean-Claude Trichet, el presidente del BCE, solía mostrar una serie de gráficos y tablas con indicadores de competitividad (como la evolución salarial, los costes laborales unitarios o los tipos de cambio efectivos reales) de cada uno de los países de la zona euro, subrayando la peligrosa divergencia que se estaba produciendo (Papaconstantinou, 2016). Esta necesidad de recuperar la competitividad a través de la desinflación competitiva y la moderación salarial se convirtió en uno de los principales motores del pensamiento económico de la zona euro cuando estalló la crisis. Introdujo un sesgo anti-inflación en el marco de la política del BCE y una mayor tolerancia ante la baja inflación.

La secuencia de acontecimientos que llevaron a la crisis de la zona euro amplificó este sesgo antiinflación de la formulación de políticas europeas. La zona euro era un club que se suponía que debía basarse en la confianza, pero ésta era muy débil. Las normas (como el complejo entramado de normas del pacto de estabilidad y crecimiento) eran intrusivas porque la confianza era muy limitada. Y existía una tipificación moral de las políticas: ahorrar era bueno, tomar prestado era malo, los déficits «excesivos» eran objeto de sanción. El hecho de que la crisis de la zona euro empezara con un episodio de tergiversación de los

datos fiscales y de crecimiento en Grecia sentó las pautas de las posteriores respuestas de la política económica. Rápidamente, la narrativa de la crisis de la zona euro se convirtió en una crisis de deuda y déficits públicos excesivos, agravada por la necesidad de sancionar a gobiernos poco fiables. Los peores temores de la ciudadanía alemana —que la zona euro se convertiría en una unión de transferencias en la que los ahorros alemanes rescatarían a los irresponsables gobiernos del sur— corrían el peligro de materializarse. El concepto «unión de transferencias» era un término negativo en el debate político alemán, ya que se refería al coste de la unificación (transferencias de la Alemania occidental a la Alemania del Este). Este proceso debía producirse en la zona euro. No podía haber mutualización del coste de resolver la crisis de la zona euro.

A los países que habían cometido excesos se les debía imponer una férrea disciplina, y la política monetaria pronto se convertiría en el instrumento para ejercer esta disciplina. El BCE pasó a formar parte de la troika (el grupo, formado por el FMI, los gobiernos europeos y el BCE, que gestionó los planes de rescate para Chipre, Grecia, Irlanda, Portugal y España). Durante las fases iniciales de la crisis del euro, evitar el riesgo moral y forzar reformas en los países fue más importante para el BCE que lograr la estabilidad de precios, y las condiciones financieras se mantuvieron demasiado tensas. La posterior caída de las expectativas de inflación, que pusieron en serio peligro la estabilidad de precios, fue el resultado de esta estrategia. Irónicamente, el banco central más independiente se convirtió en el más politizado.

La diabólica política de los planes de rescate bancarios

En su libro sobre la crisis financiera, *Stress Test*, el exsecretario del Tesoro de Estados Unidos Timothy Geithner (2014: 9) escribe: «La incertidumbre está en el origen de todas las crisis financieras. Éstas no terminan sin gobiernos que asuman riesgos que

los inversores privados no asumirán, que retiren la catástrofe de encima de la mesa». Tiene razón. Una y otra vez a lo largo de la historia, las crisis financieras han sido crisis de confianza: sobre la capacidad de un país de saldar su deuda, sobre la capacidad de los bancos de satisfacer la retirada de efectivo en ventanilla. La falta de confianza se convierte en pánico y, antes de que uno se dé cuenta, la situación está fuera de control.

Como sostiene Geithner, la solución es simple: cuando cunde el pánico en el sector privado, el sector público debe intervenir y asumir el riesgo que el sector privado no está dispuesto a asumir. El sector público debe ofrecer garantías de futuro, calmar a quienes sienten pánico y asegurar que todo saldrá bien. Está bien posicionado para desempeñar este papel porque, si se trata de una crisis de confianza en el sector bancario nacional, el gobierno y el banco central tienen cantidades de dinero potencialmente ilimitadas que emplear. Pueden decir de forma creíble que todo volverá a la normalidad.

