
Ben S. Bernanke: «The Federal Reserve and the financial crisis»

Princeton University Press, Nueva York, 2013, 129 páginas

José María López Jiménez

1. Introducción

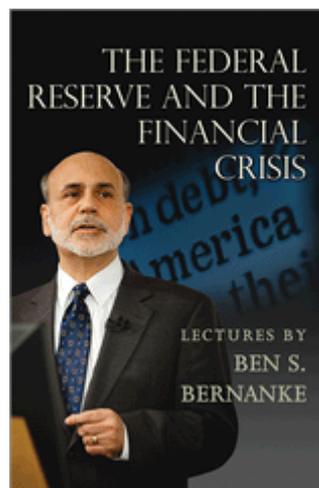
Relevar como presidente de la Reserva Federal norteamericana al presuntamente infalible Alan Greenspan, servir de nexo entre la Gran Moderación y la Gran Recesión, y entre ésta y un nuevo orden financiero y económico no dibujado del todo aún, tomar las medidas pertinentes, reconducir la economía estadounidense a una cierta normalidad, cumplir el mandato temporalmente en su integridad, con una reelección de por medio, y abandonar el cargo sin aparentes rasguños, es una tarea ardua que, a pesar de todas las dificultades, ha sido satisfactoriamente superada por Ben S. Bernanke.

Una idea de su talla (o habilidad) la da que fue nombrado en 2006 por los republicanos, bajo la presidencia de George W. Bush, y reelegido en 2010 por los demócratas, con Barack Obama en la cúspide del poder.

Los antecesores de Bernanke en el cargo fueron dos pesos pesados, con todo lo que esto puede implicar como condicionante para el ejercicio de su labor: Paul Volcker, quien con evidente sorna afirmó en 2009 que la única cosa útil que los bancos han inventado en los últimos veinte años ha sido el cajero automático, a quien se le recuerda, primordialmente, por haber contenido durante su mandato (1979-1987) las tendencias inflacionarias de la economía; y el mencionado y hoy venido a menos Alan Greenspan (1987-2006), inicialmente cercado por un hálito de inatacable sabiduría (a él se refiere el que fue Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Tim F. Geithner, como «el «oráculo de Delfos sobre la colina»¹), a pesar de que, más adelante, la realidad mostró lo erróneo de algunos de sus planteamientos, sobresaliendo la inadecuación de la conocida como «Greenspan put», que, en plena burbuja de valoración de activos, alimentó más aún la espiral alcista de los precios de los inmuebles con la voluntaria inactividad de la Reserva Federal².

¹ Geithner, T. F. (2014): *Stress Test. Reflections on Financial Crises*, Random House Business Books, pág. 47.

² Raghuram G. Rajan, en su libro *Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy* (Princeton



El libro que comentamos no es una obra al uso, sino que sirve para agrupar las conferencias impartidas por Bernanke a lo largo de marzo de 2012, en el tramo final de su desempeño, en la Universidad George Washington, sobre la propia Reserva Federal y la crisis financiera y económica que estalló en 2007, cuyo comienzo y causas parecen más o menos bien definidos aunque no tanto su efectiva superación o el recetario para tal logro.

Por tanto, nos encontramos ante una serie de explicaciones exteriorizadas por quien estudió desde la academia el «crash» bursátil de 1929 y la depresión económica de la década posterior, y vivió desde una atalaya de primera magnitud, enteramente implicado en la toma de decisiones, la crisis de 2007 y sus secuelas.

University Press, 2010, págs. 112-114) se refiere a este argumento de Greenspan, que liberaba a la Reserva Federal de la adopción de medidas para contener la formación de burbujas e implicaba para los inversores y banqueros que, si jugaban en los mercados, la Reserva Federal no limitaría las ganancias, pero, si las apuestas no prosperaban, ésta limitaría las consecuencias, con la única condición de que todos ellos apostaran sobre un mismo activo, porque de hacerlo sobre activos heterogéneos no se produciría una amenaza sistémica.

De Bernanke se ha destacado, como hemos anticipado, su sólida formación académica en crisis financieras, especialmente en la del período de entreguerras del siglo XX. Como apunta Geithner³, la investigación de Bernanke en Princeton demostró cómo los banqueros centrales de los años 30 del siglo XX fueron demasiado tímidos para proveer liquidez y pusieron una infundada fe en las estrictas y ortodoxas políticas monetarias de su época, permitiendo las quiebras indiscriminadas de bancos y obstruyendo los canales del crédito, para convertir una crisis financiera en un desastre económico.

