

BIBLIOTECA
DINERO, BANCA Y FINANZAS

S E R I E M E N O R

UNA CRISIS
ECONÓMICA
SORPRENDENTE:
2007-2012

JOSÉ ANTONIO DE AGUIRRE
JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ

UNA CRISIS
ECONÓMICA
SORPRENDENTE
2007-2012

EDICIONES AOSTA

© Jose Antonio de Aguirre y Juan E. Castañeda Fernández

© 2012 EDICIONES AOSTA, S.A.
Correo: info@edicionesaosta.com
www.edicionesaosta.com

Compuesto por JPM GRAPHIC, S.L.
Impreso por LAVEL INDUSTRIA GRÁFICA, S.A.

ISBN: 978-84-88203-10-6
Depósito legal: M. 27.365-2012

Impreso en España • *Printed in Spain*

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por las leyes, que establecen penas de prisión y multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeran total o parcialmente el contenido de este libro por cualquier procedimiento electrónico o mecánico, incluso fotocopia, grabación magnética, óptica o informática, o cualquier sistema de almacenamiento de información o sistema de recuperación, sin permiso escrito de EDICIONES AOSTA, S.A.

ÍNDICE

PREFACIO	ix
CAPÍTULO 1. LA SORPRESA DE LOS BANCOS CENTRALES Y LOS REGULADORES	1
I. EL CASO DE INGLATERRA	5
II. EL CASO DE LOS ESTADOS UNIDOS	7
CAPÍTULO 2. LA SORPRESA DE LOS ECONOMISTAS	37
I. EL LARGO CAMINO HACIA LA ADOPCIÓN DE UNA POLÍTICA MONETARIA REGLADA	37
II. LA INDEPENDENCIA DE LOS BANCOS CENTRALES Y LAS REGLAS MONETARIAS	42
III. LA LEY DE LA FÍSICA MONETARIA	44
IV. UNA CURA DE HUMILDAD	50
V. EL DEBATE DE LAS REGLAS MONETARIAS	53
VI. EL CASO DE ESPAÑA	68
CAPÍTULO 3. LA CRISIS DE LA EUROZONA	71
I. LA TRANSICIÓN AL DINERO FIDUCIARIO	71
II. LA POLÍTICA ECONÓMICA TRADICIONAL Y ORTODOXA	76
III. EL PSEUDO-SISTEMA DE PATRÓN ORO	77
IV. LAS ÁREAS MONETARIAS ÓPTIMAS	79
V. LA UNIFICACIÓN MONETARIA EUROPEA	82
VI. SOBERANÍA MONETARIA Y SOBERANÍA PRESUPUESTARIA	84
VII. LA POSICIÓN DEL REINO UNIDO Y LA MONEDA PARALELA	87
VIII. LA EXPERIENCIA DE LA MONEDA ÚNICA EUROPEA	92
IX. UNA OPORTUNIDAD PERDIDA	95
X. EL BANCO CENTRAL EUROPEO	99
XI. ENDEUDAMIENTO EXTERNO	102
XII. EL RESTABLECIMIENTO DE LAS MONEDAS NACIONALES	105

CAPÍTULO 4. LA REGULACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO . . .	109
I. LA REGULACIÓN DEL CAPITAL BANCARIO	110
II. LOS ACUERDOS DE BASILEA III	114
III. BANCOS DE INVERSIÓN Y BANCOS DE DEPÓSITOS	116
IV. LA REGULACIÓN DE LA BANCA DE INVERSIÓN	119
V. EL RIESGO SISTÉMICO BANCARIO	124
VI. EL DEBATE DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA Y FINANCIERA EN LA EUROZONA	128
 CAPÍTULO 5. EL PROBLEMA MONETARIO DE NUESTRO TIEMPO	 135
PREÁMBULO	135
I. «LOS AUSTRIACOS»	138
II. LA PEREZA INTELECTUAL DE LOS ECONOMISTAS	150
 CAPÍTULO 6. DE LA ESTABILIDAD DE PRECIOS A LA ESTABILIDAD MONETARIA	 171
I. EL DIAGNÓSTICO	171
II. EL MITO DE LA ESTABILIDAD DE LOS PRECIOS	172
III. UN OBJETIVO MONETARIO SENCILLO	177
IV. CONSECUENCIAS PRÁCTICAS DEL EQUILIBRIO MONETARIO . . .	179
V. LA ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA	181
VI. EL FUTURO DE LOS BANCOS CENTRALES	182
 BIBLIOGRAFÍA	 183
 ÍNDICE DE NOMBRES	 191

PREFACIO

Los últimos años del siglo XX y los primeros del siguiente fueron tiempos de prosperidad, tras las desconcertantes crisis petrolíferas de los años 70. La renta real per cápita mundial media pasó de 5.400 dólares en 1980 a 8.500 en el año 2005. La esperanza media de vida creció y las tasas de mortalidad infantil y de pobreza descendieron. Queda todavía una inmensa tarea por hacer, pero estos datos son incuestionables y ponen de manifiesto que las políticas de apertura de mercados, control de las tasas de inflación, privatización de sectores amplios de la economía y empresas públicas, así como la consolidación presupuestaria, produjeron los efectos positivos esperados. Pero de repente, para sorpresa de todos, estalló una crisis bancaria y financiera en los Estados Unidos que se extendió como un reguero de pólvora a la Europa Insular y Continental, desarticulando los sistemas de crédito y socavando gravemente la confianza que teníamos depositada en nuestras instituciones monetarias y financieras.

Es verdad que la principal economía del mundo y eje del sistema monetario internacional viene arrastrando, desde hace tiempo, unos desequilibrios en sus presupuestos y cuentas exteriores que han ocasionado a su sistema bancario problemas en más de una ocasión. Pero nada parecido a lo sucedido ahora, de modo que nos ha parecido oportuno indagar y centrar nuestra atención en los fundamentos mismos de nuestro sistema monetario y de crédito para ayudar a dar una respuesta a los problemas que está presentando la recuperación, tras la crisis, del crecimiento de nuestras economías.

LOS AUTORES
Madrid 13 de junio 2012

CAPÍTULO 1

LA SORPRESA DE LOS BANCOS CENTRALES Y LOS REGULADORES

Para la mayoría de los economistas del siglo XX siempre pasó desapercibido el hecho de que la única decisión que, con carácter universal, se viene sustrayendo a los criterios del mercado es la cantidad de dinero que la economía precisa para su funcionamiento. Probablemente, si ustedes preguntan al hombre de la calle o incluso si preguntan a quienes se dedican al comercio, la industria o los negocios, o a los que se mueven en el mundo de la política, les dirán, en su mayoría, que cuanto más dinero y crédito barato mejor. Pero si recapacitan, coincidirán con nosotros en que durante los años anteriores a esta gran crisis que nos aflige hemos tenido dinero y crédito barato en abundancia, y esto debería hacernos reflexionar a todos.

Tras muchas idas y venidas, los metales preciosos, que durante siglos constituyeron el dinero básico con el que llevábamos a cabo nuestras transacciones, desaparecieron de la escena y hoy en día estas se llevan a cabo con dinero bancario que genera el crédito; es decir, lo produce un «selecto club de bancos» a cuyo frente se encuentra un monopolio de emisión propiedad del Estado. Este banco tan singular es el encargado de suministrar, en régimen de monopolio al resto de miembros de ese club, que suelen ser bancos privados con licencia para ejercer esa profesión, el dinero básico de curso legal o reservas bancarias que sirven de apoyo a su actividad de concesión de créditos a las empresas y familias que constituyen su clientela propia.

Se dice que ese dinero bancario que emite el banco central monopolista es de curso legal porque con su entrega, cualquier persona o empresa que deba dinero a otra habrá cumplido con su compromiso, la deuda contraída quedará saldada y no podrá volver a exigirse. En ocasiones y en un lenguaje más técnico, se suele decir que ese es el dinero de la máxima liquidez y está integrado por los billetes y las monedas fraccionarias que

todos ustedes conocen, así como por los saldos a su favor que posean cada uno de los bancos existentes en el banco central del Estado.

