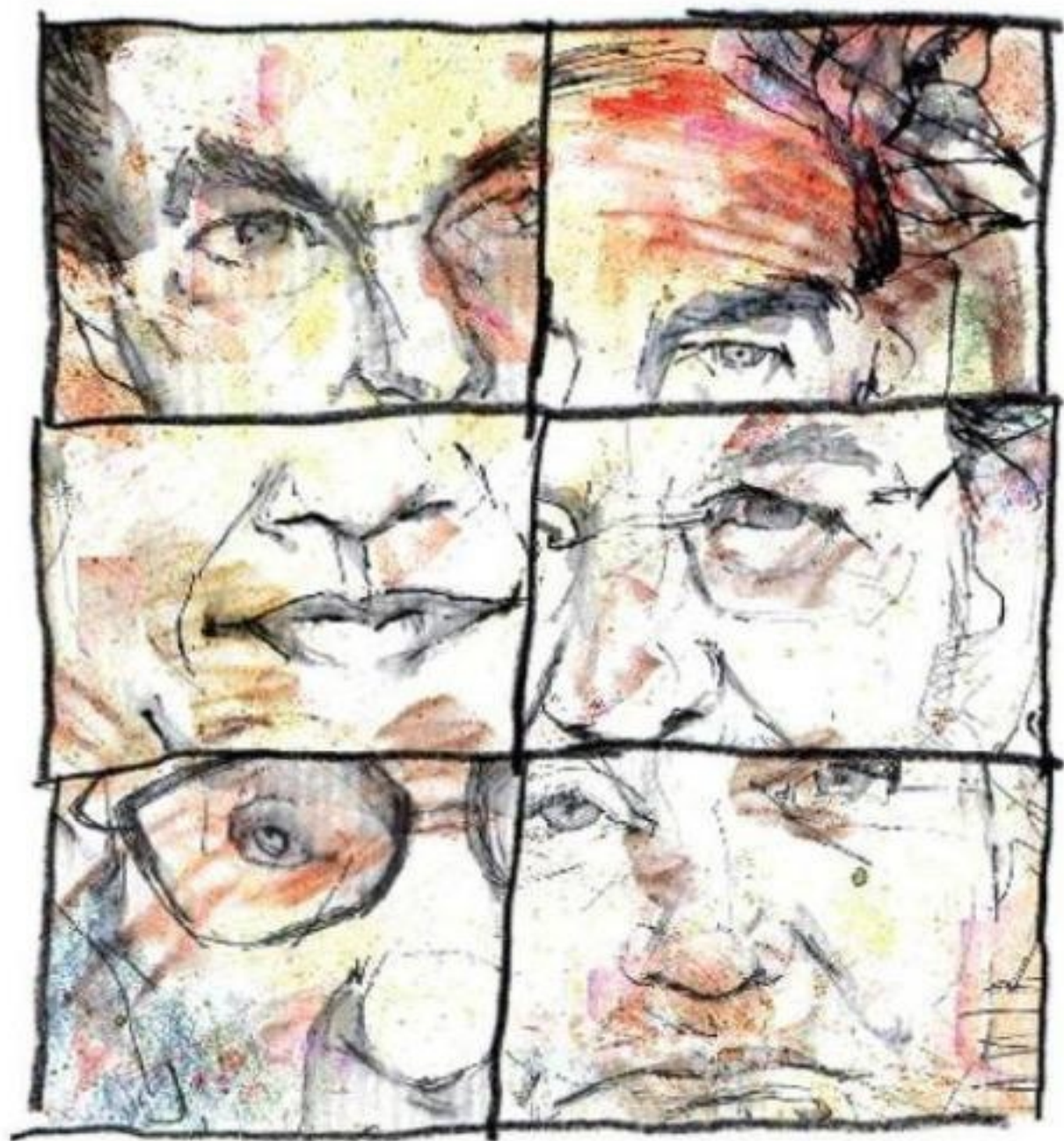


# JUAN RAMÓN RALLO

Dibujos de **JUAN ÁLVARO PERNÍA**

Prólogo de **CARLOS RODRÍGUEZ BRAUN**



## CRÓNICAS DE LA GRAN RECESIÓN

(2007-2009)

Lectulandia

La Gran Recesión que abate a la economía mundial se encuentra lejos de haber terminado, muy en especial en el caso de algunos países de la periferia europea como España. El presente libro, por tanto, lejos de constituir una crónica de la actual crisis con principio y final se contenta con abarcar su gestación y sus primeros destrozos: el pinchazo de la burbuja crediticia e inmobiliaria generada por los bancos centrales, la quiebra del sistema bancario mundial y la implementación de los distorsionadores planes de despilfarro público.

Sin embargo, que la conclusión de la crisis no haya podido escribirse todavía no significa que ésta no vaya a verse fuertemente afectada por los acontecimientos analizados en este libro. Al cabo, han sido los Gobiernos quienes, merced a su hiperbólico intervencionismo, han obstaculizado los reajustes que requería la economía y, por tanto, quienes nos han condenado a una etapa de estancamiento depresivo mucho más prolongada de lo necesario. Es esta colección de despropósitos políticos, así como su delirante justificación por parte de los economistas de cámara, lo que Juan Ramón Rallo va desmenuzando y criticando a lo largo de esta recopilación de 90 artículos publicados a pie de actualidad entre 2007 y 2009.

90 columnas escritas con el propósito de hacer inteligibles multitud de conceptos económicos que, en principio, podrían parecer incomprensibles para los legos en la materia; 90 columnas que, a buen seguro, le brindarán una perspectiva sobre la crisis bastante diferente y enriquecedora de la que nos han ido ofreciendo los principales medios de comunicación; 90 columnas en las que se van desmontando una a una todas las tretas con las que, aprovechándose del pánico y del desconcierto generados por esta Gran Recesión, el estatismo ha buscado, y casi siempre conseguido, recortar nuestras libertades y socavar nuestro bienestar.

**Lectulandia**

Juan Ramón Rallo Julián

# **Crónicas de la Gran Recesión (2007-2009)**

**90 artículos sobre la crisis**

ePub r1.0

Deucalión 27.07.13

Título original: *Crónicas de la Gran Recesión (2007-2009)*

Juan Ramón Rallo Julián, 2011

Ilustraciones: Juan Álvaro Pernía

Editor digital: Deucalión

ePub base r1.0

---

**más libros en [lectulandia.com](http://lectulandia.com)**

---

A mis yayos, Pío, Teresa, Manuel y Visitación,  
por todo su cariño, afecto y entrega.

## Prólogo

En el verano de 2007 el presidente José Luis Rodríguez Zapatero aseguró que la crisis económica que había estallado en Estados Unidos nunca iba a afectar a España. Un año más tarde, ya ganadas las elecciones, insultó a quienes le llevábamos la contraria llamándonos antipatriotas, jugó con la palabra crisis, y se defendió alegando que nadie le había avisado que la fiesta tocaba a su fin. Una vez más, mentía.

