

Alan S. Blinder

Y LA MÚSICA PARÓ

Una historia pausada y razonada del origen, la respuesta, las consecuencias y lo que queda por hacer tras la peor crisis financiera de los últimos tiempos

«Si quieres entender todo lo que atañe a la crisis económica, lee este libro. Es una obra de arte.»

Bill Clinton, expresidente de Estados Unidos



DEUSTO

Y la música paró

Una historia pausada y razonada del origen,
la respuesta, las consecuencias
y lo que queda por hacer tras la peor crisis
financiera de los últimos tiempos

ALAN S. BLINDER

Traducido por Iván Barbeitos



EDICIONES DEUSTO

Título original: *After the music stopped*

Publicado por The Peguin Press, Nueva York, 2013

© 2013 Alan S. Blinder

© de la traducción Iván Barbeitos, 2014

Diagrama de la página 113 de The Deal. Número del 6 de octubre de 2008.

Con el permiso de The Deal LLC.

© Centro Libros PAPP, S.L.U., 2014

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAPP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de cubierta: Microbio Gentleman

Imagen de cubierta: © Simon Smith / Getty Images

ISBN: 978-84-234-1716-2

Depósito legal: B. 4.052-2014

Primera edición: mayo de 2014

Preimpresión: Medium

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

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

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Contenido

| | |
|--|-----------|
| Lista de acrónimos y abreviaturas | 9 |
| Prefacio | 15 |

PARTE I SUCECIÓ AQUÍ

| | |
|--|-----------|
| 1. ¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste? | 21 |
|--|-----------|

PARTE II LAS FINANZAS ENLOQUECEN

| | |
|---|------------|
| 2. En el principio... | 49 |
| 3. El castillo de naipes | 86 |
| 4. Y la música paró | 125 |
| 5. De Bear a Lehman: la inconsistencia era el monstruo | 141 |
| 6. El pánico de 2008 | 177 |

PARTE III RECOGIENDO LOS PEDAZOS

| | |
|---|------------|
| 7. Extendiendo la lona | 235 |
| 8. Estímulo, estímulo, ¿por qué eres tú, estímulo? | 276 |
| 9. El ataque a la prima de riesgo | 309 |

PARTE IV
EL CAMINO HACIA LA REFORMA

| | |
|---|------------|
| 10. Se ha roto, arreglémoslo: la necesidad de una reforma financiera | 341 |
| 11. Descubriendo cómo se hace la salchicha | 374 |
| 12. El gran descarrilamiento de las ejecuciones hipotecarias. | 408 |
| 13. Las reacciones negativas | 437 |

PARTE V
MIRANDO HACIA EL FUTURO

| | |
|---|------------|
| 14. ¿No hay salida? Devolviendo a la Fed a la normalidad . . | 467 |
| 15. En busca de una salida fiscal | 492 |
| 16. La gran réplica: la crisis de la deuda europea | 518 |
| 17. Nunca más: el legado de la crisis | 543 |
| Notas | 563 |
| Agradecimientos | 583 |
| Bibliografía | 585 |

¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?

Estuvimos extremadamente cerca de un colapso financiero global.

BEN S. BERNANKE,
presidente de la Reserva Federal

¿Alguien ha apuntado la matrícula de ese camión?

Esto es lo que muchos estadounidenses debieron de pensar cuando el sistema perdió el control y nos atropelló a todos —de forma casi literal— en 2008. Durante el verano de aquel año, la economía de Estados Unidos iba renqueando, con una tasa de empleo en ligero descenso, un consumo algo débil y unos mercados financieros que sufrían una serie de angustiosas subidas y bajadas, más lo segundo que lo primero. Dicha economía, por tanto, no estaba precisamente en plena forma, pero tampoco era un desastre; para nada podía preverse que nos dirigiáramos hacia una recesión, y aún menos hacia la peor desde los años treinta del siglo pasado. Y de repente, el 15 de septiembre de 2008, surgió de la nada la quiebra de Lehman Brothers, el ahora tristemente célebre banco de inversión de Wall Street, y súbitamente todo se vino abajo. Sí, en la matrícula de aquel camión ponía *L-E-H-M-A-N*.

La mayoría de los ciudadanos eran peatones inocentes que no supieron de dónde salió el camión, por qué circulaba de forma tan temeraria o por qué los guardias de tráfico financieros no los protegieron. A medida que pasó el tiempo, el estupor fue dando paso a la indignación, y no sin razón: una gran cantidad de manipulaciones financieras que las personas de a pie no com-

prendían, y en las que no habían participado, costó a millones de ellas sus medios de vida y sus hogares, llevó a la ruina a numerosos negocios, destruyó riqueza por valor de billones de dólares, puso de rodillas a la antaño todopoderosa economía de Estados Unidos y dejó a todos los niveles gubernamentales ahogados por privación de ingresos fiscales. La gente tuvo la impresión de que les habían atracado, y efectivamente así fue.

Los «accidentes» financieros que tuvieron lugar entre el verano de 2007 y la primavera de 2009 tuvieron graves repercusiones que los estadounidenses sufrieron de primera mano. Pero la mayoría de los ciudadanos están perplejos, y muchos extremadamente molestos, por las acciones del gobierno en respuesta a la crisis; cuestionan la justicia de los aparentemente elevados costes que los contribuyentes han tenido que soportar, y se preguntan por qué sigue habiendo tantos camioneros imprudentes en la carretera, que siguen prosperando mientras el resto de ciudadanos sufre. Tal vez más que cualquier otra cosa, se encuentran muy preocupados por lo que les deparará el futuro. Incluso en un acontecimiento tan alejado ya del origen de la crisis como las elecciones de 2012 una sólida mayoría de estadounidenses afirmó ante los encuestadores que el país aún seguía «en el camino equivocado» o «en la mala dirección». No es de extrañar, por tanto, la formación de auténticas tormentas políticas populistas tanto en la derecha (el Tea Party) como en la izquierda (el movimiento Ocupa Wall Street).

En Estados Unidos tuvo lugar recientemente el espectáculo cuatrienal al que llamamos elecciones, con un electorado realmente furioso. Pese a que el presidente Obama logró la reelección, nadie sabe aún qué ocurrirá tras tales elecciones; pero lo que sí sabemos es que los últimos capítulos de la historia que comenzó en 2007 aún no han sido escritos. Así pues, empezaremos por mirar hacia atrás. ¿Qué fue lo que nos atropelló? Y ¿por qué?