Los bancos miembros del club crean, a su vez, otras formas de dinero bancario, por regla general depósitos a la vista de los que cabe disponer para hacer pagos mediante el libramiento de cheques, talones y transferencias bancarias. Esto multiplica la cantidad de reservas bancarias que estas entidades tienen a su disposición en caja o en el banco central emisor, de manera que este banco singular, mediante la creación o destrucción de reservas, considera que puede controlar la cantidad total de dinero bancario circulante en una nación. No siempre será así, sobre todo cuando la economía se encuentra en recesión, porque si los bancos del club desconfían de la solvencia de sus clientes pueden no hacer uso de la totalidad de las *reservas bancarias* a su disposición, de ahí que, si bien el banco central está en mejores condiciones de cortar una excesiva expansión del crédito, su política de creación de reservas para estimular la economía ya no es tan eficaz cuando esta ha entrado en recesión.

No resulta fácil para el banco central emisor encontrar la solución al problema de determinar la cantidad de dinero bancario que precisa la economía para su normal funcionamiento, de manera que lo más probable es que en el desarrollo de su cometido andemos a bandazos, sobre todo si las autoridades, para sus fines políticos, se inmiscuyen en el gobierno de esta clase de bancos; de ahí que en la actualidad se venga insistiendo en la necesidad de que estas instituciones estén dotadas de independencia para instrumentar la política apropiada, en orden a conseguir el objetivo que le haya sido encomendado por el gobierno y que en tiempos de paz consiste en el mantenimiento de una tasa moderada de crecimiento de los precios de los bienes de consumo y un elevado nivel de empleo.¹ *Se puede decir que la crisis actual ha puesto en tela de juicio este planteamiento de la actuación de los bancos centrales.*

Para una minoría de economistas, la inestabilidad que viene demostrando el sistema de creación y destrucción centralizada de reservas bancarias debería hacernos reflexionar, para que dependiera más bien de las oscilaciones de la demanda del dinero,² ya sea fijando la cifra total

¹ El ejemplo típico es la Reserva Federal de los Estados Unidos. En otros bancos centrales se suele aludir a un compromiso de procurar un crecimiento estable de la economía, y en el caso del BCE existe un mandato específico de estabilidad del nivel general de los precios.

² El lector debería ir aprendiendo a diferenciar la demanda de dinero, para retener y no gastar, de la demanda de crédito para gastar. Es un concepto escurridizo pero

de las reservas bancarias o haciendo que estas dependan de las existencias de un *dinero externo* que, por lo regular, sería una mercancía que el mercado seleccionase y no procedería de su creación o destrucción por parte del gobierno o el banco central. En este caso, al permanecer fija o cuasi-fija la reserva de dinero externo, los precios descenderían suavemente a medida que se incrementara la productividad de los factores por el progreso tecnológico y, con ello, los salarios reales de los trabajadores subirían. Solo excepcionalmente los precios ascenderían y los salarios reales caerían cuando la productividad descendiera.

La experiencia del siglo pasado no ha sido monetaria ni financieramente positiva y esta crisis es, con seguridad, la manifestación más reciente de esa ineficacia. En el sistema financiero de los Estados Unidos, donde se inició la crisis, al selecto club de bancos privados que crean dinero bancario bajo la batuta y supervisión de su banco central (Sistema de Reserva Federal), se unen otro tipo de intermediarios financieros que, en ocasiones, también se llaman bancos (bancos de inversión se les denomina para diferenciarlos de los tradicionales bancos de depósitos) y que actúan con entera libertad, concediendo créditos que financian en los mercados mayoristas de dinero bancario, incorporándolos luego a títulos-valores que comercializan en los mercados de capitales.³ Pues bien, en los últimos veinticinco o treinta años es aquí donde han ido introduciéndose la mayoría de las innovaciones financieras, ideadas al margen del control de la generación de crédito que, en teoría, debería haber ejercido su banco central.

Allí donde no existe esa diferenciación específica entre bancos de depósito y bancos de inversión, como es el caso de Europa, esa clase de actividades innovadoras las han venido ejerciendo las divisiones mayoristas de los bancos de depósitos tradicionales. La crisis financiera actual se ha estado incubando precisamente en estos nuevos mercados de valores, en los que tanto las instituciones que no estaban bajo el control de

clave, porque si el sistema bancario funcionara a impulsos de la demanda de dinero y no como sucede ahora, el equilibrio monetario sería más fácil de alcanzar. Sin embargo, en este trabajo solo excepcionalmente aludiremos a los problemas de un sistema descentralizado de banca. El mejor análisis del tema en lengua española se puede encontrar en George Selgin: *La Libertad de Emisión del Dinero Bancario*, Ed. Aosta, 2011.

³ Los mercados de capitales son de índole diversa. Por un lado, están las Bolsas de Valores tradicionales que remontan su origen al siglo XV, y por otro los modernos mercados telefónicos o electrónicos entre instituciones financieras de carácter diverso que son los que han provocado la crisis actual.

los bancos centrales como las que lo estaban se vieron implicadas, de forma que nadie fue capaz de impedir la desarticulación de todo el sistema nacional de crédito y su contagio a la economía real, bajo la forma de una recesión muy profunda que todos parecían descartar o creían poder dominar.

Habíamos superado la crisis petrolífera de los años 70 del siglo pasado, que algunos presentaron con signos apocalípticos, con su secuela de las inflaciones de dos dígitos y las elevadísimas tasas de paro que recordaban lo sucedido en los años 30. También otras numerosas crisis bancarias, algunas de importancia y otras de menor calado,⁴ las crisis de los países latinoamericanos, las de los países del Sudeste Asiático y la de Rusia en los años 90; la crisis bursátil global de 1987 y la crisis «dot.com» de 2001, de manera que todo el mundo esperaba que el inusitado crecimiento de los precios de la vivienda en países como los Estados Unidos, Inglaterra o España terminara con una suave ralentización (aterrizaje suave), seguida de un estancamiento de los precios. Nunca una crisis bancaria y financiera que asoló los Estados Unidos, Inglaterra y los países de la Eurozona en un momento que no era precisamente de decaimiento de la demanda mundial,⁵ y cuando en muchas partes del mundo las tasas de pobreza estaban descendiendo, de forma que todo apunta a serias deficiencias instaladas en el corazón de nuestro sistema monetario, bancario y financiero.

Las autoridades políticas, los organismos reguladores y los economistas fueron cogidos por sorpresa, hasta el punto de que, tras algo más de cuatro años el desconcierto sigue siendo grande y la combinación de acciones de unos y otros hay momentos que parecen estar a punto de ocasionar nuevas y sorprendentes explosiones. Nos ocuparemos primero de la sorpresa de las autoridades y organismos reguladores en Inglaterra y los Estados Unidos, sobre la que existe ya una literatura abundante, de la que extraemos los rasgos que nos parecen más sobresalientes. Esperamos que el lector no tenga aquí demasiadas dificultades para hacerse una idea de lo ocurrido, a pesar de lo sucinto del relato. Luego nos ocuparemos de la sorpresa de los economistas, analizando las posibilidades que tiene el manejo de una política monetaria diferente a la empleada.

⁴ Las de mayor importancia fueron las de España 1977, Noruega y Finlandia 1987, Suecia 1991 y Japón 1992.

⁵ Este es un punto que algunos ponen hoy en tela de juicio. Véase, por ejemplo, Altert D., Hockett, R. y Roubini, N., *The Way Forward*, New American Foundation, octubre de 2011.

Después abordaremos los problemas de la Eurozona, las propuestas de regulación que se vienen manejando, y concluiremos con algunos problemas que se plantean en el nivel internacional e institucional.

I EL CASO DE INGLATERRA

Inglaterra es la cuna de nuestros actuales sistemas bancarios y financieros que han puesto de manifiesto una debilidad que nos ha sorprendido. Se puede decir que en sus años de hegemonía supo administrar, con éxito, el desarrollo de las finanzas mundiales, acabó ideando el patrón oro que puso orden en los sistemas monetarios y, aunque no evitó las fluctuaciones de la actividad económica, a largo plazo consiguió mantener el poder adquisitivo del dinero bancario.⁶

Inglaterra fue también la cuna del monopolio del banco emisor central que luego todos imitaron y allí nació la famosa doctrina Bagehot con la que administrar los pánicos bancarios (1873). El país se integró, en su día, en la Comunidad Económica Europea, pero prefirió no prescindir de su moneda nacional, la libra esterlina, cuando sus socios comerciales crearon el euro. Sin embargo, esto no le permitió eludir los efectos devastadores de una crisis bancaria y financiera que pone en entredicho instituciones que este país alumbró en el curso de su historia. Un breve repaso a los sucesos que allí tuvieron lugar resulta pues de gran interés.