Naturalmente, es más fácil decir que se ofrecerán estas garantías que hacerlo. Gestionar y resolver una crisis bancaria sistémica requiere un complejo conjunto de decisiones, sobre qué bancos son insolventes (y, por lo tanto, deben cerrarse), qué bancos son solventes pero carecen de liquidez (y, por lo tanto, deben ser rescatados) y qué bancos tal vez sean insolventes pero demasiado grandes para liquidarlos de forma ordenada (y, por lo tanto, también deben ser rescatados). Para que los inversores puedan tener una percepción correcta del valor real del banco y se pueda proceder a la recapitalización, es necesario encargarse de los activos improductivos de los balances de los bancos, preferentemente asimilando las pérdidas lo antes y de la forma más creíble posible. Una crisis bancaria genera pérdidas; su gestión consiste, esencialmente, en el proceso de decidir cómo repartirlas.

Debido a dos grandes objeciones a los rescates bancarios, hacerlo es un campo de minas político. La primera es que hacerlo es moralmente inaceptable. Según este punto de vista, los pecadores deben pagar, punto. La segunda objeción es que rescatar bancos crea riesgo moral. Si los bancos no sufren las consecuen-

cias de sus errores, repetirán el mismo comportamiento en el futuro. Dado que a menudo los rescates implicaban la expansión del déficit fiscal y la emisión de deuda para financiarlos, muy pronto el discurso se convirtió en «privatizar beneficios, socializar pérdidas».

Esta preocupación es válida. Pero la decisión de rescatar a un banco no debería basarse sólo en esta preocupación. Si el banco con problemas es pequeño y la economía es próspera, es probable que su quiebra tenga una repercusión mínima en el resto de la economía, y se impone la visión ética. Pero si todo el sistema financiero está en apuros, el principio rector debe cambiar. Lo que debemos preguntarnos es: ¿cuál es la línea de actuación que minimiza la pérdida de bienestar de la ciudadanía, en términos de la caída esperada del PIB? Si el problema es lo bastante sistémico, si se ha extendido al conjunto de la economía, los rescates quizá sean una mejor solución para toda la ciudadanía que permitir por razones éticas que los bancos quiebren. El objetivo siempre debe ser proteger al inocente, aunque a veces haya que rescatar a los que causan problemas.

A los políticos no les gustan los rescates bancarios, porque son difíciles de explicar a los votantes. Así que titubean y pasan el problema a los bancos centrales. En Estados Unidos, la Fed tuvo que dar con formas creativas de prestar a bancos de inversión en apuros mientras el Congreso permanecía de brazos cruzados. Cuando por falta de garantías la Fed no pudo justificar prestar a Lehman, tuvo que dejar que quebrara. Pero inmediatamente después, acordó el rescate de la aseguradora AIG, cuya quiebra amenazaba con desmoronar el sistema financiero de Estados Unidos. Después de mucho titubeo, y un impactante primer voto en contra el 9 de septiembre de 2008 que descalabró los mercados de valores mundiales, el 3 de octubre de 2008, el Congreso finalmente aprobó la solicitud de financiar el *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Resulta revelador que los detractores del TARP destacaran la falta de apoyo público al rescate bancario y la posible gran envergadura del programa.

Al final, el TARP fue un éxito. Aunque acabó utilizándose para algo ligeramente distinto de lo que se había planeado en un