Ese mismo verano de 2007 hubo economistas que anticiparon la crisis económica. Juan Ramón Rallo anunció entonces que había llegado «la hora de la verdad». Su acertado diagnóstico no derivaba de juegos de adivinanzas sobre un futuro por definición incierto sino de una buena teoría, que le permitió además formular la recomendación apropiada —liberalizar mercados y bajar el gasto público— que el Gobierno no siguió, contribuyendo así a profundizar una grave recesión de la que nunca quiso asumir responsabilidad alguna. Más aún, con increíble osadía y apreciable mendacidad se presenta hoy como el responsable de la recuperación.

Pero si la autoría de la crisis mundial residió indudablemente también fuera de nuestro país, el pensamiento único no fue capaz de detectar quién había montado la «orgía crediticia» de la que habla el doctor Rallo, y desde púlpitos, cátedras y tribunas sin fin se atribuyó a la libertad el mal sobrevenido. Tan falaz diagnóstico se extendió a izquierdas y derechas, al socialismo de todos los partidos y todos los países.

Este excelente libro, que reúne textos de Rallo del período más acusado del derrumbe económico y financiero, entre 2007 y 2009, demuestra que no fue la libertad la que originó la crisis, sino, precisamente el intervencionismo tan generalizado y aplaudido.

Esa demostración demanda una teoría que explique la paradoja del ciclo expansivo, muchas veces señalada por las autoridades: no era posible que la economía estuviera sembrando la semilla de una burbuja en ausencia de inflación. El error estribaba en medir la inflación según el IPC y no atender al precio de los activos, que revelaron esa burbuja años antes.

Uno tras otro caen bajo la pluma crítica de nuestro autor los supuestos héroes de las políticas expansivas fiscales y monetarias, desde F. D. Roosevelt hasta Alan Greenspan, dioses con pies de barro, porque no hay recuperación genuina merced al mayor gasto público ni diagnóstico certero que eluda los males generados a partir de la desaparición del ancla monetaria del patrón oro, descalificado como «reliquia bárbara» por John Maynard Keynes en su *Breve tratado sobre la reforma monetaria* de 1923, que el inglés dedicó a aquellos en los que menos confiaba Juan Ramón Rallo: los banqueros centrales.

En los sistemas bancarios, no en una codicia al parecer repartida de modo

asimétrico entre el Estado y los ciudadanos, anida la causa de la crisis, que no se superará gracias a los alegres rescates y los ciegos temores a una deflación pretendidamente letal.

Rallo resitúa a los actores del drama y los coloca bajo una luz racional; así hace, por ejemplo, con las agencias de *rating* o los bonus de los ejecutivos, tan denostados como mal analizados. Rechaza al mismo tiempo las soluciones mágicas, como la salida del euro, y la propaganda intervencionista conforme a la cual los gobiernos nos impulsan más allá de la recesión. Saldremos de ella, sin duda, pero no gracias a las autoridades sino al doloroso ajuste de una economía inflada, ajuste que protagonizan trabajadores y empresarios, mientras que los gobernantes sacan pecho a la vez que dificultan y retrasan el proceso con unas políticas expansivas que intentan aumentar la demanda, y que en realidad confunden causas con consecuencias: la crisis no es ocasionada por la menor demanda sino que ésta se deriva de aquélla.

En ese marco las políticas de todos los gobiernos han sido dañinas, porque el mayor gasto público dilapida un ahorro tan necesario como escaso. El sistema financiero, manifiesta con acierto nuestro autor, no puede ser saneado con parches, y la economía necesita menos gasto público, menos deuda pública, menos impuestos, y mercados más libres. En vez de ello, los políticos se afanan en presentarse como benefactores que conseguirán que «fluya» el crédito, como si su torrencial fluencia no hubiese conducido al inflado original de la burbuja.

No distingue nuestro autor entre derechas e izquierdas, eje pueril de la política, sino entre amigos y enemigos de la libertad, y en este último grupo se agolpan todos, desde los socialistas que pretenden jugar al mercado hasta la inopia antiliberal de que hacen gala Mariano Rajoy y sus secuaces del PP. Rechaza desde las arrogantes payasadas sobre idílicos «modelos productivos» hasta la siniestra labor de los sindicatos, siempre hostiles a los trabajadores, pasando por el intervencionismo de tantos empresarios que ansían hacer su agosto sin competir. El proteccionismo es mala solución, afirma Rallo, no hay que rescatar a los bancos con dinero público, no hay que creer que el sector inmobiliario es ahora un infierno (tampoco fue antes el paraíso), es un error demonizar al banco central que sube los tipos de interés, y es irresponsable ceguera aplaudir la ficticia solución que reemplaza una burbuja de deuda privada por otra de deuda pública.

El doctor Rallo critica también a economistas celebérrimos como Mankiw, DeLong o Krugman, sin que se salven de sus mandobles los monetaristas como Friedman, y también otras luminarias de Chicago como el juez Posner. Concede a Krugman tino al criticar las notorias debilidades de la macroeconomía moderna, pero advierte su error al recomendar un regreso al intervencionismo ¡como si alguna vez se hubiera marchado!

Nunca se marcharon los bancos centrales, desde luego, aunque su

intervencionismo no fue siempre igualmente nocivo. En las páginas que siguen hay muchas reflexiones a propósito de la banca central y sus directivos durante la crisis: podrá apreciarse, así, la distinción fundamental entre liquidez y solvencia, porque una cosa es que la autoridad monetaria facilite préstamos a los bancos para evitar contracciones secundarias por falta de liquidez a corto plazo, y otra cosa muy diferente es que expanda la oferta monetaria contra activos de mala calidad a medio y largo plazo. Por utilizar nombres propios: no es lo mismo Bernanke antes y después del colapso de Lehman Brothers.

La teoría económica que maneja nuestro autor, que bebe en la escuela austriaca que tanto nos ha ayudado a entender mejor el ciclo económico, le lleva a predicciones acertadas: a mediados de 2009 pronosticó la subida del paro, de los impuestos y del precio de la luz, y demás calamidades debidas a la progresista acción de políticos y legisladores. Repasa también otros casos rodeados de análoga oscuridad y demagogia, como el de Islandia, considerada modelo de liberalismo antes y de intervencionismo después, cuando no fue nada parecido, y denuncia las fantasías narcisistas de los gobernantes que padecemos, que atribuyen nuestros males sólo al exterior o sólo a un inexistente liberalismo, y que en la práctica quebrantan derechos y libertades mientras cavilan sobre bochornosas conjunciones planetarias y extraen escalofriantes conclusiones sobre seres vivos no humanos.

Y es sólo a partir de nuestros gobernantes que puedo señalar una discrepancia con Juan Ramón Rallo y este libro admirable. Él condena el negacionismo y la pasividad que caracterizaron la reacción de Rodríguez Zapatero ante las primeras evidencias del fin de la fiesta. Yo no lo hago, porque creo imposible que de tal personaje cupiese esperar una buena política económica. Descartada esa alternativa, a nuestros socialistas sólo les quedaban dos: hacer las cosas mal o no hacer nada. Lejos de mí, por tanto, el reprocharles con excesiva crueldad por haber adoptado al comienzo de la crisis esta segunda opción.