En septiembre del 2007 se produjo una avalancha de depositantes sobre las ventanillas de un pequeño banco inglés, el Northern Rock, una entidad que contabilizaba una parte muy pequeña de los depósitos bancarios en libras esterlinas. Se trataba de una entidad especializada en el crédito hipotecario y en los últimos diez años había registrado un avance espectacular, incrementando sus créditos pero no sus depósitos bancarios, porque los mercados mayoristas de dinero, rebosantes de liquidez, le permitían obtener financiación a tipos de interés muy bajos y vencimientos muy cortos.

⁶ El sistema de patrón oro gobernó el mercado de creación de dinero bancario entre 1870 y el comienzo de la Primera Guerra Mundial en 1914, y aunque los precios, año a año, experimentaron fluctuaciones, la verdad es que consiguió durante casi medio siglo que el dinero preservase su poder de compra, algo excepcional si lo comparamos con lo sucedido durante el siglo XX.

Era de suponer que la entidad reguladora estuviera al tanto, pero todo parece indicar que no fue así.⁷ Al parecer, el Banco de Inglaterra tenía bastante tarea con mantener estable el nivel de precios de los bienes de consumo, entre los que el precio de la vivienda estaba ausente o no parecía inquietar demasiado. Es más, era de esperar que las autoridades reguladoras, fueran las que fuesen, supieran por la experiencia de crisis financieras anteriores que la práctica de conceder créditos hipotecarios con endeudamientos a muy corto plazo comporta un riesgo al que pocos sobreviven.⁸

Pues bien, cuando en el mes de agosto de aquel año, este pequeño banco comunicó al Banco de Inglaterra que tenía dificultades para seguir renovando sus pasivos a corto plazo, se inició una serie de idas y venidas entre los diferentes reguladores y el Ministerio de Hacienda (Tesoro) que muestran un grave desconcierto y revelan que fueron pocos los que se percataron, entonces, de que esa práctica bancaria insana estaba generalizada y constituía un intento de incrementar el crédito y la dimensión de las entidades sin un estudio detenido de los riesgos que se asumían, en la idea de poder transmitirlos luego a terceros, incorporándolos a títulos-valores que se comercializaban de una forma muy peculiar por la organización de esta clase de mercados, tanto en su colocación inicial en el nivel primario como, en el nivel secundario, en la posterior negociación y cotización de esos títulos. Nadie pareció darse cuenta de que esa práctica, generalizada y oculta, fuera de los balances de las grandes entidades financieras, podía dar lugar a una retirada masiva de depósitos bancarios, el temido pánico, como sucedió en aquella pequeña institución cuando una indiscreción telefónica hizo saber a sus clientes que el Banco de Inglaterra, a destiempo, estaba socorriéndola.

Lo que siguió después no es preciso relatarlo al detalle: grandes instituciones financieras como el Royal Bank of Scotland y el Lloyds Bank, así como otras de menor importancia, se vieron obligadas a reforzar su capital con cuantiosas aportaciones del Tesoro Británico⁹ y continúan hoy

⁷ Lo que sigue está relatado con todo detalle en A. Milne y G. Wood (2008) y es un buen ejemplo de las consecuencias que tiene un sistema regulatorio que repartía las competencias entre el Tesoro, el Banco de Inglaterra y la Autoridad de Servicios Financieros (FSA).

⁸ Es curioso que nadie haya advertido que esto se encuentra ya en Adam Smith [2009(1776): 390].

⁹ Como acaba de suceder ahora, en España, con el caso de Bankia, producto de algo que nunca llegamos a comprender y llamaron, para que nadie pudiera entenderlo nunca, «fusiones frías», un auténtico híbrido.

arrastrando sus cotizaciones por las salas de contratación de las bolsas de valores.

El mito de la nacionalización de la banca se había desvanecido hacía tiempo porque no resolvía nada, pero las consecuencias inesperadas de la planificación centralizada de la oferta de reservas bancarias habían terminado revelando cuál era su cara oscura. Naturalmente, el resultado fue una importante devaluación de la libra esterlina y un costoso plan de austeridad para pagar la factura del descalabro que acababa cayendo en las espaldas del contribuyente, amén del desprestigio de las entidades bancarias y financieras que no sabemos el tiempo que tardará en recuperarse.

II EL CASO DE LOS ESTADOS UNIDOS

Aunque pueda sorprender a muchos, los Estados Unidos siempre tuvieron un sistema bancario extraordinariamente frágil y no precisamente por la ausencia de regulaciones, sino por el carácter inapropiado de ellas, así como por el decidido propósito de las autoridades políticas de financiar sus actividades aprovechando la emisión de billetes de banco. No obstante, hasta mediados de los años 80 del siglo pasado, la historia que nos contaron fue bien distinta. El sistema bancario de los Estados Unidos, anterior al establecimiento de su banco central, era altamente inestable y estuvo sometido a toda una serie de pánicos bancarios que era necesario evitar a toda costa.

Análisis recientes apuntan a que aquellos pánicos, anteriores al establecimiento del Sistema de la Reserva Federal en 1913, estuvieron provocados por las limitaciones impuestas a la emisión, en régimen de libre competencia, de billetes de banco y al despliegue de redes amplias de sucursales de los bancos por todo el país.¹⁰ Como explicó, en los años 30 del siglo pasado, el clásico libro de Vera C. Smith [1993: (1936)], la superioridad del sistema de centralización de la reserva bancaria que inició la banca inglesa y luego adoptaron otros llegó a convertirse para estos países en una especie de *dogma* que aceptaron todos sin preguntarse sus

¹⁰ En la literatura en lengua española pueden encontrar los lectores un excelente análisis que contradice la tesis mantenida, hasta ahora, sobre la experiencia del sistema descentralizado de banca en los Estados Unidos. Véase Selgin, G. [2011(1988): 25-54 y 297-334].

consecuencias. Pues bien, en el caso de los Estados Unidos «todo parece indicar que muchos y quizá la mayoría de los defectos del sistema americano podían haberse remediado de forma muy distinta. No era la ausencia de un banco central la causa del mal (...) de modo que algunos de los defectos de naturaleza básica que tenía el sistema bancario norteamericano en modo alguno podían ser superados por el Sistema de la Reserva Federal» [1993 (1936): 184].

El dogma no hizo otra cosa que consolidarse a lo largo de todo el siglo XX, a pesar de su fracaso a la hora de predecir y prolongar la Gran Depresión de los años 30. La actuación de la Reserva Federal en la gran crisis bursátil de 1929 ha sido enjuiciada muy negativamente.¹¹ Fruto de aquellos acontecimientos fueron tres medidas adoptadas durante el primer mandato del Presidente Roosevelt (1933-37): La creación de la *Securities Exchange Commission* (Comisión del Mercado de Valores), que se encargaría de regular todo lo relacionado con los mercados de valores y, en particular, los llamados «bancos de inversión», que han sido los protagonistas estelares de la crisis actual. El *Federal Deposit Insurance Corporation* (Fondo de Garantía de Depósitos), un sistema de garantía pública de los depósitos bancarios. Estas dos instituciones, con mayor o menor retraso, fueron luego imitadas y establecidas en muchos otros países.

No sucedió así con la famosa *Glass-Steagall Act* de 1933, que estableció allí una rigurosa separación entre los llamados «bancos de inversión» y «los bancos de depósito», con la pretensión de que las crisis de los mercados de valores no se contagiaran a los bancos tradicionales que conceden créditos y comercializan depósitos bancarios¹² De hecho, a pesar de esa separación, se ha producido paulatinamente un cambio importante en el sistema de intermediación financiera de los Estados Unidos, con una pérdida del peso relativo de los depósitos bancarios muy notable.

Ha sido en el mundo de los «bancos de inversión», bajo la supervisión de la *Securities Exchange Commission* (SEC), donde se ha estado incubando lo que la literatura ha querido llamar «el sistema bancario en la sombra» (*shadow banking system*), que es donde se han producido los dramáticos acontecimientos que obligaron a intervenir al banco central de los Estados Unidos. Dicho de otra forma, mientras esta institución permanecía

¹¹ Entre los críticos de su política monetaria en esos años y de su mala gestión del patrón oro destacan Milton Friedman y Anna Schwartz (1963).

