

LA ALQUIMIA DEL APALANCAMIENTO. LA RESERVA FEDERAL Y LAS FINANZAS MODERNAS

ROGER W. GARRISON*

El libro de Kevin Dowd y Martin Hutchinson *Alchemists of Loss: How Modern Finance and Government Regulation Crashed the Financial System* (2010) sobresale de entre el aluvión de libros que tratan los orígenes de la peor crisis financiera desde la Gran Depresión. El mérito de esta obra radica en gran medida en que los autores han tenido en cuenta múltiples horizontes temporales. Fue una confluencia peligrosa de tendencias de largo plazo, de regulaciones cortoplacistas, de políticas monetarias y de estrategias de inversión desestabilizadoras la que postró a la economía. En el subtítulo del libro se hace referencia a dos aspectos clave de la historia: las finanzas modernas y la regulación gubernamental. El capítulo de introducción apunta al keynesianismo con un dedo acusador. El capítulo 7 examina la tendencia de largo plazo a cambiar las «viejas sociedades mercantiles» por el «capitalismo de gestión», mientras que en el capítulo 11, titulado «Loose Money», se presta la debida atención a la función desempeñada por el banco central en todo lo acontecido.

El bagaje de los autores los califica con creces para reunir las piezas del rompecabezas de forma esclarecedora. Kevin Dowd ofrece una perspectiva liberal clásica sobre la política macroeconómica y, concretamente, sobre el banco central. Sus numerosos artículos acerca de la banca libre (Dowd 2000, por ejemplo) sugieren que una descentralización concienzuda del negocio bancario es esencial para una estabilidad macroeconómica perdurable.

* Auburn University, Alabama, Estados Unidos.

Por su parte, Martin Hutchinson es un avezado banquero de inversiones convertido en periodista financiero. Su amplia visión de las finanzas modernas se sustenta en su conocimiento de primera mano de los entresijos de los mercados financieros del siglo XXI.

I LAS TEORÍAS DEL CICLO ECONÓMICO EN PERSPECTIVA

Desde los comienzos de la ciencia económica como disciplina singular los economistas se han interesado especialmente en los altibajos sufridos por la economía. A Thomas Maltus le preocupaban los excesos que, según creía, eran propios del sistema de libertad natural preconizado por Adam Smith. J.B. Say explicó razonadamente, para su satisfacción y la de muchos otros, por qué dicha preocupación carecía de sentido. Pero los ciclos económicos persistieron, y Karl Marx mantuvo que los auges y las recesiones de creciente virulencia eran algo intrínseco al sistema capitalista. Los movimientos cíclicos de distintas duraciones pasaron a relacionarse con Joseph Kitchen (los de tres a cinco años), Clement Juglar (los de siete a once años) y Nikolai Kondratieff (los de cuarenta y cinco a sesenta años). Joseph Schumpeter ([1939] 1964) ideó un ciclo mixto que incorporaba elementos de los de Kitchen, Juglar y Kondratieff.

Ludwig von Mises ([1912] 1953) combinó teoría monetaria británica y sueca con la teoría austriaca del capital para proponer que los ciclos económicos son esencialmente fenómenos monetarios. F.A. Hayek (por ejemplo, en Hayek [1935] 1967) desarrolló la teoría austriaca en los años inmediatamente anteriores al auge del keynesianismo. Según los austriacos los factores monetarios son causales, bien como iniciadores de auges en última instancia insostenibles o (si el factor desencadenante es la percepción de nuevas oportunidades de inversión) bien como facilitadores de un alejamiento prolongado de los parámetros de crecimiento sostenible. Tanto Mises como Hayek reconocieron que en los episodios más típicos la expansión monetaria intervino en ambos sentidos.

El problema, sin embargo, no es la mera existencia de un medio de intercambio; los austriacos no han sido los únicos en entender que el dinero es esencial para el buen funcionamiento de una economía de mercado. El problema es el dinero gestionado por un banco central.

Hay razones para aducir que la teoría austriaca es una cumbre (si no la cumbre) de la teoría del ciclo económico. Por desgracia, Dowd y Hutchinson ni incorporan de forma explícita la teoría austriaca en su explicación de lo acontecido ni la mencionan siquiera. Ni Mises ni Hayek figuran en el índice onomástico del libro. Pese a que en muchos pasajes las conexiones con las tesis austriacas son más que evidentes, los autores emplean de manera explícita la teoría monetarista, de la cual forma parte la teoría cuantitativa del dinero (a la que se hace referencia más acertadamente como la «teoría cuantitativa del dinero y del nivel general de precios»). Milton Friedman (que aparece referido diez veces en el índice onomástico del libro) reconstruyó la teoría cuantitativa atendiendo a la oferta monetaria, al producto total de la economía y al nivel general de precios, y le dio un sustento empírico y político. Bautizada como «monetarismo» a finales de la década de 1960, la macroeconomía de Friedman demostró empíricamente que una contracción monetaria puede sumir a una economía vacilante en la más profunda depresión. Friedman incurrió incluso en el terreno de la política económica al proponer que el banco central adoptase su «regla monetaria» (de lo cual me ocupo más adelante).

Si la teoría austriaca representó la cumbre de la teoría de los ciclos económicos, la explicación keynesiana, que prevaleció sobre la austriaca en gran parte por motivos políticos, fue su punto más bajo. Para John Maynard Keynes no existían mecanismos de mercado viables capaces de mantener la buena salud de la economía, hablando en términos macroeconómicos. Las economías de mercado, bien al contrario, se ven zarandeadas por los «espíritus animales» que rigen el sector inversor de la economía y por deseos fetichistas de atesorar que despojan al dinero de sus poderes de coordinación. La solución de largo plazo sugerida por Keynes consiste en reformas dirigidas a la centralización de la toma de decisiones económicas. Para el corto plazo proponía políticas

fiscales y monetarias encaminadas a estabilizar una economía de mercado de otro modo carente de rumbo y tendente a perder el control, concediendo el tiempo necesario para establecer las instituciones centralizadas que fueran pertinentes. Dowd y Hutchinson señalan acertadamente el dominio perdurable del pensamiento de corto plazo de Keynes como elemento primordial para entender los siete últimos decenios de la historia macroeconómica. En el ámbito de las políticas económicas, los bancos centrales nunca adoptaron, comprensiblemente, el antiactivismo de la teoría austriaca, mientras que el pensamiento monetarista prevaleció sólo fugazmente (alrededor del periodo 1979-82), y en una forma degradada y corrompida por la política.

Las teorías del ciclo económico, presentadas en su forma más general (o sea, con la etiqueta «La teoría X del Y») son vistas con suspicacia e incluso rechazadas sin más trámite por culpa de la causalidad única que esa clase de etiquetas parece implicar. Aun a riesgo de simplificar, se puede decir que la teoría austriaca es «una teoría del crecimiento insostenible provocado por la expansión crediticia», y la monetaria «una teoría de la recesión o la depresión provocadas por la contracción monetaria». Estas dos teorías tan diferentes reflejan las preguntas, sustancialmente distintas, que ambas buscan responder. Durante la Gran Depresión los austriacos se preguntaban: «¿Cómo fue que se esfumó la aparente bonanza de la década de 1920?». Los monetaristas, en cambio, miraban a la década de 1930 y se preguntaban: «¿Por qué los años malos de la década de 1930 fueron tan terriblemente malos?».