Parece claro, por tanto, que las conclusiones alcanzadas en los años de estudio las aplicó rigurosamente durante sus días de «hombre de acción», con el fin de evitar la reiteración de los errores que tan trágicas consecuencias tuvieron, a pesar de propiciar con algunas de sus medidas un excesivo acercamiento al «precipicio fiscal de los Estados Unidos», expresión que al parecer, al igual que la de los «brotes verdes», es de su autoría⁴.

Sin embargo, como veremos seguidamente, los relatos de Bernanke arrancan antes de 1929, pues entroncan directamente con la anterior gran crisis financiera norteamericana, la de 1907, que provocó la creación, en 1913, de la Reserva Federal, que comenzó a operar el año siguiente.

El libro se agrupa en cuatro capítulos, cada uno de ellos correspondiente a una conferencia⁵:

- Orígenes y misión de la Reserva Federal.
- La Reserva Federal tras la Segunda Guerra Mundial.
- La respuesta de la Reserva Federal a la crisis financiera.
- Las consecuencias de la crisis.

Lejos de estar pronunciadas de forma sólo accesible para especialistas, cada una de las charlas, recogidas en el libro con el orden descrito, se deja leer con facilidad, a la par que se acompaña de gráficos, cuadros, estadísticas... Incluso se recoge, al final de los capítulos, la transcripción de las preguntas formuladas por los estudiantes en cada

una de las sesiones y las respuestas del presidente de la Reserva Federal.

En las siguientes páginas recogeremos los principales contenidos de cada una de las cuatro conferencias.

2. Orígenes y misión de la Reserva Federal

Este capítulo comienza con algunas observaciones sobre lo que es, en general, un banco central, entidad que no deja de ser una extensión del gobierno de los diversos Estados, con competencias en materia monetaria y financiera, y que juega un papel de relevancia en el desarrollo de la economía.

Como referencia, se pone el ejemplo de la creación de los primeros bancos centrales con perspectiva histórica: el de Suecia, creado en 1668, el de Inglaterra, que durante siglos fue el más influyente del mundo, fundado en 1694, o el de Francia, en 1800.

Aunque cada país cuenta con un banco central (la Reserva Federal en los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra en el Reino Unido, el Banco de Japón en el país del Sol Naciente, etcétera), existen, como excepción, países que comparten un banco central. Efectivamente, el caso de Europa, de los países que han asumido el euro con más precisión, y el Banco Central Europeo, ejemplifica esta rara avis, con la particularidad de que cada Estado conserva su propio banco central (con competencias menguantes, hemos de añadir).

Las funciones principales de los bancos centrales son dos: alcanzar la estabilidad macroeconómica, lo que comprende la facilitación del crecimiento de la economía y la contención de la inflación, de un lado, y el logro de la estabilidad financiera, de otro.

Las herramientas de los bancos centrales son, asimismo, dos: para el mantenimiento de la estabilidad económica, la política monetaria, incidiendo en los tipos de interés, y, para ahuyentar los pánicos bancarios, la provisión de liquidez mediante la concesión a las entidades financieras de préstamos a corto plazo, lo que permite calificar al banco central como «prestamista de última instancia» («lender of last resort»).

Una herramienta auxiliar aglutina la regulación financiera y la supervisión de las entidades, lo que permite valorar el riesgo de las entidades, la corrección de sus prácticas y, en general, su estado

³ Geithner, en la obra citada, pág. 119.

⁴ Forbes, edición española, núm. 2, abril de 2013, pág. 130.

⁵ A la grabación de las conferencias se puede acceder en: www.federalreserve.gov/newsevents/lectures

de «salud». Estas labores de regulación y supervisión no están monopolizadas por el banco central y se pueden desarrollar por otros órganos o agencias gubernamentales.

La inestabilidad financiera se puede entender mejor con la explicación de qué es un «pánico financiero», cuya esencia consiste, básicamente, en la pérdida de confianza en una institución financiera. Bernanke, para ilustrar este punto, rehúye de las explicaciones teóricas y recurre al ejemplo cinematográfico más célebre que se recuerde sobre una «corrida bancaria» («bank run»), el de la película, protagonizada por James Stewart (George Bailey), «¡Qué bello es vivir!», cuando todos los ahorradores, en un periodo anterior a la instauración de los fondos de garantía de depósitos, buscaron en tropel el dinero entregado al pequeño banco comercial de su confianza.

El origen de un «pánico» lo encontramos en la primacía del principio de reserva fraccionaria, que supone, en esencia, que una parte sustancial de los depósitos son empleados por los bancos para conceder préstamos (en la explicación de Bernanke, «no bank holds cash equal to all its deposits; it puts that cash into loans»).