¹² Hay quienes cuestionan las razones que se adujeron para justificar esta ley. Véase Selgin, G. [2011(1989): 303].

entretenida en sus tareas de política monetaria,¹³ se comenzó a desarrollar todo un conjunto de innovaciones financieras que fueron valoradas erróneamente por sus miembros y que, como vamos a ver, entrañaban un serio peligro para la estabilidad no solo del conjunto de «bancos de depósitos» que estaban bajo supervisión de la Reserva Federal, sino de todo el sistema financiero. Se produjo aquí algo que también vimos al examinar el caso de Inglaterra. Como la Reserva Federal solo estaba responsabilizada de la estabilidad macroeconómica, no prestó atención alguna a unos desarrollos e innovaciones financieras respecto a la cuales era competencia de la SEC haber prevenido sus consecuencias, de modo que entre uno y otro regulador nadie impidió la formación de una auténtica bomba de relojería para todo el sistema.

Pero no es esto lo peor: a comienzos del nuevo siglo el estado de complacencia dentro de la profesión de los economistas era casi absoluto; por ejemplo, el profesor Frederic S. Mishkin, de la Universidad de Columbia, en una conferencia pronunciada en el banco de la Reserva Federal de San Luis,¹⁴ sostenía que la ejecutoria de la Reserva Federal, no solo macroeconómica sino también financiera, era excelente. Decía el profesor de Columbia: «La Reserva Federal de Greenspan ha dejado muy claro que actuará decisivamente para impedir crisis financieras y lo ha hecho no solo con palabras sino con acciones. Tras el hundimiento de la Bolsa, el diecinueve de octubre de 1987, actuó de una forma que constituye un ejemplo de lo que los libros de texto, incluido el mío de 1998, enseñan sobre cómo debe cumplir el banco central su papel de prestamista de última instancia. La actuación de la Reserva Federal fue inmediata, anunciando, justo antes de que la Bolsa abriera el día 20, que el Sistema de la Reserva Federal *estaba dispuesto a servir como fuente de liquidez para apoyar al sistema económico y financiero*, esto hizo que la incertidumbre disminuyera en todo el mercado. Fueron inyectadas reservas en el sistema que más adelante se retiraron. No solo la crisis fue abortada para que la expansión continuara, sino que las consecuencias inflacionistas de esa acción del prestamista de última instancia (banco central) fueron pequeñas.

La disminución de 75 puntos básicos en el tipo de interés de los fondos federales en el otoño de 1998, inmediatamente después de la crisis

¹³ En el capítulo siguiente hacemos un análisis crítico del diseño de la política monetaria, tal y como se ha venido practicando por los bancos centrales, en los años que precedieron al estallido de la crisis.

¹⁴ Homer Jones Lecture (20 de febrero de 2000), *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio-agosto de 2000.

financiera de Rusia, y la situación cercana a la quiebra del *Long Term Capital Management* que perturbaba los mercados de capitales de los Estados Unidos, fueron ejemplos también del compromiso de la Reserva Federal para impedir la inestabilidad financiera actuando de manera decisiva. Lo que vino a continuación fue una economía que continuó su expansión con un nivel de inflación de precios en torno al 2%. Así pues, en lo que hace al compromiso de la Reserva Federal con el objetivo de la estabilidad financiera, su puntuación cabe calificarse de excelente» (Mishkin, F.S., 2000: 11).¹⁵

Este mismo profesor, once años después y tras un relato excelente de lo sucedido en el periodo del 2007 al 2009 en su país, se veía obligado a confesar: «Hay dos lecciones que son claves de lo sucedido. Primera, el sistema financiero global está mucho más interconectado de lo que antes creíamos y la excesiva asunción de riesgos que amenazó con colapsar todo el sistema financiero mundial, era mucho más digna de atención de lo que casi nadie consideró. Llegar a comprender cómo puede emerger el riesgo sistémico y diseñar políticas para impedir la asunción de esta clase de riesgo son tareas de la máxima prioridad. Segunda, las acciones extraordinarias de los bancos centrales y de los gobiernos han contenido esta crisis financiera global, pero desplegar políticas que afronten todo esto con éxito será sin duda un auténtico desafío» (2011: 68). Y en ese desafío nos encontramos, sin saber bien cómo afrontarlo.

Al profesor Mishkin y a muchos otros parece que no se les ha ocurrido pensar que esa inusitada asunción de riesgos, por parte de lo que llamamos el *sistema bancario en la sombra*, en el que participan no solo los bancos de inversión y otros intermediarios financieros no bancarios, sino también los tradicionales bancos de depósitos, podía ser una de las consecuencias de aquellas garantías que Alan Greenspan alimentó a raíz de la crisis bursátil de 1987, anunciando que el banco central estaría también allí para suministrar el apoyo necesario, ejemplificado cumplidamente en el rescate de Bear Stearns, la posterior quiebra de Lehman Brothers y el desconcierto e improvisaciones que siguieron. Al fin y al cabo, el «sistema bancario en la sombra» no era otra cosa que una monumental operación de comercialización de títulos-valores que ocultaban los riesgos asumidos y que diseñada con primor, como vamos a tener ocasión de ver, acabó emborrachando a los más expertos, que parecían haber encontrado, al fin, la forma de transformar la arena en oro.

¹⁵ Esta especie de garantía o compromiso de la Reserva Federal con la estabilidad a ultranza de los mercados de valores es lo que más adelante, en la jerga financiera, se llamaría la «Greenspan put».

Pero, como de costumbre y sin que se le prestase demasiada atención, desde la propia Universidad de Columbia, el profesor Louis Lowenstein (1988) había denunciado lo que se estaba incubando a raíz de la crisis de Wall Street de aquel año de 1987 tan felizmente abortada, se decía, por la Reserva Federal. En efecto, veinte años antes de la crisis que nos aflige Lowenstein escribía: «Y los bancos (...) al titulizar sus carteras de préstamos, pudieron liberar una parte creciente de su capital, de manera que el tradicional cuidado por la solvencia a largo plazo de los deudores y el valor de las garantías ya no fue nunca lo que era (...) *desde entonces los bancos dejaron de cumplir su papel de guardianes del sistema nacional de crédito*» (1988: 224-5). Esto es exactamente lo que ha sucedido.

Era una acusación grave que allí quedaba escrita para quien quisiera leerla, veinte años antes de que esa especie de bomba de relojería, de la que también nos habló en aquellos años el profesor de la Universidad de Georgia George Selgin [2011 (1988)], estallara; pero la Reserva Federal no solo permaneció impasible, sino que anunció a bombo y platillo que el prestamista de última instancia estaba dispuesto a enfrentar cualquier situación que se produjera en los mercados de valores. Esto, una vez más, constituye uno de los ejemplos de esos resultados no intencionados de determinadas acciones de política económica que para aquel economista eminente que fue Carl Menger (1871) era tarea principal de los economistas desvelar y que en esta ocasión como en otras muchas antes, los profesionales de la economía olvidan.

El Fondo Monetario Internacional, FMI, ha calculado que las pérdidas de los bancos de los Estados Unidos en la recesión 2007-2009 fueron del orden del 7 por ciento de su volumen de activos,¹⁶ de donde los reguladores han deducido que si los bancos hubieran estado obligados a mantener unos coeficientes de capital respecto a sus activos muy superiores a esa cifra, podríamos haber eludido las contracciones del crédito que acompañaron a aquellas pérdidas que, en su opinión, no se debían tanto a la baja calidad de los activos como a la necesidad de venderlos precipitadamente ante el pánico desatado. Pero este argumento ignora que la fuerza desencadenante de esta enorme crisis bancaria y financiera ha sido el resultado de una práctica muy vieja,¹⁷ la de asumir riesgos excesivos con la idea de poder transmitirlos a terceros, incorporándolos a unos

¹⁶ Global Financial Stability Report, FMI, abril de 2010.

¹⁷ Los banqueros en el siglo XVI practicaban esta estrategia titulizando los créditos que otorgaban al rey español Felipe II, garantizados con la flota de Indias y el resultado es bien conocido.

títulos-valores que ofrecían rendimientos muy superiores a los de los tradicionales depósitos bancarios y engatusaban a sus adquirentes, entre los que se encontraban bancos de una gran reputación, que es lo sorprendente.