Una brevísima historia sobre la crisis financiera y la Gran Recesión

La perspectiva histórica se va obteniendo únicamente con el paso del tiempo, y actualmente aún estamos viviendo las postrimerías de la aterradora crisis financiera y la Gran Recesión que le pisó los talones.¹ No obstante, ha transcurrido suficiente tiempo y el ambiente se ha aclarado lo bastante como para llevar a cabo algunos juicios preliminares. Considere este libro como un segundo borrador de la historia, pues sin duda en el futuro habrá terceros e incluso cuartos.

Es vital que emitamos unos veredictos preliminares con relativa rapidez, ya que la muy justificada ira de los estadounidenses está afectando —más de uno diría «envenenando»— nuestro discurso político. Este libro se concentra en el *qué*, y especialmente en el *porqué* de la crisis financiera y sus repercusiones. Es un fragmento de historia largo y complicado, pero es esencial un cierto nivel de comprensión para mejorar el funcionamiento de nuestra democracia. Por tanto, antes de enredarnos con los detalles, he aquí una historia muy breve sobre la crisis financiera, la Gran Recesión y las respuestas del gobierno de Estados Unidos ante ambas. Serán tan sólo cuatro párrafos. Y puede que el cuarto le sorprenda.

La versión supercorta

El sistema financiero estadounidense, que había llegado a ser demasiado complejo y demasiado frágil para su propio bien —y cuya regulación era demasiado escasa para el bien del resto del mundo— experimentó una tormenta perfecta durante los años 2007-2009.

1. Los economistas sitúan el fin de una recesión en el momento en el que la economía cesa de contraerse, lo cual sucedió (para Estados Unidos) en junio de 2009. Sin embargo, la gran mayoría de la gente considera «recesión» como un sinónimo aproximado de «tiempos difíciles», que ciertamente aún no han terminado.

Las cosas empezaron a aclararse cuando estalló la tan cacareada burbuja inmobiliaria, pero la subsiguiente implosión de lo que yo llamo la «burbuja de los bonos» fue probablemente más fuerte y más devastadora. El mercado de acciones también se colapsó por la tensión, convirtiendo muchos planes de ahorro para la jubilación del tipo 401(k) en —y aquí tenemos nuestra ración diaria de humor negro— «201(k)». Cuando la estructura financiera de Estados Unidos se desmoronó, el daño resultó ser no sólo profundo sino también de gran alcance, y la ruina se extendió a todas y cada una de las partes del excesivamente inflado sector financiero. Muy pocas instituciones o mercados se salvaron, y las más afectadas o bien perecieron (como Lehman Brothers) o bien precisaron de respiración asistida (como Citigroup). Estuvimos peligrosamente cerca de lo que el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, denominó «un colapso financiero global».

Más de uno considera los mercados financieros como una especie de casino glorificado con poca relevancia para la economía *real*, que sería donde se encuentran los puestos de trabajo, las fábricas y los comercios. Pero eso es un error. Las finanzas son más bien el sistema circulatorio del cuerpo de la economía, y si la sangre deja de fluir... bueno, más vale no pensarlo siquiera. Cualquier economía moderna se basa en un conjunto de mecanismos de concesión de créditos, lo que permite la circulación de nutrientes por todo el sistema, y la economía de Estados Unidos es más dependiente de los créditos y está más «financiarizada» que la gran mayoría. Por tanto, cuando el anteriormente copioso flujo de crédito se redujo a apenas un simple goteo, el sistema estuvo a punto de sufrir una parada cardíaca. Lo que durante los años de gran crecimiento había sido una *excesiva* liquidez y circulación de crédito se convirtió casi de golpe en algo *extremadamente escaso*. La abrupta desecación del flujo de crédito, procedente tanto de los bancos como del así llamado «sistema bancario en la sombra», en conjunción con la destrucción masiva de riqueza en forma de casas, acciones y títulos bursátiles, produjo lo que era de esperar: menos crédito, menos consumo y una enorme recesión.

El gobierno estadounidense movilizó una ingente cantidad de recursos con el fin de aliviar el ahogo del sector financiero y, aún más importante, para combatir la recesión. El Congreso amplió la red de Seguridad Social y puso en marcha programas de estímulo fiscal a gran escala. La Reserva Federal redujo notablemente las tasas de interés, puso en circulación enormes cantidades de liquidez y amplió su propio balance mediante una concesión de préstamos, una compra de activos y una emisión de garantías desconocidas hasta el momento. Muchas de las acciones de la Fed hubiesen sido inimaginables antes de la crisis. Recuerdo, por ejemplo, haber entrado en mi clase una mañana de septiembre de 2008, rascándome la cabeza con incredulidad, y decir a mis alumnos: «¡Ayer por la noche la Reserva Federal, que nunca antes había regulado siquiera una compañía de seguros, nacionalizó una!». Se trataba de la tristemente famosa AIG.

Y aquí viene la sorpresa: ¡Funcionó! No perfectamente, por supuesto, pero en gran medida el sistema financiero se recuperó más rápidamente de lo que la mayoría de los observadores esperaban (recuerde que *recuperarse*, en este contexto, no quiere decir volver al statu quo anterior; es mejor no llegar a eso). Y la contracción de la economía, aunque profunda y terriblemente costosa, resultó ser menos seria y más corta de lo que mucha gente temía. Tan sólo el sector inmobiliario, una porción pequeña de nuestra economía, experimentó algo que se acercaba a una Gran Depresión II. Por lo demás, el desempleo no alcanzó los niveles de 1983, y aún menos los de 1933. Esto no significa que en 2012 todo vaya como la seda, ni mucho menos, pero puede decirse con bastante seguridad que lo peor *no* llegó a ocurrir.

Ésta es, por tanto, mi versión reducida de la historia, y sugiere un final ligeramente feliz, o al menos un suspiro de alivio. Dicho esto, estamos siendo bastante indulgentes al considerar que la buena noticia es que Estados Unidos evitó un colapso total de su supuestamente brillante sistema financiero y una Gran Depresión II. Lo cierto es que la actuación macroeconómica de Estados Unidos desde el otoño de 2008 no merece siquiera un triste aprobado, pues ha sido la peor de la historia del país desde

el final de la segunda guerra mundial. Más bien habría que darle un «muy deficiente».

En 2010 el Congreso reescribió por completo el manual normativo de las finanzas, con la idea de intentar garantizar que nunca más vuelva a suceder algo como esto. Pero estas reformas financieras son tan recientes —de hecho, la mayoría de ellas ni siquiera están aún en vigor— que nadie sabe cómo funcionará en la práctica este rediseñado sistema regulador, especialmente cuando sea sometido a tensiones. Y los grupos de presión bancarios están luchando con uñas y dientes contra estas reformas. Transformando el famoso principio de Rahm Emanuel en una pregunta: ¿Hemos desaprovechado esta crisis o la estamos usando como catalizador para un cambio realmente necesario?² Tan sólo el tiempo lo dirá.