Una vez consumidas las reservas de efectivo exigibles en cada jurisdicción para cada momento, a los bancos les cuesta enorme esfuerzo convertir sus activos a largo plazo en liquidez y, de conseguirlo, será con un descuento, razón por la que cuando los clientes empiezan a inquietarse, en una especie de «profecía autocumplida», se produce la quiebra bancaria y la pérdida de dinero por sus clientes, como acaeció en la Gran Depresión.

Además, al vender los activos con descuento para lograr liquidez, los activos de otros bancos pueden comenzar a deteriorarse, lo que abre el contagio a otras entidades.

Por si esto fuera poco, en las primeras crisis del siglo XX, las entidades, para impedir reintegros de depósitos, directamente cerraban sus sucursales («corralito», en nuestra terminología), lo que motivaba que la clientela, especialmente los comerciantes, no pudieran atender los pagos comprometidos con sus acreedores, convirtiendo una situación de tensión financiera, probablemente ya propagada, en otra de crisis económica.

La función del banco central como prestamista de última instancia supone que pueda atender las

necesidades de liquidez más perentorias de las entidades a cambio de que éstas ofrezcan sus activos a largo plazo e ilíquidos, bajo la presunción de su buena calidad, como garantía del acceso a dicha ventana de liquidez («collateral»). Esta provisión de efectivo tendría un efecto balsámico y permitiría superar el posible sobresalto. Si, en el peor de los casos, el banco no pudiera devolver las sumas prestadas, al menos, el banco central pasaría a poseer los activos que sirvieron de garantía.

Un papel cardinal para entender y fijar estas reglas básicas del funcionamiento de los bancos centrales fue desempeñado por el periodista Walter Bagehot y su obra «Lombard Street», escrita en 1873, cuando estableció la máxima de que «mientras tengan colateral, dales dinero», a cambio de una tasa de penalización.

Lo anterior atañe a las funciones de estabilidad financiera, pero hay que insistir en que la Reserva Federal, como otros bancos centrales, también ostenta un mandato para preservar la estabilidad económica. Bernanke recuerda en este pasaje del libro que en la mayor parte del último tercio del siglo XIX y el primero del siglo XX los Estados Unidos asumieron el patrón oro, es decir, la fijación del valor del dólar en relación con el oro. El patrón oro se podía gestionar por el banco central aunque, significativamente, creaba automáticamente un sistema monetario y actuaba como, al menos en parte, una alternativa al banco central. El patrón oro impedía al banco central rebajar los tipos de interés en una recesión o elevarlos para hacer frente a la inflación.

Además, el patrón oro creaba un sistema de tipos de cambio fijos entre las divisas de los países que lo compartían, lo que provocaba que las políticas monetarias en cada país se propagaran al resto, para lo bueno y para lo malo, debilitando la independencia de cada nación para regir sus propios asuntos monetarios.

Otro problema del patrón oro era que el banco central debía mantener suficientes reservas de oro para un hipotético canje de la divisa por su equivalente en metal. La pérdida de la confianza podía generar tensiones, dada la insuficiente cobertura de oro en relación con el dinero circulante, o, en el peor de los casos, generar ataques especulativos, como ocurrió en el Reino Unido en 1931, país que tuvo que abandonar el patrón oro forzado por las circunstancias.

Por último, algunas de las fortalezas del patrón oro que han sido esgrimidas es que daba estabilidad a la divisa, que creaba una inflación estable, lo que, para Bernanke, es cierto, pero sólo en el largo plazo, pues en periodos cortos de, por ejemplo, cinco o diez años, los desajustes en el suministro de oro podían provocar inflación (subida de precios) o deflación (bajada de precios).

En los Estados Unidos de fines del siglo XIX preocupó este desajuste entre la economía y la existencia de oro, por lo que, al ser ésta insuficiente para cubrir el crecimiento económico, se experimentó deflación, que perjudicaba a una clase emprendedora, especialmente a los granjeros, que tenía que trabajar más para conseguir más dólares y pagar unas deudas cuyo valor se mantenía estable.

Con todas estas explicaciones como preludeo, Bernanke se adentra en los orígenes de la Reserva Federal, que se creó en 1913 por decisión del Congreso y del presidente Woodrow Wilson (el mismo que impulsó la creación de la Sociedad de Naciones con sus famosos «Catorce Puntos», enunciados en 1918), que valoró este hito como el más importante éxito en política nacional de su mandato.