Esta simplificación nos permite distinguir claramente entre las perspectivas austriaca y monetarista de los ciclos económicos. No obstante, aplicar cualquiera de estas dos teorías a un episodio cíclico concreto exige tomar en cuenta el resto de circunstancias económicas en que ocurrió. Por resumir, hay que reconocer que la expansión crediticia centralizada excita toda clase de actividades sensibles a los tipos de interés que estén desarrollándose en ese momento. Como dice mi colega Leland Yeager: «Cada episodio cíclico es un suceso histórico singular». Cierto, pero llamar la atención sobre la función del banco central como superalimentador ayuda a mantener separados los aspectos particulares y los comunes de los distintos episodios cíclicos.

Las innovaciones financieras contemporáneas y las políticas de vivienda, sumadas a los efectos acumulativos de las tendencias de largo plazo (por ejemplo, en relación con la distribución de la renta y la estructura de propiedad del capital) pueden resultar fundamentales para explicar por qué el episodio cíclico más reciente es peor que los anteriores o distinto. Las virtudes del libro *Alchemists of Loss* se deben en gran medida a que sus autores tienen en cuenta la gran variedad de circunstancias que imprimieron a la crisis financiera de 2008 su carácter particular.

A mi juicio, por razones que explicaré más adelante, el libro hubiera resultado mejor de haberse basado completa y expresamente en la teoría austriaca en lugar de en la monetarista.

II

LA TENDENCIA A LARGO PLAZO A LA REDISTRIBUCIÓN DE LA RENTA

El efecto acumulativo de la redistribución de la riqueza provocada por los impuestos estatales y los impuestos progresivos sobre la renta desde la Gran Depresión resulta fundamental para la visión de la crisis financiera de 2008 que exponen Dowd y Hutchinson. A lo largo de los últimos setenta y cinco años se ha trasvasado riqueza procedente de empresas importantes y de familias de industriales hasta hogares de rentas bajas y otras clases de perceptores. Los autores exponen un planteamiento verosímil en el que se presta especial atención a esas «otras clases» de perceptores cuyos ingresos se han disparado en los últimos años. Corresponde al lector apreciar plenamente la notable ironía que supone que la redistribución de la renta vía impuestos de los que más tienen a quienes tienen menos haya coadyuvado a desencadenar una crisis financiera.

La ironía, por supuesto, radica en que una de las creencias acerca de la Gran Depresión mantenidas con mayor firmeza es que el pobre desempeño de la economía fue debido en gran parte a una distribución de la renta *desde los que menos a los que más tienen* promovida por *el mercado*. Keynes, influido por el trabajo de John A. Hobson a finales del siglo XIX, dio crédito a semejante idea.

A medida que aumentan la producción y la renta, la diferencia entre el gasto en consumo y la renta (es decir, el ahorro) se hace cada vez más difícil de compensar por medio de gasto en inversión. Este «diferencial de gasto» resulta más problemático si cabe en la medida en que el flujo de renta tiende a dirigirse cada vez más hacia los más ricos, cuya «propensión marginal a consumir» es mucho menor que la de los asalariados. Aunque Keynes proporcionó apoyo analítico a la idea de Hobson, ya se había tratado esa presunta «distribución incorrecta» de la renta en obras populares, por ejemplo, *Only Yesterday: An Informal History of the 1920s*, de Frederick Lewis Allen (1931). Cobró todavía más fuerza tras el discurso que pronunció Alvin Hansen en 1938 ante la American Economic Association, en que presentó la que pasó a denominarse como «tesis del estancamiento». Según Hansen (1939), el crecimiento del diferencial entre el ahorro y la inversión hacía que disminuyese el progreso tecnológico. (No hay duda de que la propia noción de que exista un gigantesco «vacío» que deba «llenarse» poseía un atractivo retórico indiscutible para los partidarios de la intervención por parte del gobierno y de la colectivización.)

Incluso Henry Simons, tenido por aquel entonces por defensor del *laissez faire*, declaró que «un sistema impositivo progresivo queda justificado por la lucha contra la desigualdad, por la convicción ética o estética de que la actual distribución de la riqueza y de la renta manifiesta una desigualdad de grado y naturaleza tales que resulta claramente maligna e ignominiosa» (1938, 18-19). La idea de que una redistribución de la riqueza de arriba abajo orquestada por el gobierno pudiera, al cabo de setenta años, ser en gran medida causante de una crisis financiera claramente ignominiosa no se les hubiera ocurrido a aquellos que siguieron las ideas de Keynes y Hansen, o incluso de Simons.

Tal y como explican Dowd y Hutchinson, la redistribución de la riqueza y la renta proveniente de las empresas y las familias de industriales supuso la muerte de las «viejas sociedades» y el nacimiento del «capitalismo de gestión». Significó la separación de la propiedad y el control. Antiguamente, al no existir la responsabilidad limitada que es característica de las empresas modernas, los propietarios de grandes compañías y negocios «se jugaban

mucho». En general, el incentivo para obtener los mejores resultados era grande y se pensaba en el largo plazo. Las empresas en particular, ya fueran grandes o pequeñas, crecían o quebraban en función de sus circunstancias, pero para la economía en general la preocupación dominante por conservar el valor del capital en el largo plazo se tradujo en cierto nivel de estabilidad macroeconómica. Precisamente, esta fuente esencial de estabilidad ha terminado por deteriorarse con el paso de los años por culpa del sistema impositivo y la regulación proveniente del gobierno federal.

Debido a la atrofia de la sociedad como forma empresarial, se fueron debilitando los incentivos para mantener la rentabilidad a largo plazo. De ahí se sigue, casi como un corolario, que la tendencia a explotar oportunidades de beneficio a corto plazo a expensas de la viabilidad a largo no ha hecho más que crecer. El capitalismo de gestión ha hecho surgir una clase de especuladores en los mercados bursátiles, y especialmente en los de derivados, que entran y salen de los mercados en busca de ganancias a corto plazo. La oportunidad de obtener tales ganancias no habría existido (o lo habría hecho a mucha menor escala) de no haber sido por la ausencia de «viejas sociedades» que, vigilantes y orientadas al largo plazo, hubieran contrarrestado su impulso.

Este aspecto del razonamiento de Dowd y Hutchinson parece tener sentido. Es bien conocido por los economistas (aunque Keynes lo entendió al revés) que el sector público de la economía se rige por consideraciones de corto plazo, al contrario que el privado. Una distinción parecida puede establecerse entre la naturaleza de los incentivos que predominan en un sistema de capitalismo de gestión (de corto plazo) y la de los que rigen un sistema de «viejas sociedades» (largo plazo).

Es más, las ideas de Down y Hutchinson en cuanto a la importancia de la redistribución de la renta encajan perfectamente con la visión liberal clásica y libertaria del intervencionismo gubernamental. Con demasiada frecuencia, las consecuencias de los esfuerzos de los gobiernos por redistribuir la renta terminan resultando contrarias a los objetivos de partida. Pese a haber sido planteadas como medidas para estabilizar la economía reduciendo la diferencia entre el gasto de consumo y la renta, las prácticas

redistributivas han resultado perjudiciales para la estabilidad de la economía al dar mayor margen de maniobra a gestores y a especuladores en los niveles superiores cuyos horizontes temporales son mucho más cortos que los de los dueños de las viejas sociedades.