Carlos Rodríguez Braun



# Introducción

Regresar a los artículos de actualidad económica que uno escribió hace cuatro años siempre resulta un recomendable ejercicio intelectual. Si, además, esos artículos fueron escritos en uno de los contextos más agitados del último medio siglo y si, para más inri, fueron escritos en paralelo a la progresiva sistematización de mis ideas en la forma de una tesis doctoral, diría que, en lo que a mí respecta, releer esas columnas constituye un imprescindible ejercicio de falsación intelectual.

Al cabo, sabido es que la Escuela Austriaca ha contribuido a poner de manifiesto las enormes dificultades que existen para contrastar la validez de una teoría económica a partir de la experiencia. La economía, como complejísima ciencia social que es, difícilmente permite o monitorizar experimentos de laboratorio donde se aíslan las variables que se desea controlar o acudir al maremágnum de los hechos históricos para buscar los patrones concretos de conducta individual o social que deseamos analizar.

La cantidad de hechos que entran en juego y, sobre todo, la posibilidad de que una ley económica no tenga un reflejo cuantificable en la realidad sino que adopte meramente la forma de un contrafactual, complican enormemente la tarea tanto del economista aplicado que pretende trasladar una teoría al estudio de la actualidad como del teórico que desea detectar los puntos fuertes y débiles de esas teorías para seguir mejorándolas.

Pese a todas estas limitaciones de las que en un ejercicio de humildad intelectual creo que deberían ser conscientes todos aquellos que desarrollan o utilizan el andamiaje teórico de la economía, sí es cierto que tampoco se trata de atarnos completamente las manos y de renunciar a cualquier validación o refutación empírica de nuestras teorías. Hayek, por ejemplo, hablaba de que la economía no podía realizar predicciones cuantitativas, pero sí cualitativas: no podemos pronosticar cuánto subirá el precio del trigo si aumenta su demanda, pero sí podemos concluir que subirá.

Personalmente pienso que la existencia de contrafactuales impide que, incluso valiéndonos de la teoría más consistente de que podamos disponer, algunas de esas predicciones cualitativas adquieran un reflejo empírico: si la oferta de trigo se incrementa simultáneamente más que la demanda, su precio bajará, si bien lo hará en menor medida *que si no hubiera aumentado la demanda*. ¿Cómo medir aquello que no ha pasado pero que habría pasado en ausencia de otra causa concurrente? Pues sólo comparando esa situación con otra que reputemos idéntica salvo por el hecho de que esa causa concurrente esté ausente (en este caso, que la demanda de trigo no haya aumentado). Claro que, ¿cómo juzgamos que dos situaciones históricas son idénticas sin una teoría previa y sin poder controlar (ni siquiera llegar a conocer) los millones de variables que conviven y que podrían llegar a ser relevantes en ambos casos? Los

obstáculos se me antojan insalvables.

Sin embargo, lo anterior no quita que si las previsiones de futuro que realizamos valiéndonos de nuestro bagaje teórico son sistemáticamente desmentidas por los hechos, nuestras luces de alarma deban encenderse. Por supuesto, cabe la posibilidad de que hayamos aplicado incorrectamente la teoría o de que ésta sólo se haya presentado en forma contrafactual, pero aun así el científico crítico, siempre que fracasa en sus pronósticos razonablemente informados, debería buscar el motivo y, sobre todo, plantearse cómo ese motivo afecta a la validez de sus teorías.

Para mi suerte intelectual —y no sé si para mi desgracia profesional—, la práctica totalidad de mis pronósticos han sido publicados y se encuentran disponibles en Internet. Volver a ellos ha sido estimulante, no tanto por la completa ausencia de errores, que obviamente los hay, sino por la robustez de los aciertos. Algo que me congratula no porque los hechos me hayan dado la razón, sino porque se la dieron a los principales planteamientos teóricos de la Escuela Austriaca de los que me he valido durante estos años.

Así, con las limitaciones propias que acarrea escribir pegado a la actualidad —esa falta de perspectiva imprescindible para ligar, en una consiste narrativa, acontecimientos que en un comienzo podrían parecer inconexos—, la presente selección de 90 artículos creo que constituye un buen itinerario para comprender los sucesos que semana a semana, e incluso día a día, fueron sacudiéndonos en forma de crisis económica: desde los primeros problemas de liquidez en agosto y septiembre de 2007 hasta el ascenso triunfante del keynesianismo, pasando, como es obvio, por la quiebra del sistema bancario internacional y por la generalizada adopción gubernamental de planes de estímulo de la demanda.

Se trata de unas columnas que naturalmente constituyen una parte fundamental de mi vida durante esos tres años. No en vano, mi casi obsesivo caballo de batalla periodístico desde 2007 ha sido demostrar, por un lado, que la crisis no era responsabilidad de ninguna desregulación ni de ninguna liberalización de los mercados, sino de un entramado financiero ultrarregulado y ultraprivilegiado que favorece una muy elástica y autodestructiva generación de crédito no respaldado por ahorro real; y, por otro, que la teoría austriaca del ciclo económico, lejos de ser una excentricidad acientífica, constituye la mejor herramienta teórica de que disponemos para comprender las maniacodepresivas fluctuaciones que de manera recurrente padece el capitalismo. En realidad, dos caras de la misma moneda de oro: comprendiendo lo primero, forzosamente abrazas lo segundo, y abrazando lo segundo forzosamente comprendes lo primero.

Puede que algunos piensen que se trata de un objetivo menor, casi fruto de mis muy particulares demonios personales. Sin embargo, desde un comienzo temí que los efectos políticos e intelectuales de la Gran Recesión fueran similares a los de la Gran

Depresión: a saber, una expansión desbocada del tamaño y de las funciones del Estado así como un arrinconamiento de la sensatez económica que en temas monetarios y financieros aunaba la Escuela Austriaca.

Las consecuencias para nuestras libertades y para nuestra prosperidad de aquella gran involución probablemente nunca lleguen a comprenderse en toda su extensión. Leyendo los depresivos testimonios de algunos liberales de la época, pronto comprendí que no quería pasar por lo mismo o, al menos, que haría todo lo posible por evitarlo. Por eso, junto al relato y explicación de qué está sucediendo, en el libro pueden encontrarse abundantes críticas a las interpretaciones alternativas a la crisis que fueron ofreciendo otros economistas de orientación keynesiana o monetarista, las cuales, no por más omnipresentes en la academia y en los medios, resultaban menos erróneas y menos peligrosas.

Confío en que el lector disfrute y aprenda leyendo estos artículos tanto como yo disfruté y aprendí escribiéndolos. Más que nada porque la crisis está lejos de escampar y el intervencionismo sigue acechando babeante para saltar con uñas y dientes sobre nosotros. Sólo comprendiendo por qué los liberales austriacos tienen razón y por qué los intervencionistas keynesianos y monetaristas se equivocan podremos cada uno de nosotros, aunque sea a muy pequeña escala, contribuir a frenar la marabunta estatista. Espero que esta recopilación de artículos sea de utilidad para tan fundamental objetivo.

Juan Ramón Rallo  
Madrid, 19 de abril de 2011.