Tres cuestiones críticas

Existe otro aspecto más de la crisis que motiva este libro: incluso hoy en día, a pesar de los numerosos trabajos realizados sobre la crisis —algunos de ellos excelentes—, muchos estadounidenses siguen estando perplejos acerca de lo que les golpeó, y tienen una comprensión limitada sobre lo que el gobierno de Estados Unidos hizo o no hizo en su nombre, y lo que es más importante, *por qué*. Y también tienen algunas ideas sumamente equivocadas al respecto. En consecuencia, en 2009 surgió el movimiento del Tea Party, los votantes «echaron a los canallas» en las elecciones de 2010, el movimiento Ocupa Wall Street estalló en 2011, los temas económicos ocuparon un lugar predominante en las disputadas elecciones de 2012 y la confianza en el gobierno continúa logrando un mínimo histórico tras otro.

También esto es comprensible. A medida que iba observando cómo se desarrollaban la crisis financiera, la recesión y las respuestas políticas ante ambas, una de mis mayores frustraciones

2. Emanuel, por entonces jefe de personal de la Casa Blanca, fue citado en numerosas ocasiones por decir, en noviembre de 2008, que «Nunca hay que desaprovechar una crisis seria».

era la gran escasez de explicaciones que los ciudadanos recibían de sus líderes, fuesen desde dentro o desde fuera del gobierno. Por desgracia, en la actualidad esto sigue siendo la norma. No se restaurará la confianza en el gobierno hasta que el pueblo estadounidense comprenda qué le ocurrió y qué se hizo para ayudarle.

El presidente de Estados Unidos está en posesión del mayor megáfono del mundo. Pero el presidente George W. Bush desapareció virtualmente del mapa durante los últimos meses de su Administración; ¿puede el lector recordar siquiera un discurso de Bush sobre la incipiente crisis económica de la nación antes de dejar el cargo? El presidente Obama ha sido notablemente más visible, activista y elocuente que su predecesor, y aun así pocas veces ha dedicado su tiempo a pronunciar un discurso de explicación —mucho menos tiempo de lo que los estadounidenses necesitan y se merecen. Los dos secretarios del Tesoro³ que ejercieron su cargo durante el período de la crisis, Henry Paulson y Timothy Geithner, apenas han proporcionado un solo discurso coherente en el que se explique lo que ocurrió y, tal vez más importante, por qué hicieron lo que hicieron. El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, ha facilitado más y mejores explicaciones, pero su audiencia es especialista y limitada, y siempre intenta ceñirse al ámbito de la Fed más que al de la Administración.

Así pues, la mayor parte del trabajo de explicación ha sido encomendado al sector privado. Sin embargo, incluso en este sector, la aportación ha dejado que desear. Por ejemplo, mientras nuestra industria financiera está supuestamente rebosante de personas brillantes que comprenden todo este asunto, casi ningún líder industrial se ha subido a la palestra para explicar lo que ocurrió, y mucho menos para disculparse por ello, probablemente por consejo de sus abogados. Por supuesto, periodistas, académicos y similares han escrito centenares de artículos y columnas de opinión sobre los orígenes de la crisis y las reacciones ante ella, incluidos unos cuantos de este humilde servidor. Pero los medios

3. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos es el equivalente al Ministerio de Hacienda en España, y su secretario es el homólogo del titular de dicho Ministerio. (*N. del t.*)

de comunicación de masas suelen requerir tal brevedad que todo aquello que se asemeje remotamente a una explicación medianamente exhaustiva de algo tan complejo como la crisis financiera resulta poco menos que impensable. Todo un ensayo periodístico no puede ocupar más de doce segundos de emisión televisiva.

Aunque este libro narra esta historia, espero que de forma inteligible, su objetivo más importante es el de proporcionar un esbozo conceptual en el que tanto los hechos más destacados como la retahíla de las políticas públicas puedan ser al menos *comprendidos*. Más concretamente, lo que pretendo es proporcionar respuestas a las siguientes tres cuestiones críticas:

— ***¿Cómo demonios nos metimos en este lío?***

El objetivo no es establecer quién tiene la culpa, aunque parte de eso será inevitablemente (y con justicia) llevado a cabo, sino más bien destacar y analizar los muchos errores que se cometieron, con el fin de no volver a repetirlos.

— ***¿Qué se hizo para mitigar los problemas y corregir los daños, y por qué?***

¿Fueron las respuestas —algunas de ellas diseñadas a toda prisa— sensatas, coherentes y justificadas? De nuevo, mi propósito no es cuestionar a quienes tomaron las decisiones y evaluar su desempeño, sino aprender de sus experiencias para estar mejor preparados la próxima vez. Mi gran preocupación es que las respuestas políticas de 2008-2009 tienen ahora tan mala fama que se interpondrán en el camino de las que se tomen cuando surja la próxima crisis financiera.

— ***¿Hemos «desaprovechado» la crisis financiera de 2007-2009 —según el enunciado de Rham Emanuel—, por el contrario, hemos sacado un buen provecho de ella?***

O de forma más específica, ¿fueron las reformas financieras acometidas en 2010 bien o mal diseñadas para crear una estructura financiera más sólida? ¿Qué elementos no fueron incluidos? ¿Ha lavado su imagen la industria financiera? O tal vez más importante, ¿qué ocurrirá a partir de ahora?

¿Qué hace una bonita economía como tú en un sitio como éste?

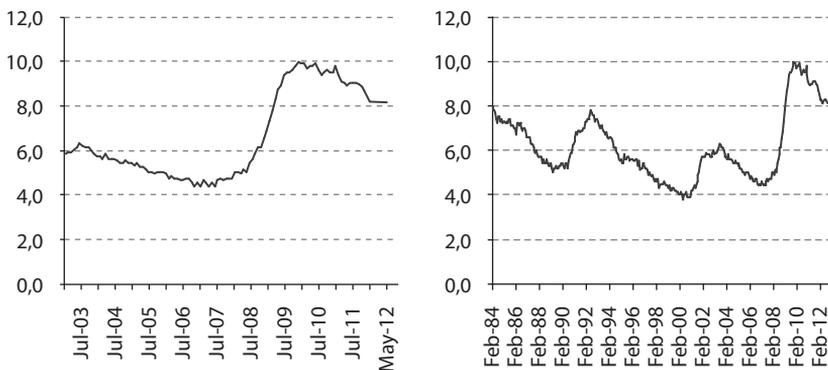
Una conocida serie de anuncios de televisión alardea de que «lo que pasa en Las Vegas se queda en Las Vegas». Pero las calamidades que cayeron sobre los mercados financieros en 2007-2009 no se quedaron ahí, pues muy pronto causaron efectos profundamente negativos en la economía real —allí donde los ciudadanos estadounidenses viven y trabajan, donde las compañías no financieras obtienen beneficios o pérdidas, y donde los niveles de calidad de vida aumentan o disminuyen. De hecho, con muchos de estos ciudadanos desesperados por conseguir trabajo y haciendo malabarismos para llegar a fin de mes, aún hoy seguimos sufriendo estos efectos.