Los autores podrían haber encontrado respaldo en Joseph Schumpeter. Acerca de la redistribución de la renta mediante impuestos, Schumpeter sostuvo que el sistema impositivo no debía violar «las condiciones orgánicas de una economía capitalista, incluyendo la prima elevada que se otorga al éxito industrial y el resto de desigualdades de renta que hacen falta para que funcione el motor del capitalismo» ([1942] 1950, 384).

Quienes critican a Dowd y Hutchinson pueden aducir que el énfasis puesto en el esfuerzo del gobierno por redistribuir la renta es injustificado, dado que la distribución real de la renta en la economía —medida, por ejemplo, por el coeficiente de Gini— se ha desplazado en la dirección opuesta, hacia una mayor desigualdad. (Desde finales de la década de 1960 el coeficiente de Gini ha subido de 39 a 47, representando el valor 0 una igualdad absoluta de renta y el 100 lo contrario). Pero de nuevo las conclusiones de Dowd y Hutchinson coinciden con la visión libertaria más general respecto a la regulación gubernamental. Al intentar redistribuir renta proveniente de aquellos que perciben salarios altos hacia hogares con ingresos bajos, puede que el gobierno sólo haya logrado redistribuir renta procedente de inversores con perspectiva de largo plazo hacia gestores y especuladores de corto plazo. Los beneficiarios principales de la redistribución no son los hogares con rentas más bajas, sino los «otros» que acabo de mencionar, o sea, los gestores y especuladores cuyas astronómicas primas y bonos son en parte responsables del aumento del Coeficiente de Gini.

Dowd y Hutchinson comienzan su análisis de la tendencia hacia perspectivas más próximas al corto plazo en el mundo financiero refiriéndose a los trabajos escritos por Adolph A. Berle y Gardiner C. Means en la época de la Gran Depresión (1932). Esta pareja de izquierdistas recalcitrantes veía la separación de la propiedad y el control como uno de los errores principales del sistema capitalista (entendiendo el «sistema capitalista», como es

habitual en las obras de esta corriente ideológica, como «el sistema existente»). No obstante, ni siquiera los más tempranos defensores del capitalismo pasaron por alto la naturaleza del problema de esta separación. Dowd y Hutchinson citan *La riqueza de las naciones* de Adam Smith para documentar la rotunda oposición del escocés a las sociedades anónimas. Cuando un equipo de gestores controla el dinero de otras personas, «prevalecen siempre la negligencia y el derroche» (2010, 140). Aquí, Smith se refiere directamente a los efectos de los incentivos de las sociedades anónimas. En las primeras etapas del desarrollo de los mercados bursátiles, los efectos de estos incentivos perversos bien pudieran haber constituido un problema de primer orden.

Casi dos siglos después, F.A. Hayek puso el acento sobre el problema del conocimiento y adoptó una postura moderada respecto a la sociedad anónima como forma de propiedad:

Si bien puede no resultar difícil dispersar ampliamente la propiedad de empresas muy consolidadas entre un gran número de propietarios y encargar su dirección a gestores que ocupen una posición intermedia, a caballo entre la figura del empresario y la del asalariado, la creación de nuevas empresas todavía corre principalmente, y quizá siga siendo así siempre, a cargo de individuos que gozan del control de una cantidad importante de recursos. Por regla general, cualquier nuevo desarrollo tendrá que seguir siendo respaldado por unas cuantas personas íntimamente familiarizadas con las oportunidades específicas de que se trate; y ciertamente no sería deseable que toda la evolución futura pasase a estar en manos de corporaciones financieras e industriales establecidas. (1960, 319-20).

Pese a que no niega en absoluto el problema que suponen los incentivos perversos, Hayek expresa claramente su preocupación por la distinta clase de conocimiento que probablemente posean el gestor de una corporación y un empresario propietario. El gestor, que trabajará «a pie de fábrica», actuará en función de su conocimiento de las circunstancias particulares de tiempo y lugar, pero será sólo el propietario-empresario quien pueda crear una nueva empresa o cambiar el rumbo de una existente según su comprensión de las circunstancias económicas futuras.

III LAS FINANZAS MODERNAS

La postura moderada de Hayek respecto a la separación de la propiedad y el control tiene que ver en gran medida con un periodo en el cual ya se habían desarrollado los mercados bursátiles, pero anterior al advenimiento de las «finanzas modernas». Dowd y Hutchinson sitúan el origen de las finanzas modernas en un teorema de Franco Modigliani y Merton Miller presentado en 1958, que demostraba la equivalencia intrínseca de la financiación mediante deuda o emisión de acciones, y a un estudio pionero de Harry Markowitz (una tesis doctoral defendida en 1952 en la Universidad de Chicago) que formalizaba la relación entre el riesgo y la tasa de retorno. La teoría moderna de las finanzas, encarnada en el Modelo de Valoración de Activos Financieros (*Capital Asset Pricing Model* o CAPM), pasó a ser operativa durante la década de 1960 y a facilitar importantes apalancamientos en los 70 a raíz de que Fischer Black y Myron Scholes trasladasen el planteamiento a la valoración de opciones. Posteriores desarrollos en el ámbito de la tecnología de la información y la utilización estratégica de programas informáticos permitieron el surgimiento del *flash trading*, que fue como suministrar esteroides a las estrategias de inversión basadas en el modelo CAPM.

Fuera de los episodios de auge y recesión, la moderna teoría financiera puede sentar las bases de una mayor prosperidad general para la sociedad. Dejando aparte el *flash trading*, que parece no tener ninguna característica que lo haga tolerable para la sociedad, la negociación de activos a partir de la evaluación exhaustiva de distintas carteras de inversión permite que los riesgos inherentes a la economía de mercado los soporten solamente quienes estén más dispuestos a hacerlo. En términos generales, analizar el riesgo y la tasa de retorno permite diseñar una cartera de inversión adecuada a las preferencias de riesgo de cada inversor. El problema, como bien señalan Dowd y Hutchinson, es que entre los riesgos que el CAPM tiene en cuenta no se hallan los *sistémicos*. La medida de riesgo que se adoptó mayoritariamente en los 90, conocida como Valor en Riesgo (VaR son sus siglas en inglés), cuantifica el nivel de riesgo de una cartera *en el supuesto*

de que el conjunto del mercado se comporte de modo estable. Por ejemplo, según este indicador uno puede estar seguro, con una probabilidad del 95%, de que las pérdidas en un sólo día de su cartera de inversiones no superarán el VaR calculado (Dowd y Hutchinson, 2010, 113). ¿Pero y si el mercado en su conjunto *no es estable*? ¿Y si lo que provocan el uso del CAPM, la confianza en el VaR y la proliferación de derivados es un efecto de apalancamiento de los beneficios a corto plazo y la inestabilidad del mercado? Sería como evaluar la estabilidad de todo un castillo de naipes analizando solamente una carta concreta (léase una cartera de inversión específica). ¿Cuál es la probabilidad de que vacile —o, incluso, de que caiga—, pero sin que ocurra, como causa o efecto de ello, el desplome de la estructura entera? En el contexto de la estabilidad estructural, el CAPM puede llevar al propietario de la cartera a lograr una ganancia a corto plazo. Y dado que al corto plazo le sucede inmediatamente otro corto plazo, las ganancias pueden ser acumulativas. Como expliqué anteriormente, la economía en su conjunto puede registrar ganancias netas siempre y cuando el castillo de cartas se mantenga estable. Pero utilizar el CAPM en una situación de inestabilidad estructural en forma de auges y depresiones es harina de otro costal.