# 1.

## Se acabó la fiesta

Pese a que Zapatero y De la Vega se esfuerzan por mostrar una imagen robusta y sólida de la economía española, lo cierto es que los nubarrones de hace unos años empiezan a convertirse en una imponente tormenta tropical. Ciertamente, seguimos creciendo a ritmos muy elevados, pero es lo que tienen las crestas de los ciclos económicos: hasta que empiezas a caer, todo parece funcionar a la perfección.

El Gobierno se empeña en ubicar los malos augurios en la precampaña electoral; los críticos son tildados de antiespañoles por desear que la bonanza se tuerza y la cena se achicharre. Más bien cabría pensar que el Gobierno está tratando de guardar el polvo bajo la alfombra y de conectar el ventilador para despejar el tufillo a socarrado y poder presentar un balance económico ante las elecciones con más maquillaje que el de Enron.

Es cierto que el mal dato del paro de agosto podría tener un carácter puramente coyuntural y que, de manera aislada, no permite concluir que los buenos tiempos hayan tocado a su fin. De hecho, erraríamos si pensáramos que, a partir de este momento, cualquier noticia económica será mala. Los ciclos económicos son fruto de las acciones de los individuos, y por tanto tienen un cierto componente de indefinición; sabemos cuáles son sus fases, pero muchas veces es difícil señalar puntos de inflexión definitivos.

En el caso de España, parece que la construcción ha entrado definitivamente en parálisis, tras las continuadas subidas de los tipos de interés. Los españoles ya están demasiado endeudados (La Caixa calculó hace unos días que el endeudamiento de las familias representaba el 103% de su renta disponible) como para embarcarse en nuevas venturas inmobiliarias, y la escalada de los tipos no ayuda a que los individuos que aún son solventes decidan adquirir nuevas viviendas.

Y no, pese a los ignorantes que proclaman lo contrario, esto no es un fenómeno patológico del capitalismo, ni de los mercados financieros. El capitalismo no es estructuralmente inestable ni engendra ciclos económicos: el intervencionismo del Estado en materia monetaria sí lo hace.

El Banco Central Europeo mantuvo durante años unos tipos de interés muy bajos (llegaron al 2%) que alentaron a miles de familias a endeudarse para adquirir una vivienda. ¿Quién iba a pensar que la época del crédito barato, de las facilidades financieras y de la liquidez a borbotones iba a terminar en algún momento? Es más, ¿qué habría cambiado si un grupo de numantinos se resistiera a endeudarse ante un

panorama de tipos artificialmente bajos? El BCE los hubiera mantenido al 2% el tiempo que fuera necesario para que los conejillos picaran y se engendrara un *boom*.

Todo esto no hubiera sucedido en un sistema de patrón oro, donde cada banco puede emitir libremente su propio dinero. En estos casos, las reducciones de los tipos de interés que no están respaldadas por ahorros reales se traducen rápidamente en sangrías de oro para el banco que está expandiendo el crédito, por lo que la creación de mala deuda pronto tocaría a su fin.

El crecimiento de la demanda de vivienda, auspiciada por las «autoridades monetarias» de corte socialista, ha provocado durante años una expansión ficticia de la economía que muchos confundieron con bienestar económico. Simplemente estábamos consumiendo las rentas de nuestro futuro; o, por decirlo en términos más coloquiales y precisos, estábamos hipotecando nuestro bienestar futuro y despilfarrando en el presente.

Ha llegado la hora de la verdad. Toca devolver las deudas, y a muchos el agua les llega al cuello. Entre ellos se cuentan los bancos, cuyas carteras de activos están compuestas en su mayor parte (alrededor del 60%) por préstamos a la construcción y sectores afines. ¿Qué harán cuando la morosidad se dispare? Sin duda, adquirirán una cuantiosa cartera de activos inmobiliarios procedentes de las garantías a los préstamos, pero no queda claro cómo lograrán convertirlos en fondos líquidos para sus depositantes sin enajenarlos con importantes descuentos.

De momento, la construcción ha dejado de tirar del carro, y ya está destruyendo empleo. El Gobierno dice que estamos ante un cambio en nuestro patrón de crecimiento y que otros sectores tomarán el relevo en la creación de riqueza. Lástima que estemos más ante un brindis al sol que ante realidades contrastadas. Los servicios y la industria llevan dejando de crear empleo desde finales de 2005; de hecho, en agosto concentraron alrededor del 60% de todo el paro.

Es verdad que si estuviéramos en una economía no intervenida la crisis de la construcción habría dado lugar a una reasignación de recursos hacia otras actividades más rentables. La construcción habría menguado para que otros sectores se expandieran. Pero en España y en el resto del mundo este proceso se halla seriamente limitado por el intervencionismo estatal.

En primer lugar, los factores productivos (especialmente el trabajo) están rígidamente regulados, por lo que resulta muy complicada y cara su reasignación. En segundo lugar, la excesiva carga financiera que soportan las familias como consecuencia del intervencionismo monetario impide que el consumo se traslade de unos sectores a otros. Simplemente, aquellas restringen su consumo e inversión para intentar devolver la enorme deuda que han contraído.

La labor de un Gobierno que carece de control sobre la política monetaria ante una crisis debería pasar por flexibilizar al máximo los mercados de factores y por

incrementar la renta disponible de los individuos. Para lo primero sería necesario acometer una reforma laboral drástica, más allá de la fotografía corporativista a que da lugar el llamado «diálogo social»; para lo segundo, nada mejor que reducir el gasto público y rebajar los impuestos.

Tenemos un ejemplo claro: en 1920 Estados Unidos sufrió la mayor crisis de su historia. Ni siquiera el famoso *crack* del 29 dio lugar a una reducción mensual tan abrupta del PIB y la producción industrial. Ante esta situación, el secretario del Tesoro, Andrew Mellon, redujo el gasto desde los 6403 millones de dólares de 1920 a los 3373 de 1922, lo que le permitió reducir la recaudación por impuestos de 6695 millones a 4109 (el tipo máximo pasó del 77 al 58%; y siguió recortándolo hasta el 25% de 1925). Además, también redujo el número de funcionarios y militares, con lo que se incrementó la mano de obra disponible y se facilitó la recuperación. A mediados de 1921, el país ya había salido de la crisis.

Entre sonrisa y sonrisa, ZP pretende camelar a los españoles. En lugar de reformar el mercado laboral y bajar los impuestos de manera sustancial, ha incrementado el gasto de manera desproporcionada (*baby-cheque*, subida de pensiones, permisos de paternidad, servicio odontológico gratuito), con lo que limita el margen de maniobra ante la incipiente crisis.

El Estado, con su control monetario y su despilfarro de los recursos, nos ha situado en una muy difícil situación. Ojalá la próxima crisis sirva para que entendamos que ya es hora de desembarazarnos de los burócratas *okupas* que viven de nuestro esfuerzo y se dedican a empobrecernos y reprimirnos. Sobran los Bancos Centrales y los Presupuestos.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
11 de septiembre de 2007.