Hasta 1914, año en el que la Reserva comenzó a operar, la ausencia de un banco central dio lugar a que las decisiones concernientes a la estabilidad financiera se adoptaran por el Tesoro o privadamente. En esa época jugó un papel importante la Cámara de Compensación de Nueva York («New York Clearing House»), institución privada que, además de para compensar y liquidar las deudas entre bancos, sirvió para canalizar fondos hacia aquellas entidades que pudieran estar faltas de liquidez, tras un detallado estudio de sus libros.

Pero que entidades privadas ejercieran una función pública suscitó el debate sobre la necesidad de que una nueva institución pública pudiera proveer liquidez a los bancos solventes.

Las crisis financieras norteamericanas de 1873, 1884, 1890 y, sobre todo, 1893, con la quiebra de más de 500 bancos, comenzaron a alertar sobre la inevitabilidad de crear un prestamista de última instancia revestido de funciones públicas. La crisis de 1907, en la que quebraron pocos bancos, pero los que lo hicieron fueron de gran tamaño, originó que el Congreso se tomara en serio la creación del banco central.

Las funciones iniciales de la Reserva Federal fueron dos: servir como prestamista de última instancia y gestionar el patrón oro.

Se suele hablar de la Reserva Federal en singular, pero realmente son doce los Bancos de la Reserva Federal existentes, con sus respectivos distritos, radicados, en la búsqueda del equilibrio, en las ciudades más importantes del país a principios del siglo XX, lo que explica que gran parte de ellos se instalaran en el Atlántico y en el Este de los Estados Unidos, en detrimento del Pacífico y del Oeste. Una Junta de Gobernadores supervisa el sistema en su conjunto desde Washington.

En particular, los doce Bancos de la Reserva son estos: Boston, Nueva York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco.

Tras un comienzo de singladura relativamente pacífico, la Reserva Federal hubo de afrontar su primer gran reto en 1929, con el estallido de la Gran Depresión, que duró, según Bernanke, hasta 1941, coincidiendo con el ataque nipón sobre Pearl Harbor. El *crash* bursátil de 1929 no fue más que el principio de una serie de vertiginosas bajadas del valor de las acciones, que tocaron fondo en 1932. El índice «S&P Composite Equity Price» acumuló pérdidas del 85%.

Como era predecible, la crisis pasó de las finanzas a la economía real, con una severa contracción del PIB acompañada de deflación. Lo siguiente fue que se desbocara la tasa de desempleo.

¿Qué causó esta crisis global que, en Europa, vino acompañada del ascenso de regímenes políticos totalitarios de todo signo? Algunas de las respuestas se encuentran en el mismo orden mundial posterior a la Primera Guerra Mundial o en la rigidez del patrón oro.

Algunas teorías («liquidationist theories») han sostenido que tras una época de locura, con la economía creciendo a tope, con exceso de crédito, con una valoración muy elevada de las acciones, la depresión era desafortunada pero necesaria.

Bernanke estima que la Reserva Federal fracasó tanto en el control de la política monetaria como en el logro de la estabilidad financiera. Para evitar ataques especulativos como el sufrido por la libra esterlina y retener el dinero en América, la Reserva elevó los tipos de interés, que era lo contrario a lo

que la economía requería. En 1933, bajo la presidencia de Franklin D. Roosevelt, los Estados Unidos abandonaron el patrón oro, lo que permitió una pequeña mejoría de la economía en los años 1933 y 1934. Que la Reserva Federal se condujo mal en su rol de prestamista de última instancia queda atestiguado por la quiebra de casi diez mil bancos en los años 30, por seguir los dictados de las «teorías liquidacionistas» citadas anteriormente, aunque la situación de insolvencia, no de iliquidez, de gran cantidad de estos bancos era patente, luego poco se podía hacer por la Reserva concediendo préstamos a corto plazo.

En 1934 se creó el sistema de garantía de depósitos («Federal Deposit Insurance Corporation»), medida que, junto con la salida del patrón oro, significó la neutralización o la mitigación de los errores cometidos por la Reserva Federal, los cuales, y para eso están la Historia y sus lecciones, no se habrían de repetir, por fortuna, en los años 2008 y 2009.

3. La Reserva Federal tras la Segunda Guerra Mundial

El 1 de septiembre de 1939 comenzó la Segunda Guerra Mundial, que abarcaría hasta 1945. En este período, la economía estadounidense mejoró y el desempleo disminuyó, quedando superada, formalmente, la Gran Depresión.

Como destaca Bernanke, un aspecto que ha atraído la atención de los investigadores es cómo se financian las guerras, lo que normalmente se verifica con el recurso al endeudamiento. Los Estados Unidos no fueron una excepción, y se endeudaron sustancialmente, por lo que la Reserva Federal, en cooperación con el Tesoro, mantuvo los tipos de interés bajos, lo que benefició al Gobierno, que tuvo que pagar menos intereses por la deuda pública emitida.