A mi juicio, *Alchemists of Loss* sugiere que los esfuerzos del gobierno por redistribuir renta hacia abajo y la separación entre propiedad y control que ello comporta han perjudicado el desempeño general de la economía, y que los modernos financieros, por operar en una economía proclive a los ciclos, se han beneficiado de esta separación y la han aprovechado para perjudicar aún más el comportamiento del conjunto de la economía y redistribuir renta hacia arriba. Por si esto no fuese suficientemente grave, estos mismos agentes, al sacar partido de la etapa de auge no han hecho sino amplificar su intensidad y, ayudados por niveles aún mayores de intervención por parte del gobierno, alargar su duración.

Pero la causa del ciclo de auge y recesión no hay que buscarla en las finanzas modernas.

El archiconocido patrón cíclico de periodos de auge sucedidos por otros de recesión es varios siglos más antiguo que las finanzas modernas, y debe ser explicado en función de una perturbación del sistema económico mucho más fundamental, incluso por

una cuestión de lógica interna del ciclo. Para los liberales clásicos la economía de mercado no era un castillo de naipes. La economía no es intrínsecamente proclive al ciclo, pero puede llegar a serlo merced a la centralización y politización del negocio bancario.

IV LA BANCA CENTRAL

Si bien Dowd y Hutchinson esperan hasta el capítulo 11, titulado «Loose Money», para encarar el papel de la Reserva Federal y su tendencia expansionista, reconocen sin ambages que la Fed es fundamentalmente responsable de provocar y alimentar auges artificiales. Escriben en el capítulo 13 (que titulan *Bubble, Bust and Panic*): «La política monetaria, *principal causa institucional de la crisis*, no ha sido mejorada ni reformada. De hecho, la peligrosísima política de dinero barato ha continuado con más intensidad si cabe» (2012, 322, las cursivas son mías). Ambos capítulos, el 11 y el 13, retratan con todo lujo de detalles un ciclo de auge y recesión en que unos tipos de interés excesivamente bajos llevan a los inversores a pedir más préstamos y animan a que quienes hubieran sido potenciales ahorradores prefieran consumir (2010, 265-67). Cuando el ahorro y la inversión se desacompasan, la economía descarrila en dirección ascendente hasta acabar estrellándose. El ulterior regreso de la Fed a políticas de tipos de interés bajos so pretexto de acelerar la recuperación, no hace sino crear las condiciones de un nuevo y más que probable ciclo de auge insostenible.

Así interpreto yo (igual que lo harán otros, seguramente) la visión de la actuación de la Fed que ofrecen los autores, plena de sentido y congruente con los demás elementos de la historia. El único aspecto decepcionante del libro, como ya señalé antes, es que Dowd y Hutchinson hablan de Hayek pero citan a Friedman. Fueron Ludwig von Mises y F.A. Hayek quienes hicieron hincapié en que el dinero de nueva creación entra en la economía a través de los mercados de crédito y afecta en primer lugar a los tipos de interés. Los tipos de interés artificialmente bajos

distorsionan la estructura de precios relativos y provocan que la asignación de recursos se dirija erróneamente hacia proyectos de inversión sensibles a los tipos de interés relacionados con las etapas tempranas del proceso de producción y los bienes de capital duraderos (entre los cuales se encuentra la vivienda). Simultáneamente, los tipos bajos inducen un mayor consumo (la otra cara de la moneda de un menor ahorro). El choque entre el gasto en inversión orientado al futuro y el gasto en consumo orientado al presente pone fin al crecimiento artificial y resalta la importancia del hecho de que el VaR de las finanzas modernas no toma en consideración el riesgo sistémico.

Por el contrario, Milton Friedman entendía que esta clase de efectos provocados por los tipos de interés eran desdeñables. De ahí que trivializase la asignación errónea de recursos provocada por las inyecciones monetarias de la Fed calificándola de «efecto de primer *round*», es decir, un tipo de efecto que el mercado contrarresta inmediatamente. Es cierto que su reformulación de la teoría cuantitativa del dinero (Friedman [1956] 1969a) comprendía una ecuación *pro forma* que incorporaba el tipo de interés, pero únicamente como una variable menor que afectaba a la demanda de saldos de tesorería. O sea, que el tipo de interés desempeña una función marginal por el lado del dinero —el izquierdo— de la ecuación de intercambio ($MV = PQ$, donde M es la oferta monetaria, V la «velocidad» de circulación del dinero o tasa anual de circulación, P el nivel de precios y Q el nivel de producción), pero ninguno por el lado de la producción. Los austriacos, en cambio, ponen el énfasis en los efectos de la asignación de recursos inducida por el tipo de interés *dentro* del agregado de producción de Friedman. Concretamente, un tipo de interés deprimido propicia —en detrimento de la economía— la expansión exagerada de aquellos componentes de Q que son sensibles al tipo de interés.

Más importante aún es el hecho de que Friedman sostuviera que no existe una relación observable empíricamente entre las etapas de auge y las subsiguientes recesiones. Basándose en investigaciones que él mismo había llevado a cabo tres décadas antes, Friedman (1993) volvió a introducir su «modelo de los estirones» (*plucking model*), según el cual el producto total de una economía

cae por debajo de la tendencia (da un «estirón» hacia abajo) en intervalos de tiempo aleatorios y con fuerza variable. Para Friedman, este patrón temporal indicaba una secuencia de recesión y auge o, lo que es lo mismo, una contracción y una recuperación posterior. Descartó por completo todas las teorías del ciclo económico que tratasen las etapas de auge y las ulteriores recesiones como una secuencia lógica y cronológica. Durante una entrevista a este respecto afirmó que la falta de pruebas de la existencia de esa presunta secuencia auge-recesión supone una «refutación concluyente de von Mises [*sic*]» (Hammond, 1992, 102).

Según Friedman, la década de 1920 «fue, en su conjunto, un periodo de gran prosperidad y de crecimiento económico estable» (Friedman y Schwartz 1963, 296). Es más, tal y como anuncia el propio título del capítulo, esta década marcó «el culmen del sistema de reserva». Friedman demostró escaso interés por estudiar el punto de inflexión que señaló el final del crecimiento de la década de 1920 y, en cambio, optó por investigar las relaciones que desencadenan el descenso subsiguiente hacia una depresión profunda. Sus memorias así lo demuestran. Sobre el estudio de los años 1929-1933 que llevó a cabo con Anna Schwartz, escribió: «Demostramos [...] que la Fed fue la principal responsable de convertir lo que hubiera podido ser *una recesión normal y corriente*, aunque bastante dura, en una catástrofe descomunal» (Friedman y Friedman 1998, 233, las cursivas son mías). Para Friedman, la pregunta clave era «¿Por qué razones una situación mala se vuelve aún peor?», y se dio cuenta de que seguir el movimiento de la masa monetaria (M), del nivel de precios (P) y del nivel de producción (Q) resultaba útil a este respecto. Dichos agregados no son adecuados para estudiar el periodo previo a la etapa de auge, y en su investigación tampoco concedió mucha importancia a los cambios en los patrones temporales de los precios con anterioridad (o posterioridad) al descenso.