Los vínculos que unen a la ruina financiera con la recesión y el desempleo no son difíciles de comprender: cuando el crédito resulta ser cada vez más caro y, en el peor de los casos, se vuelve inexistente, los negocios pierden la capacidad para financiar las necesidades diarias, como pagar los salarios, comprar materiales e invertir en equipamiento. En aquellas industrias cuyos clientes dependen fuertemente del crédito —como la inmobiliaria o la de la venta de automóviles—, las empresas también ven como sus ventas menguan. Y con las ventas en claro descenso y los costes en ascenso, los negocios no tienen más opción que reducir su número de operaciones. La producción cae, lo que implica más despidos y menos contrataciones, lo que a su vez conlleva que los consumidores tengan menos ingresos y por tanto las ventas de otras empresas también se reduzcan. El proceso se retroalimenta, y el resultado es una recesión. Todo esto ocurrió con creces en 2008-2009, provocando una incalculable miseria para millones de personas.

Retrato de un fracaso

Las dos partes del gráfico 1.1 ofrecen dos visiones de una parte de esta triste historia: el fuerte incremento del desempleo en Estados Unidos iniciado a principios de 2008. La parte izquier-

GRÁFICO 1.1 **Malas noticias del frente del desempleo: dos visiones (tasa de desempleo nacional, en porcentaje de la población activa)**



Fuente: Departamento de Estadística Laboral.

da ilustra el comportamiento de la tasa de desempleo nacional desde 2003: el pronunciado ascenso ocurrido entre los primeros meses de 2008 y los últimos de 2009 es el reflejo de una tragedia nacional. Cuando este libro entró en imprenta, la tasa de paro seguía estando en el 7,9 por ciento, tras haber estado en un 7,8 por ciento durante 46 meses consecutivos.

La parte derecha pone este reciente lapso temporal de desempleo dolorosamente alto en perspectiva histórica, insertándolo en un período de casi treinta años. Durante el cuarto de siglo transcurrido entre febrero de 1984 y enero de 2009 los estadounidenses *nunca* fueron testigos de una tasa de paro tan alta como un 8 por ciento, *ni siquiera durante un solo mes*. Toda una generación se incorporó a la población activa y trabajó durante décadas sin que la tasa de paro fuese nunca tan alta como *la más baja* alcanzada entre febrero de 2009 y agosto de 2012. Esta parte del gráfico muestra que incluso tasas de paro por encima del 7 por ciento fueron infrecuentes durante este período de veinticinco años: es preciso remontarse hasta 1993, cuando terminaron el instituto los que hoy tienen treinta y siete años, para encontrar el último caso. De hecho, en una fecha tan reciente como el verano de 2007 la tasa de desempleo apenas superaba

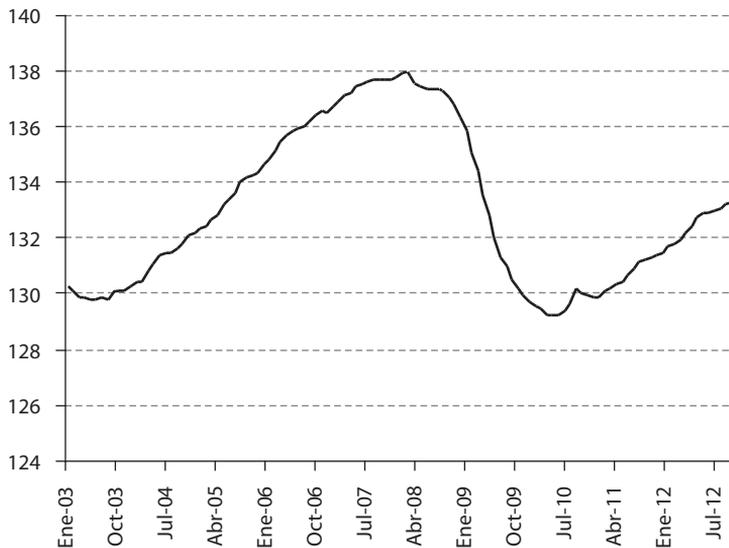
el 4,5 por ciento, una tasa reducida que habíamos llegado a considerar como normal. Pero entonces llegó la Gran Recesión.

Según el Departamento de Estadística Laboral de Estados Unidos, las nóminas empezaron a contraerse ligeramente en febrero de 2008, y de forma cada vez más agresiva a partir de septiembre de ese año, cuando Lehman Brothers se estrelló y quedó calcinada. Durante el primer trimestre de 2008 el promedio de puestos de trabajo perdidos fue de tan sólo 46.000 mensuales, pero durante el último trimestre de ese mismo año había aumentado a unos espantosos 651.000 mensuales, para posteriormente alcanzar unos espeluznantes 780.000 mensuales durante el primer trimestre de 2009. El sufrimiento del mercado laboral fue agonizantemente profundo y desalentadoramente prolongado. El nivel de empleo alcanzó su pico máximo en enero de 2008, y seguidamente cayó durante la asombrosa cifra de veinticinco meses consecutivos, la racha más larga de pérdida de empleo desde los años treinta.

La pérdida total de empleos se quedó muy cerca de los 8,8 millones de puestos de trabajo, durante un período en el que nuestra economía debería haber *sumado* otros 3,1 millones tan sólo para cubrir el crecimiento normal de la población activa, por lo que en cierto sentido no resulta en absoluto descabellado afirmar que el *déficit laboral* acumulado rondaba los 12 millones en febrero de 2010, casi la población total de Pennsylvania. Millones de familias se vieron arrojadas a una situación de privaciones y desesperación; muchas de ellas aún siguen en tal situación. Y el déficit laboral se elevó aún más en 2010 y 2011, cuando el anémico ritmo de creación de empleo no llegó a alcanzar los aproximadamente 125.000 empleos mensuales necesarios sólo para compensar el crecimiento de la población.