Finalizada la guerra, para mantener el ahorro gubernamental en el pago de intereses, los tipos de interés se mantuvieron bajos, pero con el efecto adverso de que la economía se sobrecalentó y se disparó la inflación. En 1951 se alcanzó un acuerdo («Fed-Treasury Accord») que permitió a la Reserva actuar sobre los tipos de interés sin necesidad de contar con el Tesoro, lo que acentuó su independencia.

En los años 50 y 60 del siglo XX, la Reserva Federal se centró en la estabilidad macroeconómica, en una época de acentuado crecimiento, con «pequeños

baches» como un par de recesiones o la Guerra de Corea.

Los años 60 y 70 vinieron marcados por el crecimiento de la inflación, que, a finales de esta última década, alcanzó el 13%. Esta circunstancia fue resultado de un enfoque que ligaba inflación y empleo: una inflación ligeramente por encima de lo normal podría permitir incrementos permanentes en el empleo y una correlativa reducción del desempleo. La financiación de la Guerra de Vietnam se asumió con la emisión de deuda pública, lo que, adicionalmente, pudo influir en las medidas laxas de la Reserva. Otro elemento que afectó seriamente a la inflación fue la crisis petrolífera de 1973, cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo dejó de exportar crudo, de lo que resultó la cuadruplicación del precio del barril y, por extensión, del gas.

Milton Friedman escribió a mediados de los años 60 que la aptitud de la inflación para rebajar el desempleo sería puntual y, en el mejor de los casos, transitoria. Antes bien, los intentos de mantener el desempleo demasiado bajo con políticas monetarias terminarían creando más inflación.

A comienzos de los 70, con una inflación al 5%, el presidente Nixon estableció controles sobre los salarios. La inflación se mantuvo relativamente baja durante dos años pero la Reserva Federal, confundida, fue incapaz de descubrir sus verdaderos desencadenantes económicos.

En 1979, bajo los auspicios del presidente James Carter, fue designado como presidente de la Reserva Federal Paul Volcker, con el propósito de domar la inflación. A finales de ese año, Volcker decidió romper con la tradición seguida y permitir a la Reserva una intensa elevación de los tipos de interés. Las medidas funcionaron y la inflación se redujo en los años posteriores al 3% aproximadamente. Como contrapartida, la financiación a la que pudieron acceder los consumidores y empresas pasó a ser mucho más cara. Bernanke nos recuerda, con una anécdota personal, que hacia 1981 o 1982, recién graduado, pretendía comprar una casa y que el tipo de interés de un préstamo hipotecario con un plazo de amortización de 30 años era del 18,5%.

Otro de los efectos colaterales de las medidas tomadas por Volcker fue una recesión y una elevación de la tasa de desempleo, que en 1982 se situó en el 11%, superando los umbrales de la Gran Depresión.

Con la salida de Volcker, en 1987 fue nombrado presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, que se mantuvo en el cargo durante casi veinte años. La era de Greenspan se definió por la estabilidad económica, por lo que fue conocida como la Gran Moderación, en oposición a la década de los 70, que pasó a la Historia como la «Gran Estancación» (o acumulación de estancamiento e inflación).

Pero, ¿cuáles fueron las razones de esta época de extraordinario equilibrio? Una de ellas fue la baja inflación, que traía origen, como hemos visto, de los años de Volcker: una inflación moderada durante un periodo largo de tiempo hace que la economía se estabilice, sirve de base para un crecimiento sano y una adecuada actividad productiva.

Otro elemento que mitigó los desajustes fue la popularización de la implantación en las empresas de la práctica conocida como «just-in-time», es decir, la eliminación de los excedentes por la adquisición de inventario sólo cuando fuera necesario para la producción.

Aunque, como es inevitable, el mandato de Greenspan no fue ajeno a crisis financieras (el «crash» de 1987, o la quiebra de las empresas «punto.com» a fines de los 90, por ejemplo) el rigor de éstas no fue comparable al de otras etapas. Un efecto de que el viento soplara tan propiciamente fue una cierta relajación en la política de estabilidad financiera, cuyos efectos perniciosos se revelarían virulentamente años más tarde.

En el nuevo milenio comenzó a formarse la burbuja de precios en el sector inmobiliario, lo que sería el antecedente inmediato de la Gran Recesión. El precio de las casas en 2006 sufrió un alza del 130% en relación con el de los años finales de los 90, o del 160% respecto a 1980.