Probablemente, que yo afirme que el monetarismo de Friedman no encaja con la historia que cuentan Dowd y Hutchinson exige hacer una pequeña digresión con la vista puesta en las interpretaciones del monetarismo que suelen ofrecer los libros de texto. ¿Y qué decir del análisis a corto y largo plazo de la curva de Phillips, por lo general atribuido a Friedman (e independientemente

a Edmund Phelps)? El cuadro económico que voy a describir se basa en gran medida en el discurso pronunciado por Friedman en la reunión del año 1967 de la *American Economic Association* (Friedman [1968] 1969b), en el que narra una historia de auge y recesión. Una economía que atraviesa por una etapa de auge se desplaza hacia la izquierda y hacia arriba a lo largo de una curva de Phillips de corto plazo con pendiente descendiente, aumentando la tasa de inflación, reduciendo la de desempleo por debajo de su nivel «natural», e incrementando su producción. Conviene señalar que en las explicaciones de la curva de Phillips que se encuentran en los manuales es la tasa de inflación creciente la causante del aumento del desempleo y, por tanto, también de la producción. Rápidamente, los empresarios se aprovechan del diferencial evidente que existe entre los salarios, que aún no han subido, y los precios inflados de lo producido. Contratan más trabajadores, empujan los salarios al alza, y aumentan la producción. Es después cuando los trabajadores, que durante un tiempo han estado ofreciendo más trabajo a cambio de salarios *nominales* más altos, se dan cuenta de que su salario *real*, lejos de subir, ha bajado. En ese momento, ponen fin al incremento de la oferta de trabajo inducido por la inflación y la tasa de desempleo regresa a su nivel «natural». Esta reversión constituye la recesión y devuelve la economía «recalentada» al nivel de empleo y de producción anteriores al auge. Friedman señala el ascenso de los precios y de los salarios nominales, así como el incremento y decremento del empleo y de la producción, para argumentar que la curva de Phillips a largo plazo es en realidad vertical; la inflación afecta a las variables reales de la economía sólo temporalmente.

Autores de manuales, e incluso muchos que se tienen por monetaristas, han aceptado esta interpretación de la curva de Phillips a corto y a largo plazo como la explicación monetarista de los mecanismos de mercado responsables de que un crecimiento inducido por un aumento de la oferta monetaria provoque una recesión. No obstante, es mucho más plausible que el propósito de aquel discurso de Friedman hubiera sido ofrecer una crítica inmanente a los planteamientos de sus contemporáneos keynesianos. Para muchos, la curva de Phillips con pendiente descendiente, inspirada por Keynes, representaba el constante coste de oportunidad

que existe entre la inflación y el desempleo, es decir, prácticamente un menú de políticas públicas a disposición de políticos de izquierda dispuestos a soportar inflación a cambio de reducir el desempleo, y de políticos de derecha dispuestos a soportar desempleo a cambio de reducir la inflación. El mensaje de Friedman era, sencillamente, que el coste de oportunidad desaparece a largo plazo.

En realidad, la interpretación del funcionamiento de la curva de Phillips a corto plazo que suelen ofrecer los manuales choca tanto con los datos empíricos como con una premisa fundamental del monetarismo. La baja tasa de desempleo durante la etapa de auge obedece a que los salarios se mantienen por debajo de los precios crecientes de la producción. Esta secuencia implicaría que durante la etapa de auge los salarios *reales* son relativamente bajos. No obstante, la idea de que los salarios reales puedan ser bajos durante una etapa de auge inducido por expansión crediticia carece de respaldo empírico. (Desde la perspectiva austriaca, el crédito artificialmente barato hace crecer la inversión y la demanda de trabajo, lo cual provoca un aumento de los salarios reales. De hecho, estos salarios reales más altos son en parte responsables de la popularidad de que gozan entre los políticos los auges inducidos mediante expansión crediticia.)

Poco después de criticar la validez de la curva de Phillips como punto de partida de políticas públicas, Friedman planteó diez proposiciones fundamentales del monetarismo (Friedman 1970), entre ellas la de que una expansión monetaria provoca que las cantidades (la producción total y, antes necesariamente, el empleo) aumenten *primero* y que, *sólo después*, lo hagan también los precios. Dada esta secuencia, es imposible, por tanto, que los precios crecientes, al ser percibidos de manera distinta por los empleados y los empresarios, sean los causantes del aumento del empleo y de la producción. En su discurso Friedman introdujo un matiz en la disyuntiva entre «primero las cantidades y luego los precios» o «primero los precios y luego las cantidades» al considerar esto último como un incremento adicional propio de una fase tardía del proceso de ajuste. No obstante, la secuencia «primero los precios y luego las cantidades» fue la única que entró en los manuales al uso en la formulación propuesta por Robert

E. Lucas Jr., a saber, como una teoría del ciclo económico basada en la percepción errónea de la coyuntura monetaria. En cualquier caso y a todas luces, la premisa «primero las cantidades y luego los precios», que era la que Friedman prefería, no es lo suficientemente potente para aparecer en su modelo monetarista, caracterizado por un altísimo nivel de agregación, como una secuencia de auge y recesión empíricamente constatable.

V

LA BURBUJA INMOBILIARIA

De la lectura de pasajes concretos de los primeros y los últimos capítulos de *Alchemists of Loss* se desprende que el estímulo dado por el gobierno federal a la compra de viviendas, especialmente por parte de las familias con rentas más bajas, es una tendencia a largo plazo que tiene un *crescendo* en el siglo XXI. Desde la campaña «Sea dueño de su propia casa» («*Own Your Own Home*»), puesta en marcha durante la presidencia de Herbert Hoover (Dowd y Hutchinson 2010, 185) y la aprobación en tiempos de Roosevelt de la *National Housing Act* (1934), que dio lugar a la creación de la *Federal Savings and Loan Insurance Corporation*, se ha favorecido artificialmente (o sea, políticamente) desde el gobierno federal la compra de vivienda. La mayor parte del peso de esta política recayó sobre Fannie Mae (1938) y Freddie Mac (1970), que garantizaban *de facto* la concesión del préstamo. Durante la presidencia de Carter se orientó deliberadamente la concesión de préstamos hipotecarios hacia prestatarios con rentas bajas y riesgo alto mediante la aprobación en 1977 de la *Community Reinvestment Act*, un instrumento legislativo crucial que fue fortalecido en 1985 y de nuevo en 1999. Durante el mandato de George W. Bush se relajaron aún más los criterios de ámbito federal para la concesión de hipotecas (préstamos a tipos de interés tentadores y sin pago inicial al contado), lo cual abrió las puertas de par en par a una legión de prestatarios titulares de historiales crediticios más que arriesgados. Esto, sumado al desarrollo técnico de las finanzas modernas, apalancó hasta el extremo la rentabilidad a corto plazo y la insostenibilidad a largo plazo del mercado de la vivienda.