Para poder hacerlo, los «bancos de depósito» más regulados que los «bancos de inversión», pero financieramente conectados en los mercados mayoristas de dinero bancario, eludieron con habilidad los requerimientos de capital que establecían las normas de regulación bancaria Basilea II. Los resultados solo aflorarían, sorprendiendo a todos, contabilizados con ese subterfugio de las operaciones fuera de balance.

Pues bien, cuando en mayo de 2007 la agencia de calificación crediticia Moody's anunció que estaba revisando la de sesenta y dos activos financieros de elevado rendimiento, basados en más de veinte titulizaciones de hipotecas de calidad inferior (las tristemente famosas hipotecas *subprime*), pocas autoridades pensaron que esa práctica que tenían por novedosa podía poner en riesgo la economía mundial. Unos meses antes New Century Financial Corporation, una institución muy activa en la intermediación de esta clase de hipotecas, se había acogido a la ley de quiebras, pero pocos se inquietaron.

Las titulizaciones de esta clase de hipotecas se comercializaban por las entidades de todas clases que las generaban, bancos, sociedades hipotecarias de regulación estatal o federal e instituciones financieras de todo tipo, unas veces bien reguladas, otras no tanto.¹⁸ Para los amantes del intervencionismo, vaya por delante que las principales instituciones del peculiar mercado hipotecario de los Estados Unidos eran dos grandes empresas patrocinadas por el Estado Federal¹⁹ con niveles de *apalancamiento* (financiación por endeudamiento sobre fondos propios) próximos a treinta.²⁰ Es decir, eran deudas a corto plazo contraídas en los mercados mayoristas de dinero bancario, lo mismo que hicieron los «bancos de inversión» privados Bear Stearns y Lehman Brothers, la gran aseguradora AIG y demás protagonistas del drama.

¹⁸ E.M. Gramlich (2007) hace una buena descripción de las peculiaridades del mercado hipotecario de los Estados Unidos. Por cierto, uno de ellas es la ausencia de un Registro de la Propiedad, tan usual en Europa.

¹⁹ Freddie Mac y Fannie Mae, siglas un tanto pintorescas que allí todos conocían pero que en Europa pocos eran capaces de asociar a entidades financieras pues, más bien evocaban ciertas comedias musicales de Broadway.

²⁰ De acuerdo con las nuevas regulaciones que se vienen proponiendo, estos niveles se consideran inaceptables, si bien el riesgo mayor se encontraba en la financiación mediante operaciones de «repo». Hoy día los niveles de apalancamiento que se consideran aceptables se encuentran comprendidos entre cinco y diez.

Los bancos de depósito tradicionales, que habían ido perdiendo importancia relativa en el conjunto del sistema financiero de los Estados Unidos²¹ y estaban estrictamente regulados bajo la supervisión de la Reserva Federal habían, sin embargo, conseguido eludir las regulaciones de capital que les habrían consumido una parte importante de sus capitales, impidiéndoles ampliar sus balances y, con ello, sus operaciones de crédito. Para ello, constituían unos vehículos especiales que operaban comercializando títulos-valores complejos de siglas varias, que incluían créditos garantizados con hipotecas de diferentes calidades crediticias y otros créditos, con el objetivo de transmitir a terceros el riesgo que la entidad generadora del título no quería asumir. Para hacerlo atractivo ellos mismos, a través de aquellos vehículos, se ofrecían a garantizar su mercado secundario; es decir, recompraban los títulos y los volvían a vender. Cuando ya no fue posible hacerlo, la mayoría de aquellos vehículos contabilizaron enormes pérdidas que ocultaban fuera de los balances bancarios con burdos artificios contables.²² Allí terminaron apilándose los títulos que ya nadie quería comprar y que se denominaron «activos tóxicos».

Esta máquina comercializadora en la que habían ido convirtiendo el sistema de intermediación financiera sabía lo que hacía, a los títulos-valores que creaba les asignaban las máximas calidades crediticias que otorgaban las llamadas agencias de *rating*.²³ Por si esto no fuera poco se añadía, en ocasiones, un seguro de impago, mediante un contrato complejo que había aparecido a mediados de los años 90, llamado por sus siglas CDS (*Credit Default Swaps*) y que a mediados del 2008 había alcanzado, a nivel mundial, un volumen de negociación «nacional» de cincuenta y siete billones (latinos) de dólares, casi cincuenta veces el PIB español, una cifra que podía estar exagerada por problemas de doble cómputo, pero que multiplicaba casi por diez el volumen de hacía una década. Esto da una idea aproximada del nivel al que se llevó la práctica de titularizar para tratar de transmitir riesgos inasumibles.²⁴

²¹ Véase por ejemplo los datos que ofrece A. Krishnamurthy (2010).

²² Tienen razón Shleifer A. y Vishny R. (2011: 41) en que la venta precipitada de esos activos incrementó las pérdidas, pero, a la vista de lo que diremos luego sobre la cadena de las titulizaciones hipotecarias, no podemos suscribir su conclusión de que «esta crisis financiera parece haber sido una crisis de liquidez y no precisamente una crisis de solvencia». Véase más adelante p. 25.

²³ Son tres las agencias de calificación reconocidas internacionalmente: Moody's, Standard and Poor's y Fitch. Las dos primeras son de capital americano, mientras que la última es mayoritariamente de capital francés.

²⁴ R.M. Stulz (2010) hace un excelente y ponderado análisis de los CDS y concluye que si bien sería una exageración decir que esta crisis es la de los nuevos instrumentos

Todavía se discute en los Estados Unidos la legalidad de la intervención de la Reserva Federal en el caso de Bear Stearns (marzo del 2008), un banco de inversión de tamaño medio, muy activo en los mercados primario y secundario de títulos de renta fija, que colocaba titulizaciones garantizadas con hipotecas de baja calidad bien empaquetadas y tomaba posiciones por cuenta propia, financiadas en el mercado de «repos»; es decir, con créditos a muy corto plazo garantizados con valores y una cobertura del riesgo de liquidez. Para que el lector se haga una idea, un banco de inversión podía financiar, a un cortísimo plazo que iba renovando día a día, cien millones de dólares de activos de elevado rendimiento con solo dos millones de cobertura, a tipos de interés bajísimos porque así lo había querido la Reserva Federal. Un negocio pingüe, pero una auténtica bomba de relojería financiera.

Cabe imaginar lo que sucedería cuando los fondos de inversión en activos monetarios y otros participantes en los mercados al por mayor de dinero dejaran de renovar esos contratos de «repo» y el banco de inversión se viera obligado a desprenderse de su inversión de un día para otro. En ese instante, la artificial diferenciación que establecía el legislador de aquel país entre los «bancos de inversión» y los «bancos de depósito» no hacía otra cosa que plantear problemas innecesarios de competencia entre los diferentes reguladores que se pasaban la pelota unos a otros, provocando ese enorme desconcierto que encontramos en todos los pánicos financieros.

Todo esto se veía venir desde la crisis bursátil de 1987, cuando los programas de aseguramiento de carteras con opciones de venta (*put*) cosecharon un sonado fracaso y el episodio del colapso del fondo de inversión *Long Term Capital*, en el que intervenían economistas de gran reputación y que planteó un problema parecido al que iba a suscitar, diez años después, el banco de inversión Bear Stearns.²⁵ En aquella ocasión, la Reserva Federal ya se vio obligada a intervenir directamente, aunque entonces no llegara a comprometer fondos públicos en la solución. Pero, en esta crisis, la Unidad de Ingenieros Financieros²⁶ que decidió el rescate con fondos

que han ido apareciendo, si cabe afirmar que certifica la pérdida de la presunción de inocencia de la que gozaron, entre los economistas, los derivados financieros (p. 90). Véase más adelante pp. 22 y ss.

²⁵ Para saber en qué consiste un banco de inversión de los Estados Unidos véase, por ejemplo, D. Duffie (2010). En Europa las divisiones de banca mayorista están diseñadas a imagen y semejanza de estos bancos de inversión. Véase más adelante pp. 24 y ss.

²⁶ Una especie de unidad de actuación en emergencias financieras de la que nos habla V. Reinhart (2011), integrada por el Secretario del Tesoro, el Presidente de la Reserva Federal y el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

públicos del Bear Stearns dejó definitivamente asentada una idea muy peligrosa: «Cualquier discusión entre los participantes del mercado financiero y los interlocutores de la Reserva Federal arrancarían a partir de entonces del supuesto de que se prestaría ayuda pública y la única cuestión a precisar sería su cuantía (V. Reinhart, 2011: 86). Esto acabaría dejando sin validez la antigua doctrina Bagehot²⁷ para hacer frente a los pánicos bancarios.