## 2.

# Los orígenes de la crisis

La famosa crisis de las *subprime* que amenaza a la economía internacional es el resultado de la política monetaria expansiva de los Bancos Centrales y de la inestabilidad inherente al sistema monetario internacional, basado en divisas inconvertibles y de curso forzoso. Esta es la principal conclusión que se desprende del amplio boletín que el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana ha dedicado a este tema.

Después del 11 de septiembre, la Reserva Federal de EE. UU. comenzó a inflar la oferta crediticia para tratar de impedir una crisis económica. Los bajos tipos de interés, que llegaron a situarse en el 1% durante 2003, favorecieron que los bancos comerciales y otros agentes financieros tuvieran tanto numerario como para prestar incluso a individuos de escasa reputación y solvencia (*subprime*).

El proceso por el que se prestaba este dinero violaba los principios tradicionales de la gestión bancaria. Los bancos invertían en activos a largo plazo (créditos hipotecarios) los fondos que recibían en forma de deuda a corto (depósitos a la vista), con la esperanza de atender estas obligaciones a corto plazo reendeudándose en los mercados monetarios interbancarios.

La consecuencia fue una expansión brutal del crédito que, al filtrarse al mercado inmobiliario, generó un *boom* que se realimentaba: el crédito elevaba la demanda y los precios de la vivienda, estos precios más elevados permitían unas hipotecas más altas y una perspectiva de rentabilidad mayor, lo que a su vez se traducía en una mayor afluencia de crédito a este sector y, de nuevo, en precios más elevados. Durante esta orgía crediticia no se respetaron ni los procedimientos ni los protocolos de concesión de crédito: había tanta liquidez que se estaba dispuesto a comprar casi cualquier activo, por muy especulativo que fuera.

Sin embargo, con las subidas de tipos a partir de 2004 para tratar de detener la inflación y las nuevas burbujas de precios en la bolsa y la vivienda, numerosos prestatarios empezaron a experimentar dificultades para afrontar el repago de sus préstamos. A principios de 2007 esta situación se volvió crítica y comenzaron a encadenarse una serie de impagos masivos (*defaults*) en los préstamos *subprime*.

Estos *defaults* hundieron el valor de todos los créditos hipotecarios correspondientes, que se encontraban en el activo de los bancos o bien en el de otros instrumentos financieros estructurados (por ejemplo, las populares «obligaciones colateralizadas por deuda»). Dado que los bancos tenían que atender sus deudas a

corto (entre ellas los depósitos, pero también la renovación del papel comercial) y que una parte sustancial de sus ingresos (pago de las cuotas hipotecarias) había desaparecido, se generó una crisis de liquidez. Además, tampoco podían liquidar sus activos *subprime* para captar fondos, ya que, como hemos visto, su valor se había hundido.

Fue en estos momentos cuando el Libor, el Euribor y en general todos los tipos de interés de los mercados monetarios se dispararon: los bancos afectados por las *subprime* necesitaban liquidez adicional (incremento de la demanda de fondos), y el resto no estaba dispuesto a proporcionársela, ante el temor de que no fueran capaces de devolverla (restricción de la oferta de fondos).

Se abría de este modo el temor a un pánico bancario, es decir, a que los depositantes acudieran en masa a retirar su dinero de los bancos y estos no pudieran devolvérselo. En buena medida fue lo que sucedió con el británico Northern Rock, pese a toda la ayuda pública que recibió.

Los Bancos Centrales, en este punto, creyeron conveniente proceder con inyecciones masivas de liquidez para contener los tipos, y en buena medida lo han conseguido. Sin embargo, se trata de una medida abocada al fracaso: desde que comenzaron con esta masiva monetización de la deuda de mala calidad, el precio de casi todas las materias primas se ha elevado alrededor de un 20%.

El motivo es evidente. En la medida en que el dólar y el euro siguen perdiendo valor, los inversores huyen hacia valores «seguros». La vivienda ya no puede actuar como refugio, y la bolsa está demasiado sometida a una coyuntura incierta. El único recurso son las materias primas, como el oro, el petróleo, la plata o, en menor medida, los cereales.

Esta elevación de los precios de las materias primas, que ya se está percibiendo incluso en la economía doméstica (véanse las frenéticas subidas del IPC de los últimos meses), da lugar a nuevos riesgos. Por un lado, la renta disponible de las familias disminuye, con lo que su capacidad de repago de las hipotecas (incluso de las que no son *subprime*) también cae. Por otro, los costes de las empresas con productos más prescindibles aumentan sin que aquellas puedan repercutirlo en los precios; es decir, que sus márgenes de beneficios se estrechan.

Muchas de estas empresas habían acometido importantes inversiones durante los últimos tiempos (una de las más populares fue la recompra apalancada de acciones) con cargo al endeudamiento, tanto bancario como vía emisión de bonos. El *default* en este mercado situaría a los bancos y a otros inversores en una situación aún más grave que la del pasado mes de agosto.

Pero ni la Fed ni el BCE pueden dar marcha atrás en sus inyecciones de liquidez sin que los tipos en el mercado monetario vuelvan a dispararse: los bancos siguen desconfiando unos de otros, ya que todos coinciden en que las pérdidas por las



*subprime* aún no están plenamente reconocidas ni provisionadas.

A menos que todos los implicados estén dispuestos a asumir como propias las pérdidas de sus excesos y los Bancos Centrales detengan su política inflacionista de expansión del crédito, el dinero fiduciario e inconvertible va camino del repudio total. El dólar no podrá resistir un envilecimiento mayor: los países del Golfo Pérsico y China ya se están planteando disminuir sus reservas de dólares, ante su rampante pérdida de poder adquisitivo. Si ello sucediera, la inflación y los tipos de interés en EE. UU. se dispararían.

España no está exenta de todos estos peligros. En la medida en que los precios de las materias primas y los tipos de interés repunten, podemos comenzar a ver incrementos preocupantes en la morosidad de las hipotecas y de las empresas (en un año, los impagos de empresas se han incrementado un 11,4%, y Euler Hermes espera un incremento del 50% para 2008), lo que reproduciría la crisis vivida en julio y agosto en EE. UU., con la diferencia de que en nuestro país no tenemos los activos diferenciados entre *primes* y *subprimes*.

Los problemas inherentes al dinero fiduciario de curso forzoso no tienen remedio. Si queremos evitar crisis como la que se avecina, la única solución pasa por un giro de 180 grados en el sistema monetario internacional: en lugar de estar basado en las emisiones monopolísticas de los Bancos Centrales, ha de dar cabida a la competencia entre divisas privadas, emitidas por los bancos comerciales.

De este modo regresaríamos, muy probablemente y de manera espontánea, a un patrón oro internacional, que pondría coto a las expansiones crediticias insostenibles y a las malas inversiones generalizadas. Pero para ello la profesión económica debe reconocer su responsabilidad intelectual por haber dado apoyo a casi un siglo de doctrinas nefastas y anticientíficas, ya sea por pura ignorancia o por pura alianza con el *establishment* político, y regresar a principios monetarios liberales. En caso contrario, los políticos, al estilo de los monarcas absolutistas, seguirán reteniendo el poder de envilecer la moneda con el respaldo de teorías económicas caducas.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
4 de diciembre de 2007.