El gráfico 1.2 pone de manifiesto que el empleo entró en caída libre en 2008 y 2009, y que apenas consiguió remontar un poco en 2010 y 2011. En agosto de 2012 el nivel total de empleo tan sólo había alcanzado el de mayo de 2005; uesto supone un crecimiento neto *cero* del empleo durante un período de siete años! La escasez de puestos de trabajo es una tragedia tanto humana como económica que ya ha tenido serias consecuencias y que seguirá teniéndolas en los años venideros.

GRÁFICO 1.2 Escasez de puestos de trabajo (empleos con nómina desde 2003, en millones)

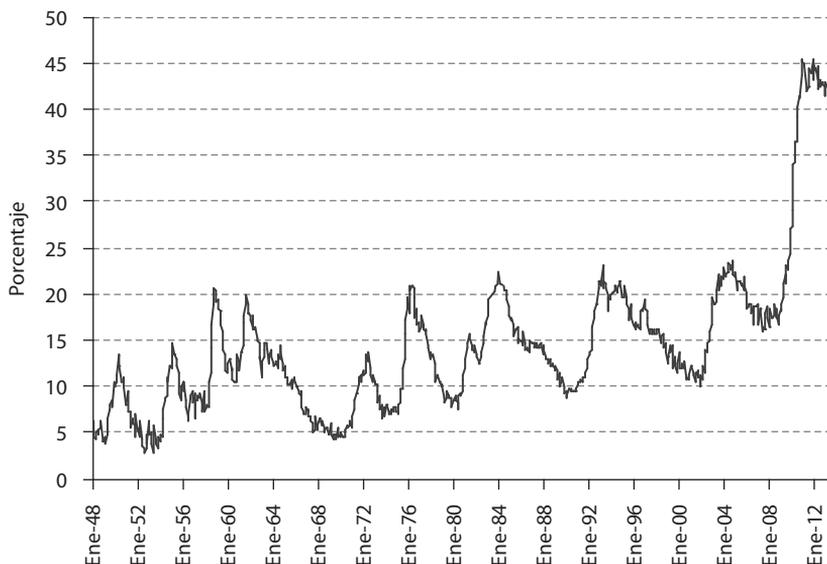


Fuente: Departamento de Estadística Laboral.

Y la situación es aún peor. Rachas cortas de desempleo pueden no ser tan terriblemente problemáticas; incluso pueden ser bienvenidas para algunas personas, por suponer un cambio de trabajo. Pero los períodos largos de paro son devastadores. Los estudios muestran que cuando los trabajadores desplazados encuentran por fin empleo, lo habitual es que sea a costa de reducir considerablemente sus salarios, y que los estudiantes graduados que entran en una economía con elevado desempleo deben soportar una desventaja salarial que se prolonga por lo menos durante una o dos décadas.

Tradicionalmente, el desempleo de larga duración no forma parte de la historia de Estados Unidos. En promedio, durante el período 1948-2007, menos del 13 por ciento de los parados mantenía esa situación más de seis meses, período a partir del cual comienza la mencionada denominación de desempleo de larga duración (ver gráfico 1.3). En abril de 2010 este indicador de tensión extrema sobre el mercado laboral alcanzó un asombroso pico que superaba el 45 por ciento, y actualmente no está muy por debajo

GRÁFICO 1.3 **Señales de socorro (desempleo de larga duración, en porcentaje del desempleo total)**



Fuente: Departamento de Estadística Laboral.

de esa cifra. El gráfico 1.3 muestra que, literalmente, *nunca* se ha visto un mercado laboral estadounidense en tan mala situación desde la segunda guerra mundial. Ni de lejos.

Los puestos de trabajo son algo tangible. El Producto Interior Bruto (PIB) real (es decir, ajustado conforme a la inflación) es, por el contrario, un concepto abstracto creado para medir el tamaño del conjunto de la economía y para controlar su crecimiento, y es el marcador económico más frecuentemente utilizado. Según la definición comúnmente aceptada, una *recesión* es un período de tiempo en el que el PIB real desciende durante dos o más trimestres consecutivos.⁴ Afortunadamente, esto no ocurre muy a

4. Las recesiones quedan recogidas de forma oficial por la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés), una organización de investigación privada creada en 1920, la cual se sirve de una definición mucho más complicada. Según la NBER, la Gran Recesión comenzó en el 4.º trimestre de 2007 y terminó en el 2.º trimestre de 2009.

menudo: las estadísticas trimestrales sobre el PIB se remontan al año 1947, y durante los sesenta y un años transcurridos hasta el comienzo de la Gran Recesión, el PIB cayó durante dos trimestres consecutivos sólo nueve veces, durante tres trimestres seguidos sólo dos veces, y *nunca* durante cuatro trimestres consecutivos. Pero entonces llegó el período 2008-2009.

El PIB real se contrajo en cinco de los seis trimestres transcurridos desde principios de 2008 hasta mediados de 2009, incluyendo una racha de cuatro consecutivos. Tanto si se consideran los cinco trimestres sobre seis como los cuatro consecutivos, esta caída constituye la peor racha negativa desde los años treinta. Durante el invierno de 2008-2009 se tocó fondo; fue cuando se empezó a considerar que lo que estaba ocurriendo podría muy bien llegar a denominarse «Gran Depresión II». En total, el PIB real cayó un 4,7 por ciento, y dado que el crecimiento estimado durante ese período habría sido al menos de un 3,5 por ciento, puede decirse que la pérdida conjunta superó el 8 por ciento. Esto equivale a que todos los estadounidenses perdieron un 8 por ciento de sus ingresos; o más bien, siendo realistas, que el 10 por ciento de la población perdió un 80 por ciento. Como diría Frank Sinatra, fue un año realmente malo.

La recesión de 2007-2009 no tiene rival en el panteón de las recesiones estadounidenses de la posguerra. Tan sólo las pronunciadas contracciones de 1973-1975 y 1980-1982 se le acercan, y ambas fueron en su día llamadas «la Gran Recesión», y aun así es difícil no concluir que el período 2008-2009 fue de largo el peor en setenta años, tanto en términos de pérdida de empleo como de reducción del PIB.

Pero aún hay más. Normalmente, las grandes caídas del PIB suelen ir seguidas de cerca por fuertes incrementos en el crecimiento de la economía, recuperando de este modo el tiempo perdido. Por ejemplo, la economía creció un 6,2 por ciento y un 5,6 por ciento, respectivamente, durante los años posteriores a las mencionadas Grandes Recesiones anteriores. Basándonos en este criterio adicional —la velocidad de recuperación—, la recesión de 2007-2009 también sale perdiendo: tras una recesión tan profunda, Estados Unidos debería haber crecido aproxima-

damente un 7 por ciento durante el año siguiente; sin embargo, apenas se logró un 2,5 por ciento. Así pues, nos encontramos ante un doble revés: una aguda recesión seguida de un débil crecimiento. No es de extrañar que los estadounidenses piensen que la recesión no ha terminado.