Paulson, Bernanke y Geithner conocían bien aquella doctrina, pensada para hacer frente a la crisis de liquidez del sistema de bancos de depósito. Pero ¿de qué sirve esto cuando los bancos de inversión, al margen de la Reserva Federal, se financian en los mercados al por mayor de dinero bancario global? Lo de menos es que estos personajes tuvieran que hacer equilibrios de legalidad para enjaretar el rescate de Bear Stearns; lo decisivo es que no estábamos ante una crisis de liquidez, sino de solvencia, una sorpresa con la que no contaban. En esas condiciones, la decisión de dejar quebrar a Lehman Brothers para arrepentirse al día siguiente fue absurda,²⁸ y ponía de manifiesto la enorme desorientación con la que estas personas estaban actuando.

Ben Bernanke es un economista acreditado; él y Alan Greenspan no compartían la idea de algunos otros de atajar, desde la Reserva Federal, la formación de burbujas especulativas en los mercados activos y, sin duda, ambos compartieron una política de tipo de interés de las reservas bancarias federales que se ha revelado francamente desacertada, abriendo el camino a la llamada política de facilidades cuantitativas (*quantitative easing*), porque comprobaron que ni siquiera la reducción del tipo de interés nominal del dinero a cero consigue la recuperación de la economía. Y es que hemos desarticulado la confianza en nuestro sistema de crédito. Se quiera o no reconocer, tenemos un serio problema: «Descartar la posibilidad de la quiebra hace que las empresas de cualquier clase de industria se estanquen y acaben siendo ineficientes. Y esto es también

²⁷ La doctrina Bagehot (1873) es el fundamento mismo de nuestros bancos centrales y obliga a afrontar la crisis de liquidez del sistema bancario prestando sin límites, pero a entidades solventes, y eso sí, a tipos de interés penalizadores. Con ello, se pretendía ayudar al banco necesitado de liquidez para desincentivar políticas de crédito arriesgadas en el futuro.

²⁸ Dejar quebrar a Lehman era, además, desconocer el derecho concursal. Esta entidad integraba en su seno cerca de cuatro mil entidades legalmente constituidas en cincuenta países diferentes con sus respectivas leyes y esto, con mayor o menor intensidad, está generalizado entre las entidades bancarias y obstaculiza decisivamente la supervisión de los bancos centrales.

aplicable a las empresas bancarias. Los bancos serían cada vez más expertos a la hora de gestionar la oferta de dinero interno que ha venido a sustituir a la incómoda circulación metálica si los que gestionan peor acaban siendo castigados con la quiebra» [Selgin G., 2011(1988): 203]. Pero esto es algo que la mayoría de los economistas no quieren reconocer. Este es el nudo gordiano de la cuestión.

El fondo de garantía de los depósitos bancarios

Una de las regulaciones que introdujo el Presidente Roosevelt, en los años 30 del siglo pasado, fue el conocido fondo o seguro de garantía de los depósitos a la vista, que acabaron adoptando casi todos los países. El respaldo de todos los gobiernos a esta clase de depósitos hasta una cuantía máxima que se revisa de cuando en cuando está calculado para tranquilizar a la gran masa de depositantes impidiendo, como sucedió año tras año y ahora volvió a reproducirse en el caso del Northern Rock inglés, que esos depositantes se abalanzaran sobre las ventanillas de sus bancos exigiendo el reembolso de los saldos a su disposición.²⁹ Fue una idea que, a decir verdad, ya se había practicado en siglos anteriores³⁰ y de alguna forma la Reserva Federal practicó ahora, a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. Tras ella, los fondos de inversión en activos del mercado monetario se vieron acosados por una avalancha de reembolsos y la Reserva Federal tuvo que salir garante de una cifra enorme, en torno a los tres billones (latinos) de dólares que surtió idéntico efecto: bastó el anuncio de la garantía gubernamental para detener el pánico.

Es claro que ningún gobierno podría, en la práctica, reembolsar en billetes de curso legal los depósitos a la vista, ni siquiera en la modesta cuantía que los asegura. Ni tampoco esto tendría sentido alguno, porque, pasado aquel temor racional o irracional, los depositantes no sabrían qué

²⁹ A los aficionados al cine les resultará familiar la escena de la película «¡Qué bello es vivir!» (F. Capra, 1956) en que un banquero, George Bailey, que encarna el actor James Stewart, sufre una masiva retirada de los depósitos de su banco y se genera un auténtico pánico porque no hay billetes de banco suficientes en su caja para aplacar a todos los depositantes.

³⁰ En el año 1793 se produjo una crisis en el mercado de dinero de Londres. Entonces, para abortar el pánico, bastó el anuncio del Banco de Inglaterra de que descontaría todas las letras de cambio de buena calidad crediticia que se le presentaran, fijando entonces un techo de descuento de cinco millones de libras que apenas se utilizó en un 10%, deteniendo la estampida.

hacer con los billetes en su poder, salvo correr el riesgo del robo, pérdida o el del fuego accidental que acabaría con ellos.

Los problemas que derivan de la creación de un fondo gubernamental de garantía de los depósitos a la vista son de otro orden. Como señala, por ejemplo, George Selgin: «Los efectos nocivos del sistema de garantía de depósitos derivan de que las primas que nutren sus fondos no se ajustan a los riesgos asumidos por cada una de las instituciones. Esto es lo que hace que las empresas bancarias, cuyos pasivos están asegurados por este sistema de garantía pública, asuman riesgos que, de otra forma, no asumirían» [2011(1989): 306]. Y son numerosos los ejemplos que este autor cita en la experiencia reciente de los Estados Unidos, como el caso del Franklin National especulando en el mercado de divisas, el del Penn Square en las industrias energéticas, el del Continental Illinois y los bancos Butcher, por no hablar del colosal reciclaje de fondos hacia países del Tercer Mundo en el que estuvieron implicados los diez primeros bancos de los Estados Unidos o el episodio de las Cajas de Ahorro.³¹

El problema es que el sistema de garantía de depósitos ha ido erosionando poco a poco la doctrina Bagehot, aumentando el número de insolvencias, cuando muchas instituciones financieras que estaban fuera de combate fueron mantenidas a flote, violando las leyes de la selección natural de los mercados, en aras del temor de contagio de las crisis bancarias que guían las acciones de rescate de los bancos centrales. Pero la doctrina Bagehot estaba pensada para resolver problemas de liquidez y no de solvencia, y consistía en prestar sin límite y a tipos de interés crecientes contra la presentación de buenas garantías. Por lo que hemos visto en estos años, nada más alejado de lo que se viene practicando a costa de los bolsillos de los contribuyentes.

³¹ La crisis de las Cajas de Ahorro (*saving and loans associations*) fue traumática y coincidió con el estallido de la segunda crisis de los precios del petróleo a comienzos de la década de 1980 y las inflaciones de dos dígitos. Una vez más, un sistema de regulaciones administrativas inapropiadas ocasionó el cierre de más de 1.500 instituciones de ahorro, de modo que no debería sorprendernos lo que ha sucedido en España con nuestro viejo sistema de Cajas de Ahorro, absolutamente politizado en este caso concreto.

La ampliación del sistema de garantías públicas

Pero hay quienes piensan, y esto es lo que ahora pasamos a considerar, que este fondo debería ampliarse para cubrir las necesidades que ha tratado de satisfacer el llamado *sistema bancario en la sombra*. El actual fondo de garantía de los depósitos a la vista cubre unas cuantías irrisorias para las necesidades de las tesorerías de los grandes inversores institucionales, las grandes empresas nacionales y multinacionales, las medianas e incluso muchas de las pequeñas empresas. Es un seguro pensado para la gran masa de pequeños depositantes, consumidores en su mayoría que, de otro modo, al menor rumor de inseguridad de sus saldos se precipitarían sobre las ventanillas de los bancos. En ausencia del llamado sistema bancario en la sombra, dicen sus defensores, la única alternativa a los depósitos de dinero bancario para el gestor de una tesorería serían las Letras del Tesoro, de modo que la solución que parece imponerse es la de que tenemos que proteger el nuevo sistema.