Además, las prácticas para conceder créditos se relajaron enormemente, por lo que personas sin trabajo o suficientes garantías pudieron acceder a la financiación hipotecaria. Antes del año 2000 era habitual que las familias pagaran por adelantado una porción del precio del inmueble, del 10, el 15 o el 20%, por ejemplo, y que se comprobara la relación entre la cuota hipotecaria y sus percepciones recurrentes. Todo este buen hacer se olvidó y se comenzaron a conceder préstamos garantizados con hipoteca, como hemos adelantado, a prestatarios no cualificados. Se trata de las llamadas hipotecas «nonprime» o «subprime», que, increíblemente, se podían formalizar verbalmente, sin documentación,

o no implicar pagos periódicos para el prestatario, pues las cantidades a pagar ordinariamente se acumulaban al principal prestado.

El optimismo inherente a la bonanza económica llevó a pensar que el precio de las casas seguiría subiendo, y que la inversión en ladrillo era imposible que fracasara («can't lose investment»).

Cuando llegó el día en el que el esfuerzo de los prestatarios, a la vista del elevado valor de las viviendas y, por tanto, de los préstamos, no les permitía pagar la cuota de amortización y dejaron de entrar nuevos interesados en el juego, la burbuja estalló y los precios cayeron. La caída desde 2006 hasta 2012 fue del 30%, lo que, con el efecto acumulado de la inflación al 2%, situó el valor de los inmuebles donde estaba décadas atrás.

La pérdida de valor fue la causa de que muchos prestatarios debieran más de lo que el inmueble valía («underwater»), lo que desincentivó que continuaran pagando los préstamos y buscaran la cancelación de la deuda con la entrega de la garantía. La morosidad se disparó, y un 10% de los préstamos hipotecarios resultaron impagados, por lo que, reflejamente, los tenedores de valores relacionados con el pago de las hipotecas sufrieron grandes pérdidas.

Las operaciones financieras fueron creciendo en complejidad, aunque la habilidad de los bancos para medir y gestionar los riesgos no se desarrolló en paralelo. Los bancos no sabían los riesgos que asumían ni lo enormes que estos eran.

En los albores de la Gran Recesión, los bancos y las empresas se financiaban a corto plazo con papel comercial, con plazos de vencimiento de entre uno y noventa días por lo habitual. Si en el siglo XIX y los primeros años del XX se daban «estampidas» de depositantes, ahora sus protagonistas serían los tomadores de papel comercial.

El empleo de derivados como los *swaps*, unido a todo lo anterior, multiplicó la vulnerabilidad del sector financiero.

La supervisión del sector por las entidades públicas seguía anclada en estructuras de la Gran Depresión. Muchas entidades participantes en el sistema financiero ni siquiera estaban supervisadas con rigor, como es el caso, por ejemplo, de la aseguradora AIG, de los bancos de inversión (Lehman Brothers, Bear Stearns o Merrill Lynch), o

de las entidades hipotecarias (Fannie Mae y Freddie Mac).

Los errores de la Reserva Federal en la supervisión financiera fueron, para Bernanke, dos: la ausencia de presión ejercida sobre las entidades para la apropiada medida del riesgo, y la desprotección del consumidor financiero. Cuando las medidas se tomaron por la Reserva, reconoce, era demasiado tarde.

Pero lo realmente grave es que ninguna institución pública velaba por la supervisión del sistema financiero en su conjunto, sino que ésta se encontraba fragmentada entre diversas entidades, cada una con unas competencias particulares y una sesgada visión de la realidad.

Por último, en descargo de la Reserva Federal, para Bernanke, la formación de la burbuja no obedeció a los bajos tipos de interés marcados en el desarrollo de la política monetaria (el 1% en 2003), pues este fenómeno se experimentó en otros países y bajo distintas políticas monetarias. Incluso, en Europa, Alemania no tuvo burbuja y España sí, siendo la moneda común de ambas naciones el euro. El incremento del valor de las viviendas sólo parcialmente se puede basar en los bajos tipos de interés, como ha demostrado Robert Shiller.

4. La respuesta de la Reserva Federal a la crisis financiera

El capítulo se abre con un detallado análisis de Fannie Mae y Freddie Mac, formalmente empresas privadas pero impulsadas por el Gobierno junto con la industria hipotecaria. Estas entidades no concedían créditos hipotecarios, pero si un banco que había concedido una hipoteca necesitaba liquidez la podía ceder a cualquiera de ellas. A su vez, Fannie y Freddie ponían todas estas hipotecas en valores («mortgage-backed securities» o «MBS») que vendían a inversores. Si las hipotecas que servían de garantía eran insuficientes para devolver al inversor su capital, estas entidades se comprometían a responder de la diferencia, lo que, en una situación generalizada de impago de préstamos hipotecarios, las exponía a un enorme riesgo, dada su baja capitalización. La Gran Recesión no se pudo anticipar, pero éste sí fue uno de los peligros advertidos y denunciados, en vano, con antelación.