### 3.

## El conejo y las propinas

Uno no sabe ya dónde meterse cuando los responsables de gestionar prácticamente el 40% de los recursos nacionales se suben al escenario para reflexionar, a modo de monólogo humorístico, sobre por qué suben los precios. La culpa, como antaño, vuelve a recaer sobre el pobre pollo y la hostelería; ya se sabe: si a los españoles nos gustaran más los conejos y no fuéramos tan manirroto, el petróleo y las materias primas dejarían de subir *ipso facto*.

Ahora bien, por muy esperpéntico que sea el argumento de Solbes, conviene no olvidar que en última instancia se basa en teorías económicas que hasta hace muy poco predominaban en la academia y que aún hoy siguen gozando de cierto predicamento. Así, en determinados ambientes keynesianos se achaca la inflación a un incremento de la demanda agregada, esto es, a que todo el mundo gasta, de repente, más. Para Solbes, comemos demasiado poco conejo y somos demasiado pródigos a la hora de dejar propinas porque aún no sabemos cuánto vale un euro.

Se trata de una explicación que no resiste el menor análisis riguroso. El euro que supuestamente doy al camarero como propina es un euro que no puedo gastar en otras cosas. Por consiguiente, si el precio del café o del pollo sube porque pagamos demasiado por ellos, el precio de aquellos bienes que ya no podremos adquirir debería bajar. Y ello aun en el caso de que gastásemos euros que pretendíamos ahorrar, ya que un menor ahorro supone una menor inversión y, por consiguiente, una menor demanda de ciertos bienes (por ejemplo, vivienda).

Estamos ante un claro ejemplo de lo que se denomina *falacia de la composición*: creer que lo que es cierto para elementos individuales es cierto para el conjunto de elementos. Es cierto que si la demanda de un bien aumenta, el precio de este tenderá a aumentar; el problema es que, a menos que seamos más ricos, no puede aumentar la demanda de todos los bienes. Pero ser más ricos implica haber producido previamente más bienes, con lo que los aumentos globales de demanda no son más que incrementos globales de oferta. No puede haber inflación por el mero hecho de que se gaste más en pollos o en propinas.

Por cierto, detengámonos un momento en la definición que se ha impuesto del término *inflación*: aumento generalizado de los precios, porque nos permitirá comprender mejor de qué estamos hablando. Esta definición pretende confundir las consecuencias con las causas de la inflación. La inflación es, en realidad, una pérdida de calidad de la moneda: antiguamente, los monarcas rascaban el oro de las monedas

para arrebatar parte de su valor a los ciudadanos; hoy en día, los Bancos Centrales incrementan la oferta crediticia (pasivos) aun cuando los activos no han aumentado correspondientemente.

La consecuencia de que el dinero valga menos es que los bienes que pretendemos adquirir con él cuestan más. Pero la inflación no se produce cuando los precios se disparan, sino cuando se envilece el dinero.

Visto así, la responsabilidad del proceso inflacionista se traslada desde quienes suben los precios a quienes envilecen el dinero. Pero alto aquí, que estas conclusiones ya no interesan a los poderes públicos: quienes suben los precios suelen ser malvados empresarios u oscuros conspiradores especulativos; quienes gestionan el dinero y destruyen su calidad suelen ser otros burócratas.

Si los culpables son los empresarios, el político de turno tendrá una excusa adicional para intervenir en el mercado e incrementar su poder. Será menester perseguir a los avariciosos comeniños que tratan de lucrarse a costa de las masas desfavorecidas. El Estado abogará por establecer controles de precios, por sancionar lo que él entiende por acuerdos colusorios o por subvencionar líneas productivas. No en vano, durante las últimas semanas hemos sabido de peticiones para que se fijen precios máximos sobre los productos básicos, se investigue a los ruines distribuidores o se invierta en energías renovables para que no dependamos tanto del petróleo.

En cambio, si los culpables de la inflación son los burócratas estatales que gestionan con carácter monopolístico la moneda de curso forzoso, lo lógico sería pedirles que se retirasen de sus funciones y dejarasen que las entidades privadas emitieran su propio dinero.

Las motivaciones e intereses que subyacen a una y otra explicación son obvias. Digamos que Solbes, cuando echa balones fuera, está protegiendo a sus *colegas*, aun a riesgo de caer en un espantoso ridículo.

Pero lo dicho también debe servir como un *caveat* ante ciertos argumentos liberales que, aun siendo inteligentes desde un punto de vista táctico, no son rigurosos. La inflación no se soluciona ni con reformas estructurales, ni con la libertad de horarios comerciales ni favoreciendo una mayor competencia. Todas estas medidas son convenientes, positivas e imprescindibles porque permiten crear más riqueza, pero no tienen nada que ver con que la moneda gane o pierda calidad, o tienen una influencia muy indirecta. La única manera de combatir la inflación es cambiar de sistema monetario y regresar al patrón oro.

La mayor o menor competencia, en realidad, solo cambia la identidad de las víctimas, pero no acaba con el crimen. Quienes estén en posición de repercutir en sus productos la pérdida de valor del dinero trasladarán la merma a quienes no pueden hacerlo; en ausencia de competencia, los consumidores suelen sufrir buena parte de estas pérdidas.

Ahora bien, que Trichet y sus secuaces del Banco Central Europeo sean los culpables de la inflación actual no significa que el Gobierno no pueda hacer nada mejor que proponer el consumo de conejo para compensar la inflación. Dejando de lado la posibilidad de una reforma monetaria seria, que este Gobierno no tiene voluntad de plantear (tampoco tiene entidad para ello), hay que recordar que la inflación equivale a un impuesto sobre la riqueza de los individuos del que se apropian el Estado y sus grupos afines.

Se trata de una tributación adicional y confiscatoria cuya incidencia el Ejecutivo sí puede aliviar. ¿Cómo? Rebajando los impuestos. El de la renta, el de sociedades, el de hidrocarburos: no será por falta de opciones... Aunque mucho me temo que nada de esto quepa esperar de una panda de politicastros que creen que hay inflación porque los ciudadanos comen demasiado pollo y demasiado poco conejo. Si es que no se nos puede dejar solos.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
18 de diciembre de 2007.

## 4.

### Que no hay crisis...

Hubo un tiempo en que pensaba que Zapatero no había recibido las famosas dos tardes de economía que Jordi Sevilla le prometió antes de que aquel accediera a la Presidencia. Hoy tiendo a pensar que sí recibió las clases, pero que el ex ministro de Administraciones Públicas no le dio lo que necesitaba: unas lecciones del tipo «economía para tontos», sino que le llenó la cabeza de majaderías.

Como ha quedado claro en su entrevista con Pedro J. Ramírez, Zeta prosigue con su estrategia negacionista y afirma que «en absoluto» estamos inmersos en una crisis. De hecho, para 2009 espera retomar la senda de crecimiento de la que nos apartaremos en 2008. Este último ejercicio quedará como un pequeño bache sin importancia en la trayectoria meteórica de nuestra economía.