Tal como éramos

Las cosas no siempre fueron así. La historia económica estadounidense durante las décadas precedentes a la crisis fue una historia de crecimiento y creación de empleo, no de contracción y paro. Considerar los años posteriores a 2008 como «la nueva normalidad» representa un derrotismo que nadie —ni economistas, ni políticos, ni ciudadanos— debería aceptar.

Vuelva a echarle un vistazo a la parte izquierda del gráfico 1.1 en este mismo capítulo. La máxima tasa de desempleo durante la anterior recesión fue de sólo un 6,3 por ciento, cifra que hoy día suscitaría una ovación con todo el mundo puesto en pie. Y tras ese pico de junio de 2003, el desempleo se redujo de forma constante hasta finales de 2006, alcanzando un mínimo del 4,4 por ciento. El incremento neto en puestos de trabajo durante ese período de algo más de tres años fue de aproximadamente 6 millones de empleos, casi 2 millones por año. Por tanto, los trabajadores estadounidenses se beneficiaron de un mercado laboral sólido durante un prolongado período de tiempo. Ése es el tipo de entorno que se necesita.⁵

El mercado laboral se encontraba incluso en mejor forma durante los últimos años de gran crecimiento de la Administración Clinton. Aunque en 1995 se pensó que la economía de Estados Unidos había alcanzado el pleno empleo, nos sorprendió con

5. La principal desventaja de un desempleo muy bajo es la preocupación sobre una creciente inflación. La inflación subyacente (esto es, la inflación excluyendo los precios de alimentación y energía) se elevó un poco en 2006 pero volvió a descender en 2007, lo que en opinión de muchos economistas sugería que un desempleo del 4,5 o del 5 por ciento no era demasiado bajo.

unos sucesivos incrementos netos de nuevos empleos de 2,8 millones en 1996, 3,4 millones en 1997, otros 3 millones en 1998 y 3,2 millones más en 1999. Durante unos meses del año 2000 la tasa de desempleo incluso alcanzó el 3,9 por ciento. Ésos sí que fueron buenos tiempos. Con la gran abundancia de empleos y con los empresarios compitiendo activamente por los escasos recursos laborales, en 1999 se llegó a decir que para conseguir un trabajo bastaba con estar vivo. ¡Y aún muerto, seguro que algún empresario te ayudaba a conseguirlo!

Si cuento estos dos episodios felices no es para hacer que los estadounidenses se avergüencen de su pobre rendimiento reciente, sino para llamar la atención sobre dos puntos. El primero es que es exageradamente pesimista declarar que la economía de Estados Unidos no puede sostener un crecimiento de empleo de 3 millones anuales durante varios años, o que nunca volverá a una tasa de desempleo de, digamos, el 5 por ciento. Tonterías. Ya lo ha hecho, y varias veces. Deseche esa forma de pensar; no, en serio, *tírela a la basura*. Dichos objetivos de crecimiento laboral y de tasa de desempleo no son producto de un sueño; son algo que se ha logrado en un pasado reciente.

Lo que constituye el segundo punto. Los años 2000 y 2007, especialmente el segundo, no son desde luego historia antigua. Pregúntese lo siguiente: ¿Qué ha cambiado de forma tan radical en el mercado laboral de Estados Unidos para que en tan sólo seis años sus ciudadanos se resignen a un desempleo permanentemente más alto? Mi respuesta es muy simple: nada. No existe una sola razón para creer que nunca más se podrá alcanzar de nuevo una tasa de paro del 5 por ciento. Pero esto llevará su tiempo, pues después de todo aún se está saliendo de un agujero bastante profundo. A modo de referencia, a finales de 1982 la tasa de desempleo tocó techo en un 10,8 por ciento, y cuatro años de fuerte crecimiento después la tasa bajó de nuevo en torno al 6 por ciento, y otro año más al 5 por ciento. Algo similar a esto debería ser el objetivo en este momento: digamos, una marcha de cinco años para volver a la tasa de 5 por ciento. «De cinco en cinco» sería un buen eslogan. Desgraciadamente, se ha empezado a un ritmo muy lento.

El prelude de un crac

Teniendo en cuenta lo que ocurrió después, vale la pena señalar que, al contrario de lo que sugiere el mito, el incremento en el crecimiento, que comenzó a perder fuerza en 2005, *no* fue alimentado principalmente por la construcción de una mayor cantidad de viviendas. De hecho, la inversión empresarial creció prácticamente a la misma tasa que la inversión inmobiliaria. En términos de porcentaje sobre el PIB total, la construcción inmobiliaria pasó del 4,5 por ciento en 2000 a superar ligeramente el 6 por ciento en 2005. Ese incremento de 1,5 puntos porcentuales, repartido en los cinco años, supone tan sólo un 0,3 por ciento anual de contribución a la tasa de crecimiento del PIB. Poca cosa.

Pero para el reducido sector inmobiliario sí que fue algo muy importante. Los constructores estadounidenses iniciaron la construcción de 1,6 millones de nuevos hogares en 2000, y de 2,1 millones en 2005, lo que supone medio millón de viviendas más cada año, que, en retrospectiva, eran demasiadas. Cuando el negocio inmobiliario tocó techo durante la segunda mitad de 2005, muy poca gente se alarmó ante semejante desarrollo. Después de todo, el PIB seguía ascendiendo moderadamente: el crecimiento estuvo en torno a un 2,4 por ciento durante dicha segunda mitad de 2005 y la totalidad de 2006 y 2007. Ciertamente que la burbuja de precios inmobiliarios había estallado y que el sector se había ido a pique, pero tal vez eso no era más que la vuelta a la normalidad.

Justo antes del comienzo de la Gran Recesión la economía parecía estar en una forma bastante aceptable: la tasa de paro estaba por debajo del 5 por ciento, y se había mantenido así durante unos dos años; y el PIB crecía más o menos al ritmo que se esperaba. Fuera del sector inmobiliario, los océanos no parecían particularmente tormentosos. Sin embargo, había indicios de problemas: los precios de la vivienda estaban cayendo, la industria inmobiliaria agonizaba, y el crecimiento del empleo fue exiguo durante la segunda mitad de 2007. Por añadidura, los negocios y hogares estadounidenses se habían cargado de deudas; si la economía se viniera abajo, sería difícil saldarlas.