El resto del sector financiero (como bancos o cajas de ahorros) se financió a través de idénticos o análogos medios, a veces manteniendo los productos

tóxicos en autocartera, pero muchas veces «empaquetándolos» y vendiéndolos en el mercado.

Los «MBS», eran, a pesar de todo, sencillos, pero otros instrumentos adquirieron mucha mayor complejidad, como la «obligación de deuda colateralizada» («collateralized debt obligation» o «CDO»).

El papel de las agencias de calificación en la emisión de estos instrumentos, que fueron adquiridos por fondos de pensiones, aseguradoras, bancos extranjeros... fue vital, pues suponía un marchamo de inversión fiable y segura.

La crisis de 2007 fue como los clásicos pánicos bancarios, pero se proyectó sobre la base de un mercado financiero mucho más amplio y sofisticado. El pánico se desató cuando los tenedores de valores garantizados con hipotecas de baja calidad no tenían la menor idea de quién iba a soportar las pérdidas, lo que generó desconfianza y que se comenzaran a deshacer posiciones masivamente. A la inversa, siendo la liquidez un bien especialmente precioso en esos momentos, pocos agentes con liquidez querían dar prestado.

La presión sobre unas pocas pero gigantescas instituciones financieras (Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG, Washington Mutual, Wachovia), elevó las pérdidas a cientos de miles de millones de dólares. En Europa la situación no era mucho mejor.

Así se llegó al horrible mes de septiembre de 2008, en el que, literalmente, el sistema financiero mundial estuvo al borde del colapso y del precipicio.

Pero la Reserva Federal tomó medidas acertadas, dando liquidez a todos los que la necesitaban, fueran bancos u otro tipo de entidades, atendiendo a las particularidades de un sistema financiero sumamente complejo, en el que las entidades, en concreto las no bancarias, es decir, las que no captaban depósitos de la clientela, se financiaban masivamente recurriendo a procesos de agrupación de créditos y posterior emisión de valores, y mediante la emisión de papel comercial suscrito en los mercados de dinero («money market funds»).

Conociendo los errores cometidos en el pasado, estos no tenían por qué repetirse de nuevo. Las medidas se adoptaron por la Reserva en coordinación con otras agencias norteamericanas y con Bancos Centrales y Gobiernos de todo el

mundo, especialmente europeos, en el seno del G-7, en la trascendental reunión de Washington 10 de octubre de 2008, apenas tres semanas después del desmoronamiento de Lehman Brothers.

Pero Bernanke alerta de que estas prácticas no son necesariamente las que servirán para resolver las crisis del futuro, y de que se debe superar el cliché de la existencia de entidades «demasiado grandes para caer», como Bear Stearns o AIG, por el menosprecio que supone hacia otras empresas de menor tamaño y porque así se incentiva la toma de riesgos excesivos. El sistema se ha de cambiar, advierte, para que las compañías sistémicas sean víctimas de su fracaso y se les deje quebrar de forma segura para la colectividad, restringiendo la asunción de daños a los gestores, accionistas y acreedores, sin que arrastren en su caída a todo el sistema financiero y a la sociedad.

5. Las consecuencias de la crisis

La Reserva Federal y los Bancos Centrales de otros países aplicaron las tradicionales recetas para dar estabilidad a los mercados. La única diferencia con crisis precedentes fue la mayor complejidad, como se ha mostrado, del sistema financiero del siglo XXI.

Entre las novedades de la crisis, Bernanke destaca la puesta en marcha, en 2009, de las pruebas de resistencia («stress test»), que se han reiterado periódicamente desde entonces, para detectar, ante escenarios normales y adversos, las necesidades de capital de las entidades y los medios para cubrir las, privada o públicamente.

También destaca los programas para proveer liquidez asociados a la crisis, gran parte de los cuales vencieron hacia marzo de 2010, aunque, con anterioridad, dados los intereses pagados por sus receptores, mayores que los del mercado, muchas entidades que superaron las tensiones de liquidez los fueron devolviendo antes del fin de la fecha prevista. De hecho, con datos a diciembre de 2010, de los 21 préstamos concedidos, todos fueron devueltos íntegramente por las entidades financieras.