Estas políticas, pese a ser descabelladas, no fueron el desencadenante *principal* de la crisis financiera. De nuevo, Dowd y Hutchinson tienen razón al señalar la política expansiva de la Reserva Federal como principal causa institucional. Si la Fed no hubiera inyectado el combustible necesario para la expansión, la política de vivienda del gobierno federal, por perjudicial que hubiera sido, no habría resultado insostenible. El mercado hipotecario hubiera tenido que competir con los demás mercados para acaparar los fondos prestables proporcionados por los ahorradores. Habría existido un sesgo continuo a favor del hipotecario y el número de ejecuciones hipotecarias habría aumentado. Los precios de la vivienda habrían subido (porque las viviendas y los préstamos hipotecarios son complementarios), pero no de manera imparable y hasta el nivel que lo han hecho. Los modernos financieros habrían prestado más atención al VaR alto, que habría evidenciado la expectativa de una tasa creciente de ejecuciones hipotecarias.

Por el contrario, si el gobierno federal no hubiera aprobado las leyes mencionadas ni creado instituciones para manipular el mercado hipotecario con el fin de aumentar la compra de viviendas, la expansión crediticia de la Fed habría provocado igualmente una etapa de auge artificial que habría terminado de modo inevitable en forma de recesión. Parte del exceso de fondos prestables se habría dirigido al sector de la vivienda (por ser sensible a los tipos de interés) pero, sin el sesgo legislativo o regulador a su favor, los fondos inyectados por la Fed también habrían penetrado en otros sectores de la economía igualmente sensibles a los tipos de interés.

Si bien Fannie, Freddie y la legislación federal respectiva no son la principal causa de la crisis, sí son responsables del carácter particular de la etapa de auge precedente y, por consiguiente, del de la recesión subsiguiente. En los estudios que tratan los ciclos económicos los términos *auge* y *burbuja* se emplean a menudo como sinónimos. No obstante, sería preferible usar *auge* —o, más exactamente, *auge artificial*— para referirse a la expansión simultánea y en distintos grados de sectores de la economía sensibles a los tipos de interés inducida por la abundancia de crédito, y *burbuja* para designar la expresión más espectacular del auge artificial. En qué sector se produce la burbuja es algo que

depende de las circunstancias en que ocurre la expansión crediticia. Como señalé antes, los auges artificiales intensifican lo que esté pasando en ese momento.

La crisis de las «punto com» en la década de 1990 se desencadenó porque la expansión crediticia tuvo lugar en un momento en que las innovaciones tecnológicas relacionadas con las revoluciones en el campo digital crearon una fuerte demanda de fondos para invertir en ese sector. La crisis inmobiliaria de 2008 ocurrió porque la expansión crediticia sucedió en un momento en que el gobierno federal incitaba a las familias con rentas bajas a comprar una vivienda. Es lógico referirse a estos episodios cíclicos (la crisis de las «punto com», la burbuja inmobiliaria) como «lo que estaba pasando en ese momento». El común denominador, sin embargo, es la propensión de la Fed a expandir el crédito.

Llegados a este punto, tocaría preguntar: «Por favor, ¿podrían ponerse de pie los auténticos alquimistas?». Para Dowd y Hutchinson estos alquimistas son los arquitectos de las finanzas modernas. En un apéndice del capítulo 4, titulado «Theoretical Foundations of Modern Finance», incluyen semblanzas de once «destacados alquimistas financieros», entre los que figuran Franco Modigliani y Merton Miller, que defendieron que la relación Fondos Ajenos/Recursos propios era irrelevante; Harry Markowitz, que montó la moderna teoría de carteras; así como Myron T. Scholes, Fischer Black y Robert Merton, que idearon y perfeccionaron una ecuación para valorar opciones.

Con todo, lo cierto es que el verdadero alquimista es la Reserva Federal. Es incapaz de convertir el plomo en oro, pero con el oro fuera de circulación, tiene el poder de transformar la nada más absoluta en dinero prestable. La expansión crediticia que origina es la condición *sine qua non* del crecimiento insostenible. Desde esta óptica, se puede decir que el objetivo de quienes se dedican a las finanzas modernas es apalancar esta alquimia, y que fueron los arquitectos de las finanzas actuales los que inventaron la palanca.

VI PROPUESTAS DE REFORMA

En el penúltimo capítulo del libro Dowd y Hutchinson presentan una «propuesta de reforma» que en un aspecto clave ofrece medidas alternativas —soluciones de compromiso, en realidad—, reconociendo así de manera implícita que las reformas ambiciosas de gran calado son políticamente inviables. Inspirándose en los sistemas financieros del siglo XIX, recomiendan abolir los «grandes entes reguladores financieros», como la *Securities and Exchange Commission* y la *Federal Deposit Insurance Corporation*, así como los grandes avalistas de préstamos hipotecarios Fannie Mae y Freddie Mac. Las medidas propuestas a este respecto no son de compromiso.

No obstante, cuando toca reformar esa institución monetaria nuestra tan propensa a los ciclos, las medidas se plantean en dos niveles. La primera y mejor es gratamente drástica y congruente con el espíritu del libro. Obviamente, procede del exhaustivo conocimiento que posee Dowd acerca de la teoría y la práctica de la banca libre: «En primer lugar, planteamos un entorno donde haya un dinero mercancía que funcione como patrón, banca libre (sin banco central) y liberalismo financiero, restricciones al uso de la “responsabilidad limitada” como forma societaria, y las máximas limitaciones a la acción del gobierno» (Dowd and Hutchinson, 2010, 390). Tan atrevida recomendación es seguida de una breve justificación que conduce a una propuesta de reforma mucho más tibia de dudoso mérito, no sólo por su suavidad (comparada con la primera y mejor), sino porque garantiza que se sigan produciendo episodios de auge y recesión.

De acuerdo con su mandato, tal y como está publicado en su sitio en Internet, la Fed es responsable de dirigir «la política monetaria de la nación actuando sobre la coyuntura monetaria y crediticia de la economía con el fin de alcanzar el máximo nivel de empleo, la estabilidad de precios, y unos tipos de interés a largo plazo moderados». En la práctica, por «máximo nivel de empleo» se entiende «pleno empleo», que permite un desempleo del 5-6%, y por «estabilidad de precios» una tasa de inflación del 2%. (Aunque el banco central carece de instrumentos de política para

controlar los tipos de interés *reales* a largo plazo, la estabilidad de precios mantendrá los tipos de interés *nominales* a largo plazo sólo moderadamente por encima de los reales.)

Dowd y Hutchinson señalan que en la década de 1980 el presidente de la Fed, Paul Volcker (1979-87) dirigió el banco central como si tuviera una única misión: la estabilidad de los precios. Volcker dejó que la tasa de desempleo y los tipos de interés se comportasen a su aire y rebajó el ritmo de la expansión monetaria, consiguiendo de ese modo reducir una inflación de dos dígitos a uno solo, y bajo, durante los primeros años de su mandato. Conscientes de que el mérito por semejante logro pertenece a la persona y no a la institución, Dowd y Hutchinson recomiendan «Volckerizar» la Reserva Federal sustituyendo sus múltiples objetivos por «un solo objetivo general: el uso de la política monetaria para alcanzar y mantener un nivel general de precios estable». Para dar más autonomía a la Fed recomiendan «eliminar el requisito de que el presidente de la Fed rinda cuentas personalmente al Congreso» y «trasladar la sede de la Fed [...] a Saint Louis, un lugar agradable, céntrico, y bastión del monetarismo» (2010, 391-92).