Uno sigue sorprendiéndose con la arrogancia de unos políticos que, si hace unos años reconocían en privado ser unos completos ignorantes en economía, hoy se permiten el lujo de hacer predicciones a dos años vista en medio de un clima internacional absolutamente turbulento que ni siquiera las casas de análisis fueron capaces de anticipar (en realidad, solo quienes tenían un mínimo conocimiento de la teoría austriaca del ciclo económico, como Mike Shedlock o Christopher Mayer, previeron las desastrosas consecuencias de la política crediticia de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. Por cierto, esta misma gente no comparte la idea de que los años venideros vayan a ser una suerte de Arcadia feliz, y perdón por la redundancia).

Pero a lo mejor es que Zapatero piensa que España puede seguir creciendo y desarrollándose en medio de una crisis económica internacional gracias a la diligente gestión de su Gobierno. En cualquier caso, Z, como de costumbre, se equivoca o miente. Y no sé cuál de las dos opciones resulta más preocupante: si se equivoca, vamos a darnos de bruces con una crisis que el Ejecutivo ni ha previsto ni tratado de remediar, y si miente para ganar las elecciones es que no sabe cómo gestionar la mala coyuntura que se le viene encima, por lo que las imprescindibles reformas se quedarían en el tintero.

Los últimos datos económicos no son, desde luego, para tirar cohetes. El sector de la construcción se contrae cada vez más (en un año ha visto crecer un 20% su número de parados); los precios de las viviendas residenciales dejaron de crecer en el segundo semestre del año pasado (y Standard and Poor's estima, de manera bastante realista, una sobrevaloración del 30%); la inflación se ha disparado hasta el 4,3% en

diciembre (si bien probablemente sea muy superior); la tasa de ahorro de las familias sigue cayendo, por los altos impuestos y la subida de los tipos de interés y de los precios; la renta disponible de las empresas se redujo un 69% en el tercer trimestre de 2007; la confianza de los consumidores lleva más de seis meses consecutivos registrado mínimos históricos, uno tras otro; la tasa de morosidad de los efectos comerciales de las empresas creció en noviembre un 32% (hasta los 1100 millones de euros, alrededor del 1% del PIB); la creación de empresas se desplomó un 16%, y el número de las que se disolvieron creció un 66%.

Lo peor, sin embargo, está por llegar. A ver cómo hacen las entidades de crédito para soportar en 2008 el continuo aumento de la morosidad (que se trasladará al ámbito hipotecario y al crédito al consumo), los mayores tipos de interés de la refinanciación de sus depósitos y la caída del valor de las garantías hipotecarias. A ver cómo hacemos para financiar uno de los déficits exteriores más elevados del mundo, cuando, además, no tenemos posibilidad de devaluar la moneda. A ver cómo hace ZP para sufragar el enorme gasto público al que se ha comprometido en esta legislatura (lo ha aumentado más en cuatro años que el PP en ocho, tanto en términos relativos como absolutos), cuando la recaudación fiscal comience a menguar y los gastos en prestaciones de desempleo a subir (UBS espera que incurramos en déficit público en 2009).

Y todo ello en un contexto poco favorable, en que las pérdidas de los bancos se verán corregidas y aumentadas y las materias primas seguirán subiendo (oro, petróleo y platino ya están en máximos históricos en términos nominales).

Por supuesto, nada de esto parece preocupar a ZP. Lo único que le preocupa es echar balones fuera. Después de negar que hubiera crisis, la consigna del PSOE parece ser atribuir la crisis a factores exógenos al Gobierno, como la crisis de las *subprime*, obra de los malvados especuladores yanquis, y el incremento de precios del petróleo y los cereales, consecuencia de la mayor demanda de chinos e indios.

Pese al sesgo simplista y demagógico del análisis de los miembros del PSOE, lo cierto es que el actual ciclo económico no resulta directamente imputable al Gobierno. El principal responsable es el Banco Central Europeo, con su política crediticia, sobre el cual Zapatero puede influir bien poco. Sin embargo, sí es responsable de una política económica destinada a prolongar y agravar la crisis.

Como ya hemos dicho, el PSOE ha emprendido un brutal incremento del gasto público que obviamente se ha traducido en un sustancial aumento de la presión fiscal. En unos momentos en que la renta disponible de los individuos no es capaz de seguir el ritmo de los repuntes de los tipos de interés, la reducción de la renta disponible solo nos acerca al colapso financiero y a la mala asignación generalizada de recursos. El INE informa de que en el tercer trimestre de 2007 la recaudación por los impuestos sobre la renta y el patrimonio, en el caso de los hogares, y del de sociedades, en el de

las empresas, aumentó un 21,4% y un 44%, respectivamente. He aquí uno de los principales responsables del ahogo financiero.

Además, Zapatero tampoco ha aprovechado la legislatura para flexibilizar el mercado laboral y facilitar un rápido reajuste entre los sectores productivos. Incluso el Ministerio de Trabajo reconoce ahora que el 44% de los parados de la construcción tiene nulas opciones de recolocarse (a buen seguro, la tasa real es muy superior).

El optimismo de ZP, cuyo peor escenario es un crecimiento del 2,8% para 2008 y uno superior para 2009, contrasta con el de algunas casas de análisis de prestigio que, tras basar sus estimaciones en la situación actual (que sin duda se agravará en los próximos meses), prevén una expansión mucho menor. La OCDE y Standard and Poor's hablan del 2,5% para 2008, y algunos economistas de Merrill Lynch hablan del 2,2%. Eso sí, para 2009 todos coinciden en un empeoramiento significativo de la situación: la Comisión Europea estima un 2,25%, Standard and Poor's un 2% y Merrill Lynch un 1,6%.

En todo caso, el futuro parece depender más de una preocupante evolución de las economías internacionales que de la isleta española. Como decía Mises, «el Gobierno no puede enriquecer a la gente, pero sí puede empobrecerla». En el caso de ZP es exactamente así: poco puede hacer para evitar la crisis, pero está haciendo mucho por agravarla.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
15 de enero de 2008.

## 5.

# Vuelven los inflacionistas

La crisis económica que estamos sufriendo trae causa directamente de la creación masiva de mala deuda por parte de las entidades bancarias, auspiciada por la expansión crediticia de los bancos centrales tras el 11-S. Ahora, los partidarios de las políticas monetarias inflacionistas que nos han abocado a esta situación piden que se vuelvan a tomar las malas decisiones del pasado.

Dos economistas cercanos al PSOE, Miguel Sebastián y José Carlos Díez, se han unido al coro mediático que reclama al Banco Central Europeo que recorte los tipos de interés. En su opinión, la situación actual es insostenible y solo puede aliviarse con una decidida intervención del BCE.

La popularidad que han alcanzado estos dos analistas no se compadece con la calidad de sus argumentos, ideológicamente similares a los que manejan lunáticos partidarios de la abolición del dinero como Silvio Gesell. Repasémoslos someramente.