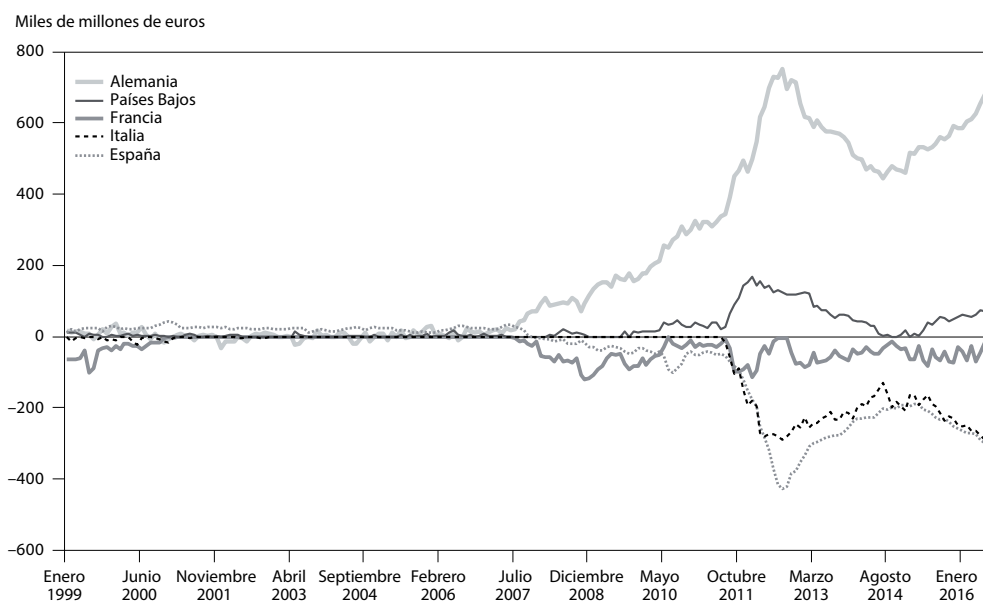
principio —el plan original era utilizar el dinero para comprar activos tóxicos, pero el secretario del Tesoro, Henry Paulson, pronto cambió la estrategia, reorientándola a la recapitalización bancaria—, fue una de las principales contribuciones a la hora de detener la pérdida de confianza en el sector bancario estadounidense (igual que fue un apoyo creíble a la recapitalización de los bancos). Generó un pequeño beneficio (unos 15.000 millones de dólares) para los contribuyentes estadounidenses. Uno de los secretos mejor guardados de las crisis bancarias es que los rescates bancarios suelen generar beneficios. Si se diseñan correctamente, los gobiernos compran a precio de ganga y, una vez recuperada la confianza, venden a precios más altos.

En la zona euro, la diabólica política de los planes de rescate afectó sobre todo a las relaciones entre países. Cuando el BCE adoptó su política de provisión ilimitada de liquidez a todos los bancos en sus subastas semanales, esta liquidez empezó a redistribuirse por los países de la zona euro en función de las características del sistema bancario de cada país, así como de las presiones del mercado. Los bancos de los países débiles tuvieron que aumentar su dependencia de la liquidez del BCE. Dado que el volumen total de liquidez que genera un banco central no puede abandonar el sistema (a menos que se convierta a moneda extranjera), el gran endeudamiento de algunos bancos de países deudores con el BCE se vio reflejado en los grandes depósitos que algunos bancos de países acreedores tenían en el BCE. En gran medida, esta distribución de liquidez reflejaba el comportamiento relativo de la economía de los países, sobre todo de sus sectores externos. El resultado fueron grandes depósitos por parte de bancos en Alemania y un gran endeudamiento por parte de bancos en países periféricos bajo presión. Estos flujos fueron intermediados por el sistema Target 2 (el sistema interbancario de pagos de la zona euro) y crecieron mucho mientras el BCE inyectaba liquidez en el sistema (figura 2.1).

El saldo acreedor de Alemania se aceleró con rapidez. Estos flujos del Target 2 se convirtieron muy pronto en fuente de conflictos políticos. Los políticos y economistas alemanes empeza-

ron a señalar estos flujos como un rescate encubierto del BCE de los países periféricos que creaban una posible deuda muy cuantiosa para Alemania si uno de estos países incumplía sus pagos. Esta crítica era teórica y en gran medida infundada. La fuerte posición acreedora de Alemania en Target 2 reflejaba en gran parte su superávit respecto al resto de los países de la zona euro; Alemania corría el riesgo de perder dinero sólo si algún país abandonaba el euro e incumplía el pago de sus préstamos. Además, estos grandes flujos redujeron drásticamente los tipos de interés, lo que impulsó el crecimiento económico alemán. Pero nada de esto importaba. El BCE se había convertido en un objetivo demasiado jugoso para los políticos alemanes; la campaña fue muy eficaz a la hora de crear una narrativa negativa en Alemania contra las políticas del BCE, que con el tiempo no ha hecho más que agravarse.