Con razón, Volcker puede parecer un héroe en comparación con su predecesor, G. William Miller (1978-79), cuyas lamentables y erradas políticas provocaron la inflación de dos dígitos de aquel periodo. No obstante, mantener la estabilidad de los precios, ya sea definida como una inflación del 2% o del 0%, es una política que deja contentos a todos pero que puede conducir en circunstancias normales a un episodio de auge y recesión. Las etapas de auge de las décadas de 1920 y 1990 así lo demuestran. En los dos casos hubo fases de crecimiento genuino. Durante los años 20 las innovaciones en el sector químico, la producción de automóviles, la aparición de los electrodomésticos, la alimentación industrial y tantas otras cosas, propiciaron abundantes oportunidades de beneficio que, a su vez, hicieron crecer la demanda de préstamos por parte de las empresas. En un sistema de auténtico liberalismo financiero, la mayor demanda de préstamos hubiera elevado los tipos de interés, lo cual hubiera dirigido la asignación de los fondos prestables de la economía (limitados, y provenientes del ahorro disponible) hacia los proyectos de inversión más

viales. La mayor producción resultante habría empujado los precios a la baja y provocado un leve descenso del nivel de precios, que no sería más que el resultado aritmético del descenso de unos precios concretos en virtud de cambios ocurridos en el mercado. La ausencia de expansión monetaria en circunstancias de genuino crecimiento económico trae consigo una deflación benigna (Selgin 1997). Expresado en términos de la ecuación de intercambio, $MV=PQ$, P habría descendido al haber aumentado Q . Sin embargo, una Fed «complaciente» se adelantó a este resultado. La expansión crediticia que puso en marcha durante la década de 1920 contrarrestó la presión al alza sobre los tipos de interés, provocando que el gasto en inversión fuese mayor que el que de otro modo el mercado hubiera permitido en virtud del ahorro presetable disponible. El dinero de nueva creación prestado se extendió por toda la economía y neutralizó el descenso de los precios. Hayek desconfió durante esta época de la política adoptada por la Fed, a la que describió en el título de su tesis doctoral inacabada como una «estabilización artificial del poder adquisitivo» (citado en Kresge 1994, 7). En un artículo relacionado advirtió de los riesgos de «la propuesta de una estabilización pura del nivel de precios» ([1925] 1994, 20), es decir, de la «Volckerización». Mantener la estabilidad del nivel de precios requirió expandir el crédito, lo cual intensificó el crecimiento genuino y provocó que los «locos años 20» lo fueran mucho más de lo que la realidad económica subyacente hubiera justificado. Esta explicación de aquel episodio concreto de auge, basada en la teoría austriaca y no en la monetarista, es, no obstante, congruente con la explicación que ofrecen Dowd y Hutchinson del modo en que la expansión crediticia conduce a la recesión.

Lo mismo sucedió en la década de 1990, cuando la revolución digital y el uso generalizado de Internet dispararon la inversión. En parte, el crecimiento registrado fue real. Igual que en los años veinte del siglo anterior, la presión al alza sobre los tipos de interés motivada por la mayor demanda de inversión fue contrarrestada por la presión a la baja que ejercía la expansión crediticia. En medio de este juego de presiones opuestas ejercidas sobre los tipos de interés por las fuerzas del mercado, de un lado, y la expansión crediticia, del otro, el desempleo cayó por debajo de su

tasa natural sin que el resto de indicadores macroeconómicos experimentasen cambios notables. Aquella década (que fue bautizada como «la Nueva Economía» porque la expansión crediticia no provocó un aumento del nivel de precios) fue simplemente otro ejemplo de la manera en que la Fed es capaz de neutralizar fuerzas del mercado que, de otro modo, habrían causado una leve deflación en el nivel de precios. Repitiendo lo ocurrido en los años veinte, el crecimiento genuino producido por las «punto com», avivado por la expansión del crédito, acabó provocando el estallido de una nueva burbuja.

El preámbulo de la recesión de 2007-2009 presenta una interesante variación sobre el mismo tema. Lo singular de este episodio de auge y recesión tiene que ver con la naturaleza del carácter no monetario de la fase de crecimiento y los movimientos que provocó en los tipos de interés. En lugar de darse un crecimiento genuino, lo que hubo fue una distorsión del mercado de la vivienda cuyos causantes fueron tanto Fannie Mae y Freddie Mac como los criterios del gobierno federal respecto a la concesión de préstamos hipotecarios y la legislación, cuyo propósito fue estimular la compra de viviendas. Al contrario de lo ocurrido en los episodios de las décadas de 1920 y 1990, los tipos de interés afectaron al mercado de préstamos por el lado de la oferta. El componente de riesgo que toman en cuenta los intermediarios para calcular los tipos de los préstamos hipotecarios se redujo artificialmente (o sea, se trasladó a los contribuyentes), y ello abarató en exceso las hipotecas respecto a su verdadero riesgo. Por sí sola, esta intervención hubiera dirigido fondos prestables provenientes de otros sectores de la economía hacia el de la vivienda. Si la Fed no hubiese expandido el crédito en esta ocasión, el mercado habría limitado esta distorsión de la asignación del crédito y de los recursos (por no decir que la habría vuelto insignificante). En muchos casos se habría causado un efecto importante de redistribución desde los contribuyentes hacia los compradores de viviendas y, en otros, en función de los detalles específicos de los contratos, se habrían producido ejecuciones hipotecarias cuyos efectos, sin duda, se habrían hecho notar.

El hecho de que la Fed de Greenspan adoptase una política de crédito barato desde el estallido de la burbuja de las «punto

com» hasta bien entrada la primera década del nuevo siglo cambió las reglas de juego. Esta circunstancia liberó al sector inmobiliario de la obligación de competir con otros sectores por la captación de fondos prestables y alimentó un crecimiento que se extendió a toda la economía. La burbuja inmobiliaria, inflada todavía más por las operaciones que propiciaban las finanzas modernas, sólo fue su faceta más espectacular. En cierto modo, puede decirse que la Fed se adentró en aguas desconocidas hasta para ella misma. En lugar de contrarrestar una presión alcista sobre los tipos de interés, como había hecho en anteriores ocasiones, en ésta no hizo sino aumentar la presión a la baja. Con los tipos de interés en mínimos históricos desde mediados de 2003 hasta mediados de 2004, se duplicó el grado de descoordinación intertemporal entre el ahorro y la inversión. Se trataba de un nuevo episodio de estímulo artificial donde, en esta ocasión, lo que se estaba estimulando principalmente era la continua distorsión del mercado inmobiliario. Ningún austriaco dudaba del carácter insostenible de este crecimiento. El hecho de que la burbuja fuera doblemente artificial hacía vislumbrar las dificultades de la recuperación posterior.