Y entonces llegó el desplome.

Como todo el mundo sabe, el colapso del sector inmobiliario fue lo que abrió el camino hacia la crisis. La construcción residencial, que habitualmente ha rondado el 4 por ciento del PIB, subió como la espuma hasta alcanzar un máximo del 6,3 por ciento del PIB durante el último trimestre de 2005, y entonces empezó a caer. Según el mito, la historia fue muy simple: la burbuja de los precios de las viviendas estalló, y en consecuencia la construcción de nuevos hogares se desplomó poco después. Pero en realidad no fue esto lo que ocurrió, pues de hecho el gasto en construcción residencial empezó a disminuir mucho *antes* de que los precios de las viviendas tocaran techo.

Puede resultar sorprendente, pero es cierto. Por un lado, los datos sobre el sector inmobiliario muestran claramente que el pico más alto de construcción se alcanzó en 2005. Sin embargo, la evolución de los precios de esas viviendas no está tan clara, pues tocaron techo *o bien* en 2006 *o bien* en 2007, según el tipo de medida que se use. En el gráfico 1.4 puede verse la evolución comparada de dos importantes índices asociados al precio medio por vivienda a nivel nacional. La línea de arriba corresponde a un célebre índice concebido por Charles, *Chip*, Case, de Wellesley, y Robert Shiller, de Yale, y actualmente empleado por Standard & Poors en sus actividades. La línea de abajo corresponde a un índice utilizado por el gobierno, específicamente, por la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda (FHFA),⁶ que se encarga de regular la actividad de Fannie Mae y Freddie Mac.⁷ Puede verse que reflejan evoluciones bastante diferentes.

De acuerdo con el índice Case-Schiller, los precios alcanzaron su máximo en mayo de 2006; sin embargo, el índice de la

6. A lo largo de todo el libro, casi todas las siglas que figuran en la lista de acrónimos y abreviaturas se refieren a su versión inglesa, aunque la traducción propuesta no coincida con ellas. Las únicas cuatro excepciones, por su frecuente uso en castellano, son BCE (Banco Central Europeo), FMI (Fondo Monetario Internacional), IPC (Índice de Precios al Consumo) y PIB (Producto Interior Bruto, ya mencionado anteriormente). (*N. del t.*)

7. Las dos empresas patrocinadas por el gobierno de Estados Unidos que tomaron parte muy activa en la crisis. El autor las define y desarrolla más adelante. (*N. del t.*)

GRÁFICO 1.4 **Elija usted (dos índices del precio medio nacional por vivienda, 2000-2010)**



FHFA fecha ese máximo un año después. Es una diferencia muy considerable.⁸ Pero en cualquier caso, la burbuja de los precios inmobiliarios estalló mucho *después* de que la construcción de nuevas viviendas comenzase a declinar. Por tanto, la a menudo repetida historia de que la caída de los precios mató al sector inmobiliario sencillamente no es cierta.

Una explicación más simple es sencillamente que las viviendas en propiedad alcanzaron el inusualmente elevado porcenta-

8. Ambos índices se diferencian en muchos aspectos. El de la FHFA se limita a las hipotecas consideradas como asegurables por Fannie Mae y Freddie Mac. Tal restricción elimina los dos extremos del mercado inmobiliario: el *extremo superior*, donde estaban las llamadas hipotecas jumbo, que eran demasiado grandes para que Fannie y Freddie operasen con ellas; y el *extremo inferior*, ocupado en su mayor parte por las hipotecas *subprime*. Dado que sabemos, por otras fuentes de datos, que durante la burbuja los precios inmobiliarios del extremo inferior se inflaron más que los precios intermedios y del extremo superior, el índice de la FHFA puede *subestimar* el crecimiento y el descalabro. Sin embargo, el índice Case-Shiller otorga demasiado peso a veinte zonas urbanas principales, especialmente en las costas Este y Oeste, donde los precios por vivienda son más volátiles, por lo que parece razonable pensar que el Case-Shiller *exagera* la burbuja.

je del 69 por ciento sobre el total de viviendas existentes en todo Estados Unidos durante 2004 y 2005, comparado con el 64 por ciento existente tan sólo una década antes. Del mismo modo que no a todo el mundo le gusta el helado de vainilla, no todos los estadounidenses desean (o tienen por qué) tener una casa en propiedad. Para algunas personas el alquiler es la mejor opción, especialmente cuando los precios de compra se disparan con respecto a los de alquiler. Pero por alguna razón, los datos muestran un notable descenso del gasto en la compra de vivienda nueva que se prolongó asombrosamente durante tres años y medio, y que acabó cayendo finalmente hasta menos de la mitad de su valor más alto. El sector inmobiliario no experimentó una simple recesión: fue una depresión en toda regla.

Sin embargo, el colapso del sector inmobiliario por sí solo nunca hubiera podido causar una recesión tan grande como la que se ha experimentado, pues no cuadran ni las magnitudes ni la línea temporal. El sector inmobiliario supone habitualmente en torno al 4 por ciento de la economía de Estados Unidos, por lo que el derrumbe de la construcción, por muy impresionante que resultase, no fue ni de lejos lo suficientemente grande como para causar una recesión seria. Además, la economía de Estados Unidos no entró en recesión hasta el último mes de 2007, según las fechas oficiales, y en breve argumentaré que ésta no comenzó realmente en serio hasta septiembre de 2008. Por tanto, pasaron dos o tres *años* desde el comienzo del declive del mercado inmobiliario y la contracción seria de la economía en su conjunto. Durante 2006 y 2007, el PIB real *creció* a una tasa anual de aproximadamente un 2,3 por ciento, y el desempleo apenas se movió, pese a la implosión del sector de la construcción. Los macroeconomistas llaman a esto crecimiento estable esperado; otros lo llaman aburrimento. En cualquier caso no era una recesión.

Pero las cosas se deterioraron durante el invierno de 2007-2008. Las nóminas empezaron a caer en febrero de 2008, dando comienzo a lo que finalmente sería la horrorosa racha de veinticinco meses seguidos de pérdidas de puestos de trabajo que antes mencioné. La tasa de desempleo empezó a elevarse en noviembre de 2007, y continuó en un largo ascenso que la llevaría a alcanzar la marean-

te marca del 10 por ciento en octubre de 2009. El PIB, sin embargo, cuenta una historia diferente: tan sólo descendió ligeramente, en neto, durante el último cuarto de 2007 y la primera mitad de 2008. La economía de Estados Unidos se tambaleaba, pero aún no había hincado la rodilla.