En esta línea, por ejemplo, Gary Gorton argumenta: «La realidad es que el llamado sistema bancario en la sombra es, de hecho, un tipo de actividad que cumple una importante función que debería ser reconocida y protegida. Para que esto sea así es útil preguntarse por qué el sistema financiero de los Estados Unidos no padeció pánico alguno entre el año 1934 y el 2007. Las características claves de este periodo proporcionan ideas para saber cómo recrear un periodo de tranquilidad en el ejercicio de la actividad bancaria. Hay dos características que considerar: Primera, a partir de 1934 los pasivos bancarios estuvieron asegurados por el fondo de garantía de depósitos. Segunda, las licencias para el ejercicio de la actividad bancaria tenían un valor en el mercado porque limitaban el acceso al ejercicio de esta profesión, protegían los monopolios de los bancos locales, establecían límites a los intereses que se pagaban a los pasivos bancarios y reducían el precio que, de otra manera, tendría que pagarse por el aseguramiento de los depósitos» (Gorton G., 2010: 17).

En otras palabras, la antigua regulación de las actividades bancarias imponía muchas y costosas restricciones, pero a cambio aseguraba a los bancos privados unas rentas de monopolio, que no eran sino una réplica de las del monopolio que el gobierno explotaba con la institución del curso legal del dinero fiduciario y esto es lo que tenemos que mantener. La solución, por tanto, al problema que ha planteado esta crisis no es otra que el reconocimiento de esta realidad y el restablecimiento de esas rentas, erosionadas como consecuencia del movimiento de liberalización financiera de los años 70 y siguientes del siglo pasado, que había terminado

por dejar sin valor alguno las licencias para el ejercicio de la profesión de banquero.

No deja de ser sorprendente la conclusión a la que llega este autor, pero su lógica parece implacable. Si mantenemos el *curso forzoso del papel moneda* hay que hacerlo hasta sus últimas consecuencias; lo que sucede es que estas no son demasiado halagüeñas para las finanzas públicas y este es un tema sobre el que vale la pena reflexionar algo más de lo que ha hecho el autor de estas propuestas.

Este sistema bancario en la sombra estuvo desarrollándose a la vista de los distintos consejos y organismos reguladores como la SEC y la propia Reserva Federal, que nunca reclamó la supervisión de unas actividades que deberían haber hecho saltar todas las alarmas, porque lo que venían haciendo esas instituciones financieras, aunque no estaba legalmente concepuado como actividad bancaria, venía a cubrir una necesidad que los tradicionales depósitos a la vista no podían satisfacer. Si se hubiera reconocido esto por los reguladores, como recomienda Gorton, el remedio era bien sencillo. Se trataba simplemente de satisfacer el incremento en la demanda de garantías (*collateral*) seguras que imponía el desarrollo de las titulizaciones de carteras de préstamos, los nuevos mercados de crédito con pacto de recompra de esos títulos que les servían de garantía y los derivados financieros que cubrían los riesgos de fluctuación de los tipos de interés, el impago de deudas o las posiciones de compra y venta de valores a plazo en los mercados bursátiles y de divisas.³² Estas garantías seguras que reclamaban estos nuevos mercados no eran otra cosa sino las mismas que, en su día, se otorgaron a los depósitos a la vista y podían ser ofrecidas por una agencia gubernamental a ciertos títulos de deuda que merecieran una elevada calificación crediticia, independiente de las que vienen ofreciendo las agencias privadas (Gorton G., 2010: 55).

Pues bien, conocida la actuación que tuvieron Fannie Mae y Freddie Mac en el peculiar mercado hipotecario de los Estados Unidos, cabe imaginar lo que podemos esperar de una agencia gubernamental de calificación crediticia dedicada a poner «estrellas» a unos títulos de deuda para que sirvan de garantía a este sistema bancario en la sombra. En realidad y aunque Gorton no lo interprete así, el pánico financiero desatado en el 2007 se produce como consecuencia de una gigantesca asunción de

³² Véase más adelante el análisis que hacemos del sistema bancario en la sombra y las titulizaciones hipotecarias, pp. 20 y ss.

riesgos con la idea de luego titularlos, bien empaquetados, para que nadie, ni siquiera los propios bancos, pudieran saber qué era lo que estaban negociando. Esto acabó seduciendo a los gestores de aquellos fondos de tesorería que encontraban ridícula la retribución de los depósitos a la vista. Paradójicamente, los fondos de inversión en activos del mercado monetario que eran considerados los más seguros del mercado, se vieron tentados a participar en aquella carrera en pos de activos financieros de elevado rendimiento y el invento acabó estallando.

Como ha señalado, por ejemplo, Paul Mizen, las hipotecas *subprime* actuaron como detonantes, «pero la valoración errónea del riesgo estaba muy difundida y cualquiera del resto de los activos financieros de elevado rendimiento que se ofrecían en los mercados podía haber actuado de detonante (...) los creadores de esta clase de activos estaban dispuestos a vender y los inversores estaban dispuestos a comprar (...) a pesar de las características complejas de los mismos porque ofrecían rendimientos elevados (...) que los hacían atractivos a los inversores internacionales, y la crisis se difundió por todo el mundo» (2008: 541).

Al mismo tiempo, los nuevos derivados financieros habían llevado al convencimiento de que cabe controlar el riesgo en los mercados de valores o, mejor aún, *la doctrina del prestamista de última instancia* estaba a punto de convertirse en el paraguas protector no solo de los depósitos a la vista, sino de los nuevos mercados de títulos-valores que eludían los requisitos de cotización de las bolsas tradicionales para los títulos de deuda; de modo que la famosa *Glass-Steagall Act* de 1933, en manos de estos nuevos bancos, quedaba relegada al jardín de los recuerdos. Naturalmente, proponer el restablecimiento de aquella ley iba en contra de los intereses del sistema bancario en la sombra y era algo que rechazarían categóricamente. Esto nos obliga, de nuevo, a examinar más de cerca esta cuestión, aunque, con ello, el lector tenga la sensación de ir adentrándose en ese tupido bosque de dificultades que estamos intentando allanar.

La ley *Glass-Steagall* de 1933

Recordarán ustedes que habíamos iniciado este capítulo observando que, hoy día, nuestras transacciones económicas se llevan a cabo con un «dinero bancario» que genera el crédito; es decir, lo produce o fabrica un selecto club de bancos con licencia para ello, a cuyo frente se encuentra un banco singular que ostenta un monopolio de emisión de dinero de curso legal, el único que permite con su entrega dar por cumplidas las

deudas contraídas y que suele ser una cantidad insignificante del total de «dinero bancario» que circula en una economía.

A finales de la década de 1920 se produjo en la bolsa de Nueva York una enorme caída en los precios de las acciones que allí cotizaban. En solo una semana del mes de octubre de 1929, el índice Dow Jones de valores industriales perdió casi un 30 por ciento y, aunque a mediados de abril del año siguiente casi había recuperado su nivel anterior, luego continuó descendiendo hasta finales de febrero de 1933, perdiendo un 85 por ciento del valor máximo alcanzado a principios del mes de septiembre de 1929. Aunque pueda parecer mentira, el índice no recuperaría aquel valor hasta mediados de 1950, más de veinte años después. Es indudable que estos sucesos no se debieron a otra cosa que a una penosa acumulación de errores entre los cuales muchos economistas han destacado la singular caída de la oferta de dinero bancario en más de un tercio en los primeros años de la década de 1930, lo que acabó desarticulando todo el sistema nacional de crédito.³³

Una de las decisiones tomadas entonces fue la de intentar aislar a los bancos, creadores de cuentas corrientes disponibles para hacer pagos mediante el libramiento de cheques y transferencias bancarias, de las veleidades de los mercados de valores (*Glass-Steagall Act* de 1933). En los años que siguieron al término de la Segunda Guerra Mundial, el sistema parece que funcionó sin mayores sobresaltos hasta otro mes de octubre, esta vez de 1987. En aquel intervalo de tiempo, el sistema financiero de los Estados Unidos experimentó una transformación que acabó difuminando la naturaleza de aquel club de bancos privados que producían «dinero bancario» bajo el paraguas protector del monopolista de emisión de dinero de curso legal.