Una Fed «Volckerizada» no habría ayudado a la economía durante la reciente etapa de crecimiento. La moderada tasa de inflación era congruente con una tasa de desempleo que había caído por debajo de sus niveles naturales (esto es, por debajo del 5% en los estertores de la fase de auge) y las altas cifras de producción que se registraban. Un presidente de la Fed al que sólo le importaba la estabilidad de los precios no podía sino declararse agnóstico sobre un hipotético cambio de tendencia, y afirmar pusilánime, como hizo Greenspan en varias ocasiones, que uno sólo sabe que se ha producido una burbuja en la economía cuando explota.

En este último episodio habría resultado imposible lograr la citada «Volckerización» mediante la regla monetaria de Friedman según la cual la tasa de crecimiento de la oferta monetaria debe fijarse en un valor bajo de un solo dígito. La aplicación de dicha regla requeriría que se estableciese un objetivo de oferta monetaria para la M1 o la M2 hacia el cual la Fed dirigiese su política, así como una relación predecible entre el nivel de precios y dicho agregado monetario. El propio Volcker fue el último presidente

de la Fed que vivió una circunstancia semejante. A partir de la entrada en vigor en 1980 de la *Depository Institutions and Monetary Control Act*, comenzaron a perder importancia tanto los distintos agregados monetarios «M» como el nivel de previsibilidad de la relación entre M y P, hasta tal punto que en 1987, cuando Greenspan asumió la presidencia, eran considerados irrelevantes. De ahí que si Greenspan hubiese preguntado qué hubiera hecho Volcker, no habría obtenido una respuesta aplicable a sus circunstancias particulares.

Del mismo modo, la Fed de Greenspan tampoco podría haber alcanzado directamente una baja tasa de inflación tomando como objetivo el nivel general de precios, dado que la información respecto a los aciertos y los fallos de su control hubiera llegado con demasiado retraso como para hacer viable la estrategia. Durante el mandato de Greenspan las medidas tomadas por la Fed fueron poco a poco dando forma a una especie de regla implícita para los tipos de interés que tomaba en cuenta la inflación esperada y la tasa de desempleo. La adhesión a la llamada Regla de Taylor (una regla keynesiana *mainstream* cuantificada) continuó hasta mediados de 2003, cuando los tipos de interés excesivamente bajos (incluso para la Regla de Taylor) y los precios en constante escalada del mercado inmobiliario despejaron cualquier duda acerca del carácter insostenible del crecimiento.

VII CONCLUSIÓN

El relato de Dowd y Hutchinson se basa en la idea de que la política de dinero barato provoca episodios de crecimiento que desembocan en recesiones, lo cual vuelve sus argumentos más austriacos que monetaristas. Lo que plantea el «modelo de los estirones» de Friedman es que los datos revelan que el orden de la secuencia es recesión-auge, en lugar de auge-recesión.

Una y otra vez Dowd y Hutchinson señalan a los tipos de interés artificialmente bajos y a las inversiones a largo plazo a las que estos dan lugar como elementos claves para entender los efectos perversos del dinero barato. Esta idea es fundamental en la teoría

austriaca del ciclo económico. Friedman, en cambio, resta importancia al impacto de los tipos de interés en la asignación de recursos y los considera sólo un elemento secundario en la determinación de la demanda de dinero.

Para Dowd y Hutchinson las políticas de dinero barato de la Fed son una parte esencial de la historia de la burbuja del sector inmobiliario y la crisis financiera posterior. Con ocasión de la jubilación de Greenspan como presidente de la Reserva Federal, Friedman publicó un artículo en el *Wall Street Journal* titulado «He Has Set a Standard» (2006). A Friedman le bastó el moderado nivel de inflación que caracterizó el mandato de Greenspan para alabar la gestión de éste al frente de la institución pese a no haber adoptado una regla monetaria viable.

De haber reconocido que su análisis es más austriaco que monetarista, Dowd y Hutchinson probablemente no hubiesen pedido ni la «Volckerización» de la Fed ni su traslado a Saint Louis. Su intuición acertada de que el banco central es la principal causa institucional de los episodios de auge y recesión debiera de haberlos llevado a mantener su primera recomendación sin alternativas: la descentralización monetaria.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F.L. (1931): *Only Yesterday: An Informal History of the 1920s*. Nueva York: Harper and Brothers.
- BERLE, A.A., Jr., y MEANS, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan.
- DOWD, K. (2000): *Money and the Market: Essays on Free Banking*. Londres: Routledge.
- DOWD, K. y HUTCHINSON, M. (2010): *Alchemists of Loss: How Modern Finance and Government Regulation Crashed the Financial System*. Chichester, Reino Unido: Wiley.
- FRIEDMAN, M. ([1956] 1969a): The Quantity Theory of Money: A Restatement. In *The Optimum Quantity of Money, and Other Essays*, 51-67. Chicago: Aldine.
- ([1968] 1969b): The Role of Monetary Policy. En *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, 95-110. Chicago: Aldine.

- (1970): *The Counter-Revolution in Monetary Theory*. Londres: Institute for Economic Affairs.
- (1993): The «Plucking Model» of Business Cycle Fluctuations Revisited. *Economic Inquiry* 32, n.º 2 (abril): 171-77.
- (2006): He Has Set a Standard. *Wall Street Journal*, 31 de enero.
- FRIEDMAN, M. y FRIEDMAN, R.D. (1998): *Two Lucky People: Memoirs*. Chicago: University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A.J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Nueva Jersey.: Princeton University Press.
- HAMMOND, D.J. (1992): An Interview with Milton Friedman on Methodology. *History of Economic Thought and Methodology*, 10: 91-118.
- HANSEN, A.H. (1939): Economic Progress and Declining Population Growth. *American Economic Review* 29, n.º 1 (marzo): 1-15.
- HAYEK, F.A. (1960): *The Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press.
- ([1935] 1967): *Prices and Production*, 2.ª ed. Nueva York: Augustus M. Kelley.
- ([1925] 1994): The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis. En *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, edición a cargo de Stephen Kresge y Leif Wenar, 5-32. Chicago: University of Chicago Press.
- KRESGE, S. (1994): Introducción. en *Hayek on Hayek: An Autobiographical Dialogue*, by Friedrich A. Hayek, edición a cargo de Stephen Kresge y Leif Wenar, 1-35. Chicago: University of Chicago Press.
- MISES, L. VON ([1912] 1953): *The Theory of Money and Credit*. New Haven, Connecticut: Yale University Press.
- SCHUMPETER, J.A. ([1942] 1950): *Capitalism, Socialism, and Democracy*. 3.ª ed. Nueva York: Harper and Row.
- ([1939] 1964): *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, edición abreviada, con una introducción a cargo de Rendigs Fels. Nueva York: McGraw-Hill.

- SELGIN, G. (1997): *Less Than Zero: The Case For a Falling Price Level in a Growing Economy*. Londres: Institute for Economic Affairs.
- SIMONS, H.C. (1938): *Personal Income Taxation*. Chicago: University of Chicago Press.

Agradecimientos: El autor agradece a John Cochran, Thomas McQuade, George Selgin y Lawrence White sus comentarios al borrador de este artículo.