Figura 2.1 **Balances del Target 2 en una selección de países europeos, 1999-2016**



Fuente: Bloomberg.

La decisión del BCE de incorporarse a la troika en los planes de rescate de los países en crisis acrecentó la dimensión política —y la crítica— de la política monetaria en la zona euro. La troika usó el monopolio del BCE de la provisión de liquidez para ejercer presión sobre los países con problemas. La rebaja de calificaciones implicó que la deuda de esos países corría el riesgo de no ser admitida como garantía para las operaciones de mercado abierto del BCE, a menos que los países afectados aceptaran un plan de rescate. El BCE justificó sus acciones como gestión de riesgo prudente: no podía continuar aceptando como garantía activos con un alto riesgo de impago. No obstante, desde el punto de vista de los países afectados, su decisión fue equiparable al chantaje, dado que el riesgo de ser apartado de la liquidez del BCE aumentaba el riesgo de impago. Alimentó la polémica el hecho de que los bancos de algunos países, sobre todo de Alemania, se deshicieran de gran parte de sus bonos de países periféricos antes de la decisión de la troika de reestructurar la deuda griega. El resultado fue una acrecentada crítica política del BCE y de sus políticas; en Alemania, porque el BCE estaba haciendo demasiado por ayudar a los países en crisis; y en los países en crisis, porque no estaba haciendo suficiente.

«Nadar a contracorriente» frente a «limpiar», o cómo la crisis se originó en una bañera

Un elemento importante del consenso anterior a la crisis se remonta a una bañera en Washington D. C. a finales de 1996. El efecto del famoso discurso de la «exuberancia irracional» de Alan Greenspan, concebido durante uno de sus baños matutinos, fue lo contrario de lo que pretendía. Greenspan quería advertir a los mercados de que la valoración de las acciones estaba alcanzando niveles excesivos, confiando así en que eso frenaría su apreciación. En su discurso en la gala anual del American Enterprise Institute, se preguntó: «¿Cómo sabemos cuándo la exuberancia irracional ha disparado indebidamente el valor de los

activos?». Los mercados ignoraron su advertencia: tras un breve parpadeo, continuaron rugiendo.

El Dow Jones alcanzó los 6.000 puntos a mediados de octubre de 1996. Greenspan pronunció su discurso a principios de diciembre; para enero de 1997, el Dow Jones se situaba en 7.000 puntos. Las subidas de los tipos de interés no bastaron para desacelerar el mercado de valores, lo que consolidó la opinión de Greenspan de que la política monetaria no era el instrumento para enfrentarse a los posibles excesos del mercado financiero.

De hecho, a su entender, podía resultar contraproducente. Los tipos de interés son un instrumento demasiado tosco para afectar a los mercados financieros: a menos que el banco central esté dispuesto a actuar de manera drástica y causar una recesión si es necesario, pequeños cambios en los tipos de interés destinados a reducir el precio de los activos corren el riesgo de fracasar y afectar negativamente a la credibilidad del banco central. Además, en momentos de rápidos cambios tecnológicos, es difícil saber si los mercados están valorando correctamente los activos o no. Los bancos centrales no tienen ninguna ventaja sobre los mercados a la hora de distinguir entre el auténtico avance tecnológico y las burbujas de activos. Pueden cometer errores y generar recesiones innecesarias, obstaculizando así la innovación por el camino. Con estos temores en mente, la mayoría de los bancos centrales decidieron que en lugar de «nadar a contracorriente» de los mercados financieros, era mejor esperar y estar listo para «limpiar» después si, al final, había una crisis financiera. La política monetaria debería centrarse en la estabilidad de precios: las políticas reguladoras y de supervisión debían ocuparse de los riesgos para la estabilidad financiera.

Hasta cierto punto, la postura de «limpiar» quedó validada por las repercusiones de la explosión de la burbuja del Nasdaq en el 2000. El mercado de valores sufrió pérdidas considerables, pero el impacto económico fue mínimo. De hecho, la recesión de 2001 es una de las más cortas y moderadas de la historia de la posguerra de Estados Unidos. En gran medida, la exuberancia irracional había sido inofensiva.