El resultado fue que un economista de indudable reputación como Charles Kindleberger se sintió con fundamento bastante para afirmar que, en realidad, no sabemos en qué pueda consistir la oferta total de «dinero bancario» de una economía. Dice este autor: «El problema es que

³³ Esta es la llamada interpretación monetarista de la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado sobre la que han corrido ríos de tinta y no hay forma de llegar a un acuerdo entre los expertos. No es necesario complicar las cosas demasiado y, si como dicen los keynesianos, sus oponentes, fue la debilidad de la inversión privada y los excesos de ahorro de las sociedades capitalistas maduras lo que ocasionó la crisis, en lo que coincidirán con nosotros, sea o no esto cierto, es en que una desarticulación del sistema nacional de crédito acaba con cualquier tipo de inversión, sea esta pública o privada. Dejémoslo, pues, así y no le demos más vueltas.

el dinero es una idea difícil de precisar y fijar en una cuantía deseable para la economía» [1991 (1978): 84]; y, a continuación, arrojaba un auténtico jarro de agua fría para los monetaristas modernos, asegurando que tenían serias dificultades para decidir cómo deberían definir el dinero, si mediante el agregado monetario M1, M2, M3 o algún otro, porque, en su opinión, el proceso era interminable y cuando concretábamos uno de estos agregados, el mercado, en periodos de auge, acabaría creando nuevas formas de dinero que harían imposible la aplicación de su control. Pero si esto es así no se entiende demasiado bien cómo, unas páginas más adelante, podía decirnos que «los bancos centrales surgieron para imponer un control a la inestabilidad del crédito» (ob. cit., p. 104).³⁴ En otras palabras, como no es posible saber lo que es dinero, estamos a merced del azar. Si el banco central se equivoca la catástrofe está servida.

La verdad puede ser otra y es que, mientras la Reserva Federal decidía si asegurar el nivel de pleno empleo o la estabilidad del nivel de los precios, si era más apropiada una política monetaria supeditada a la fiscal o viceversa, si sería más oportuna una política monetaria discrecional u otra sometida a reglas, si resultaba más eficaz controlar un agregado monetario o el tipo de interés de las reservas bancarias, o si utilizar este o aquel modelo de predicción econométrica, el sistema financiero terminó alumbrando toda una serie de innovaciones que desorientaron a casi todos, con la Reserva Federal a la cabeza; porque, tras unos años de estabilidad macroeconómica, nos encontramos frente a una gran crisis financiera que volvió, como en los años 30, a desarticular todo el sistema nacional de crédito cuya estabilidad aquel banco central debía haber garantizado y no hizo. Las lecciones aprendidas en los 30 impidieron ahora la cadena de quiebras bancarias de entonces, pero nadie fue capaz de impedir el estallido de una Gran Recesión, en la que, de nuevo, se

³⁴ El párrafo completo dice así: «Los bancos centrales surgieron para controlar la inestabilidad del crédito. El desarrollo de la banca centralizada a partir del sistema de banca privada cuyo objetivo es fabricar dinero y obtener beneficios es un logro notable. Alrededor de 1825 se llegó a un acuerdo sobre la forma de dividir las tareas entre los distintos bancos, de un lado los bancos privados de Londres y de las Provincias se encargarían de financiar el auge cíclico y el Banco de Inglaterra financiaría la crisis».

Como dice George Selgin: «Esta es en verdad una interpretación increíble de la experiencia del desarrollo de la banca en Inglaterra (...) los primeros sorprendidos hubieran sido los Directores del Banco de Inglaterra si pudieran haber imaginado que muchos años después los economistas iban a interpretar que ellos (...) a diferencia del resto de los banqueros, no estaban interesados en obtener beneficios». La crítica que sigue a esto de Selgin es demoledora. Véase [2011(1989): 325 y ss.].

produjo una importante caída de la oferta de dinero bancario, definido si se quiere de un modo algo impreciso pero amplio.³⁵

En el próximo capítulo tendremos ocasión de analizar cómo cabría diseñar una política monetaria para intentar que esto no vuelva a producirse. Pero antes tenemos que describir de qué forma acabó desarrollándose lo que ha querido llamarse *el sistema bancario en la sombra*, que es lo que ha hecho saltar por los aires el entramado monetario institucional que habíamos arbitrado y del que estábamos tan satisfechos.

El sistema bancario y financiero en la sombra

Aquel club de bancos privados, con licencia bancaria bajo la supervisión del monopolista gubernamental que emite dinero de curso legal, habían terminado dándose cuenta de que el negocio de conceder créditos y crear saldos a favor de sus clientes, consumidores y empresas que no pueden acudir para financiarse a las Bolsas y otros grandes mercados de capitales era una fuente de beneficios en retroceso; de forma que se hacía necesario dirigir una parte importante de su potencial de expansión hacia los mercados de valores, algo que en los Estados Unidos tenían vedado precisamente por la *Glass-Steagall Act* de 1933. Así pues y poco a poco, se las fueron ingeniando para modificar aquella ley o sortearla, accediendo a esos negocios entre los que destacaba, por ejemplo, el del llamado *papel comercial*.

Las grandes corporaciones industriales, aparte de sus emisiones de acciones y bonos para financiar sus inversiones, colocaban en los mercados de capitales emisiones de papel comercial (pagarés) para financiar su capital circulante sin necesidad de acudir al tradicional descuento bancario. Era una forma de obtener capital a un tipo de interés a corto plazo, ligeramente superior al que devengaban las Letras del Tesoro. Esta clase de emisiones de títulos de corto vencimiento se hacen al descuento; es decir, por un precio inferior al nominal del título que se

³⁵ La Reserva Federal dejó de publicar las series del agregado monetario que llamamos M3 en el año 2006. No obstante, disponemos de datos que permiten afirmar que este agregado monetario venía creciendo sin parar a tasas anuales superiores al 5 por ciento desde el año 2005, alcanzó una tasa máxima del 15 por ciento en el año 2008 y se derrumbó luego hasta alcanzar tasas negativas, comportamiento que tenía que haberse conjurado por verdaderamente desestabilizador. Véase Tim Congdon (2011: 383).

pagará a su vencimiento. Para facilitar su colocación entre los inversores institucionales (fondos de inversión nacionales y extranjeros, fondos de pensiones, etc.), todas las emisiones estaban calificadas por las agencias de *rating*. Aunque la ley autoriza vencimientos más dilatados, los pagarés suelen vencer entre los treinta y los noventa días, en emisiones sucesivas que se van ajustando según las necesidades de cada una de las empresas.

En los años 80, los bancos comerciales empezaron a competir en estos mercados lanzando emisiones con la garantía de activos (créditos que habían otorgado) y otras con la garantía de la propia institución. El éxito fue tan arrollador que acabaron eclipsando a las emisiones de las corporaciones industriales y se convirtieron en una forma más de obtener financiación que se añadía a la que procuraban los tradicionales saldos en cuenta corriente y los depósitos a plazo.

A comienzos del año 2007, este mercado de papel comercial en los Estados Unidos se aproximaba a la cifra de dos billones (latinos) de dólares y más del 90 por ciento de este estaba constituido por las emisiones de bancos y entidades financieras que utilizaban, para hacerlo, unas compañías subsidiarias, propiedad al cien por cien de sus matrices. De alguna manera, se estaba desvirtuando la naturaleza inicial de estos mercados, concebidos para la financiación del capital circulante de las corporaciones no financieras y que, poco a poco, se fue convirtiendo en un vehículo para financiar activos de un vencimiento muy superior al de los títulos que circulaban en este mercado.

Por lo regular, las instituciones que invertían en esta clase de activos los conservaban en su poder hasta su vencimiento, de manera que los mercados secundarios de papel comercial registraban cifras de negociación muy bajas. Se trataba de un mercado entre instituciones que utilizaba para hacer sus tratos medios de negociación telefónicos o electrónicos, donde estaban ausentes los particulares que solo invertían en esta clase de activos de una forma indirecta, a través de sus participaciones en los fondos de inversión y de pensiones.

El auge de los mercados de papel financiero a corto plazo se debía a que, con este procedimiento, los bancos podían incrementar sus operaciones de activos, eludiendo los requerimientos de capital mínimo y de reservas bancarias, por cuanto aquellas compañías subsidiarias, en las que acababan terminando los créditos que otorgaban, estaban al margen de esas regulaciones. Esta tecnología financiera, perfeccionada, es la que acabaría aplicándose más adelante al peculiar mercado hipotecario de los Estados Unidos y fue la que condujo a la incubación de la burbuja de