¿Alguien ha apuntado la matrícula de ese camión?

Cuando una economía avanza vacilante, con una tasa de empleo entrando en descenso, el consumo debilitándose y un sistema financiero bamboleándose por un angustioso año de subidas y bajadas, dicha economía está mal pertrechada para soportar un revés. Y precisamente el 15 de septiembre de 2008 llegó uno descomunal, cuando Lehman Brothers se declaró en quiebra: de inmediato, la economía estadounidense besó la lona. Observe el gráfico 1.5. La bancarrota de Lehman llegó al final del tercer trimestre de 2008. Hasta ese trimestre el PIB real había estado cayendo a una tasa anual del 3,7 por ciento; pero en el cuarto trimestre se desplomó hasta un espantoso 8,9 por ciento, y aunque de forma algo más moderada, siguió bajando hasta el 5,3 por ciento durante el primer trimestre de 2009. El gráfico da una inequívoca impresión visual de algo que se desliza a toda velocidad pendiente abajo, justo tras el choque con el famoso camión.

La pérdida de puestos de trabajo, que durante los primeros ocho meses de 2008 tuvo un promedio de «sólo» 152.000 empleos por mes, saltó hasta los 596.000 por mes durante los últimos cuatro, y seguidamente hasta los 780.000 mensuales durante el primer trimestre de 2009. El gráfico 1.6, que ilustra estas cifras, realmente infunde terror, y así se sentía la gente en su momento.

A medida que el empleo se contraía, la tasa de paro, que en septiembre de 2008 no superaba el 6,2 por ciento, se disparó. Fueron tiempos realmente malos para los trabajadores estadounidenses, y decir que todo se derrumbó tras el día de la quiebra de Lehman es sólo una ligera exageración. Por ello, pese a lo que

GRÁFICO 1.5 Besando la lona I (crecimiento del PIB real, en porcentaje)

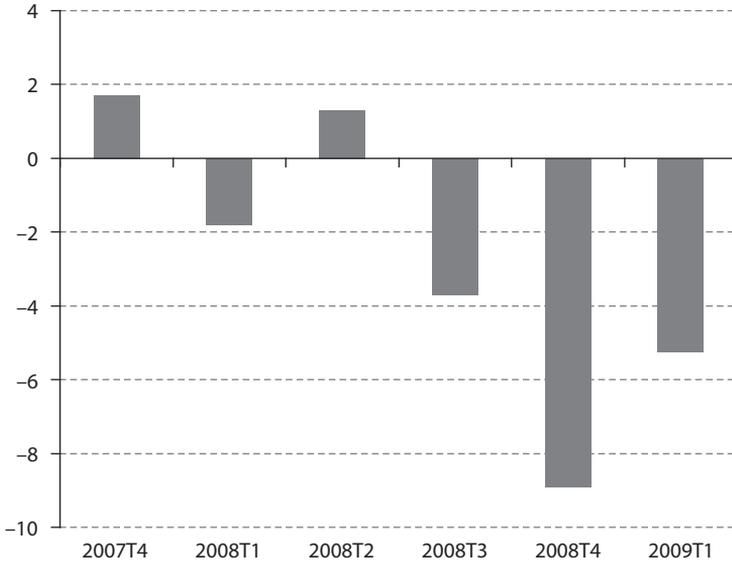
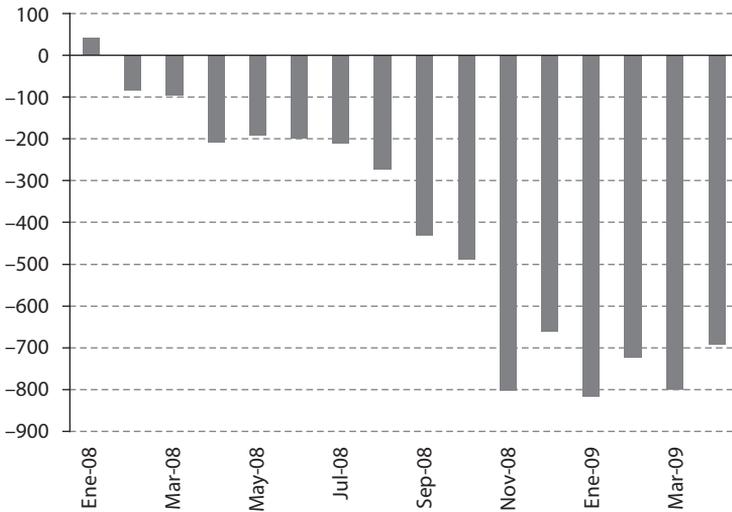


GRÁFICO 1.6 Besando la lona II (evolución del empleo con nómina, en miles)



digan los árbitros oficiales de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER), ésa es la fecha exacta del comienzo de la recesión: 15 de septiembre de 2008. Fue uno de los pocos casos en la historia en los que sabemos exactamente lo que ocurrió: Lehman Brothers quebró, provocando con ello una virulenta crisis financiera.

Si hubiésemos podido observar la evolución de todos estos datos en tiempo real, habría dado la impresión de que la economía de Estados Unidos estaba cayendo por un abismo —una Gran Depresión II, por decirlo así— desde el «Día de Lehman» hasta febrero o marzo de 2009, cuando el colapso tocó fondo. Los gráficos 1.7 y 1.8 prolongan en el tiempo, más allá del primer trimestre de 2009, los terribles datos observados en los gráficos 1.5 y 1.6, respectivamente, lo que permite hacerse una idea de lo que ocurrió después. En ellos puede verse lo que no era sino una verdad literal, pese a que muchas personas fueron ridiculizadas por afirmarlo en su momento: que hubo un punto de inflexión a partir del cual las cosas empezaron a empeorar a un ritmo más lento. El PIB cesó de caer y el empleo, aunque continuaba descendiendo, lo hacía a una tasa menor. ¡Eso era un progreso!

La impresión que dejan estos dos gráficos, al igual que muchos otros que podría incluir, es que se refuerza la idea de que los momentos más oscuros tuvieron lugar en febrero y marzo de 2009 (*¡Bienvenido a Washington, presidente Obama!*). Una vez pasados esos meses, la economía estadounidense entró en la fase de «empeorar a menor velocidad», y comenzaron a aparecer algunos rayos de luz al final del túnel. A comienzos del tercer trimestre de 2009, para el caso del PIB, y en marzo de 2010, para el del empleo, comenzó en serio la remontada. El problema era que cuando una economía cae en un abismo tan profundo, salir de él lleva mucho tiempo, y poco antes de que este libro fuese enviado a la imprenta, el ritmo de remontada aún era demasiado lento.