En cuanto a las medidas de política monetaria, que se deciden en el llamado «Federal Open Market Committee», la Reserva Federal fijó los tipos de interés, en diciembre de 2008, en el cero por ciento, cuando en los últimos años de Greenspan superaron el 5%. Es decir, a finales de 2008 la política monetaria tradicional se había agotado, aunque la economía seguía demandando apoyo, por lo que se

hubo de recurrir a las políticas, menos convencionales, de relajación monetaria, más conocidas como «quantitative easing» (aunque su nombre técnico correcto es «large-scale asset purchases»), de compra masiva de valores por la Reserva, principalmente de deuda pública emitida por el Tesoro y valores de Fannie Mae y Freddie Mac, a su vez garantizados por el Gobierno, con el objetivo de influir en los tipos de interés a largo plazo. En el momento en el que se pronunciaron los discursos recogidos en el libro, habían sido dos los programas puestos en marcha («QE1» y «QE2»).

El balance de la Reserva Federal «engordó» hasta los dos billones de dólares. Ese monto se abonó en las cuentas bancarias de los transmitentes de los valores, y, una vez depositados, en un círculo virtuoso, sirvieron de garantía en las relaciones de los bancos depositarios con la Reserva Federal, mediante la formalización de las llamadas «cuentas de reserva». La Reserva, en contra de lo que se cree, no imprimió billetes para comprar los valores, pues las «cuentas de reserva» de su balance son meros apuntes electrónicos, formando parte de la base monetaria pero quedando fuera de circulación.

¿Cuál es la justificación de estas compras masivas de valores? La idea esencial, siguiendo las tesis monetaristas de Friedman, es que cuando se adquieren esos valores se reduce la oferta en el mercado, de modo que los inversores que desean esos valores tienen que aceptar una inferior rentabilidad, debiendo migrar hacia otros valores, como los bonos de empresa. El efecto general acumulado será la bajada de los tipos de interés, lo que sirve para estimular la economía, nada distinto, en efecto, de lo que se consigue con las medidas de política monetaria clásicas.

De los dos objetivos de la Reserva Federal, que son sentar las bases para la generación del mayor índice de empleo, lo que la diferencia de otros bancos centrales, y contener la inflación, las medidas de relajación monetaria pueden afectar a la inflación. Por ello, la Reserva tomó medidas para evitar una espiral de deflación, como había ocurrido en otros países como, por ejemplo, Japón con su «década perdida».

Gracias a las compras de valores y otras medidas, el Tesoro percibió unas buenas rentabilidades, que sirvieron para la reducción de la deuda pública.

Otra medida no convencional empleada por la Reserva fue la de comunicar las medidas de política

monetaria, incluso adelantando previsiones de dónde estarían los tipos de interés a medio plazo, permitiendo a los inversores y al público en general una mejor comprensión de los objetivos de la institución.

Este «arsenal» se ha visto apuntalado por la revisión profunda del sistema financiero a través de la conocida como «Ley Dodd-Frank» («Wall Street Reform and Consumer Protection Act»), aprobada en verano de 2010, que ha creado una institución responsable de la supervisión del sistema financiero como conjunto («Financial Stability Oversight Council»), la cual, si cree que alguna entidad financiera, bancaria o de diferente índole, no está bien supervisada, puede conferir la supervisión a la Reserva Federal. Las entidades demasiado grandes serán supervisadas más estrechamente y deberán cumplir mayores requerimientos de capital, en línea con las tendencias internacionales (Basilea III). Conforme a la llamada «regla Volcker», las filiales de estas entidades no podrán asumir riesgos excesivos por cuenta propia. Las grandes entidades quedarán sujetas a periódicas pruebas de resistencia. La Ley Dodd-Frank sustituye la tradicional quiebra por los llamados procesos de liquidación, más ordenados y garantistas del interés de los clientes y de los ciudadanos. También se ha creado una entidad para la protección de los consumidores, denominada «Consumer Financial Protection Bureau».

Aunque la Gran Recesión, según el Departamento Nacional de Investigación Económica («National Bureau of Economic Research») comenzó en diciembre de 2007 y concluyó en junio de 2009, esto no quiere decir que se haya recuperado la normalidad, logro que sólo podrá conseguirse más tarde en el tiempo, aunque, así lo ve Bernanke, si los Estados Unidos se apoyan en sus potencialidades (cultura de emprendimiento, flexibilidad del mercado de trabajo y de los mercados de capitales, tecnología punta) se superará el bache, como en otras etapas históricas, y se recuperará una senda del crecimiento de en torno al 3%.

Lo anterior no obsta a que Bernanke concluya la obra afirmando que «las crisis financieras estarán siempre con nosotros, es probablemente inevitable», siendo la única actitud posible para los supervisores actuales y futuros la de seguir observando e identificando problemas para su solución con las herramientas disponibles.