### **El crédito se está contrayendo**

José Carlos Díez centra sus temores en una hipotética contracción crediticia (*credit crunch*), que podría llevarse por delante bancos y sectores económicos enteros. En su opinión, los primeros síntomas ya comienzan a apreciarse: «Los bancos (...) han visto cómo se cerraba su acceso a los mercados de capitales, y les comienza a repuntar la morosidad».

Precisamente en su formulación del supuesto problema es donde se encuentra el mayor error de Díez. El economista jefe de Intermoney confunde los mercados monetarios (como el interbancario, donde el BCE trata de hacer notar su influencia) con los mercados de capitales, básicamente los de acciones y bonos a largo plazo.

Los mercados monetarios sirven para reasignar la liquidez en el sistema financiero, mientras que los de capitales deberían utilizarse para distribuir los ahorros entre los distintos proyectos de inversión. El problema es que las entidades de crédito, con la asistencia de los bancos centrales, utilizan los primeros para financiar inversiones en los segundos; por ejemplo, captan depósitos a la vista para invertir en bienes inmuebles (hipotecas) o en crédito empresarial.

En la medida en que los bancos centrales influyen sobre el tipo de interés (o de descuento) en los mercados monetarios, provocan una expansión del crédito en los mercados de capitales por encima del monto de los ahorros reales. De esta manera, se



generaliza la creación de deuda y la demanda de activos reales y financieros, cuyo precio se dispara (como ha ocurrido con la vivienda, la bolsa o las materias primas).

Esta pirámide de mala deuda tiene que derrumbarse en algún momento, simplemente porque se ha emitido con el respaldo de unos activos sobrevalorados y con cargo a unos ahorros que no existen. La esperanza de los inflacionistas como Díez es que ese volumen de ahorros inexistente sea *suplido* con nuevas expansiones crediticias del Banco Central; es decir, se trata de sustituir el ahorro real por ahorro fiduciario de papel y anotaciones electrónicas.

El problema es que, cuanto más crezca el crédito no respaldado, mayor será la inflación y más reacios serán los ahorradores a invertir en activos nominados en una moneda que pierde valor. Al final solo hay dos opciones: o la concesión de crédito se cortocircuita por los inversores (en cuyo caso se produce la temida contracción) o la moneda se termina repudiando (hiperinflación).

En este momento, el sistema bancario ha decidido dejar de prestar dinero por razones evidentes: buena parte de sus préstamos anteriores están o van a acabar siendo impagados, y tampoco se fían (con razón) de la solvencia de los potenciales prestatarios, cuyas garantías parecen asentarse casi en exclusiva en activos sobrevalorados (como la vivienda).

La propuesta de Díez es ineficaz y torpe. Aun cuando el BCE rebaje enérgicamente los tipos de interés, resulta improbable que los bancos vuelvan a prestarse dinero entre sí y al gran público. Por muy barato que ofrezca el BCE el dinero a los bancos, a estos puede resultarles demasiado caro, ante el riesgo de impago total por parte de los prestatarios. En Japón los tipos llegaron a estar al 0%, sin que ello tuviera una influencia visible sobre la inversión. Si miramos más cerca de casa, hace pocas semanas el Euribor se situaba casi un punto por encima del tipo de interés fijado por el BCE. Su moderación actual solo refleja una tensa calma, y puede volver a dispararse en cuanto regresen los impagos.

Pero es que aun cuando el BCE lograra reactivar el circuito del crédito, como pretende Díez, esto solo sería un parche temporal que prolongaría la distorsión en los precios relativos de los activos y alargaría la posterior recesión: más activos inflados, más deuda de mala calidad, mayor contracción.

### **Las rebajas de tipos no causan inflación**

Miguel Sebastián también se muestra partidario de rebajar los tipos; por un motivo análogo al de Díez: para solucionar los problemas de liquidez y que estos no lleguen a afectar a la economía real.

Aparte de la deformación neoclásica de considerar el dinero como un instrumento *neutral*, al margen de la economía real (y es que, a los ojos de Sebastián, parece ser indiferente que una empresa que tenga que pagar a tres meses a sus proveedores disponga de abundantes saldos de caja o solo de numerosos terrenos; ¿sabrá qué es

una suspensión de pagos?), lo que nos interesa del artículo de Sebastián es su planteamiento de que las rebajas de tipos no causan inflación: según sus series de datos, la correlación entre inflación y tipos de interés es casi nula.

De nuevo comprobamos los riesgos del positivismo económico, que, como nos advirtió Hayek en su discurso de recepción del Nobel, pretende reducir los complejos fenómenos económicos a magnitudes medibles para poder trabajar con ellos. Aquello que puede medirse existe en economía; lo que no puede medirse, por muy importante y relevante que sea, no.

La inflación es un fenómeno muy complejo que la economía neoclásica, con un reduccionismo preocupante, ha logrado equiparar al IPC. Sin embargo, el IPC solo muestra el encarecimiento de unos bienes de consumo, cuando en la economía existen muchos otros bienes y activos. Para Sebastián y los de su ralea, los precios de la vivienda podrían multiplicarse por nueve y sin embargo no haber inflación, siempre que los precios de los bienes de consumo que han escogido arbitrariamente no cambien (situación nada hipotética, pues ha sido lo que ha ocurrido en España en los últimos años).

En la década de los 20, los precios de las acciones en EE. UU. se multiplicaron una media de 3,5 veces en cinco años, pero los precios de los bienes de consumo no variaron significativamente. ¿Deberíamos concluir que no hubo inflación? ¿Por qué? ¿Porque excluimos de los índices de inflación, sin motivo alguno, los activos financieros?

Por supuesto, Miguel Sebastián tampoco apreciará en toda su magnitud la inflación que se ha derivado de las rebajas de tipos de la Fed, debido a que se ha concentrado en las materias primas: desde agosto, los precios de estas han aumentado como media más de un 20%. ¿Acaso sostiene Sebastián que esto no es inflación simplemente porque el INE no lo considera como tal?

El mal instrumental analítico de Sebastián lo arrastra a una confusión general, ya que en otro reciente artículo se pregunta si estamos ante un *shock* de oferta (causado por la subida de precios de las materias primas) o de demanda (generado por la restricción del crédito). La respuesta adecuada es que el nuevo crédito ha dejado de afluir a los activos inmobiliarios sobrevalorados y se ha dirigido a las materias primas, de ahí que el crédito se restrinja para promotores y familias y la demanda (y los precios) de materias primas se dispare.

Resulta poco inteligente creer que se puede expandir permanentemente el crédito no respaldado por ahorros reales y que esos nuevos fondos artificiales no van a incrementar el precio de aquello a lo que se destinan. Si los bajos tipos de interés que hemos tenido en España durante los últimos años hubiesen *afluido*, en lugar de al crédito hipotecario, hacia el crédito al consumo, el IPC se habría disparado (en vez de los precios de la vivienda) y sí habríamos sufrido inflación, según Sebastián. En

realidad, el ex candidato a alcalde de Madrid confunde el reflejo de la inflación con su existencia.

### **Conclusión**

No es momento de bajar los tipos de interés. Se trata de una política abocada al fracaso, como podemos constatar a la vista de la crisis actual, producto de las rebajas que la precedieron. La ideología inflacionista (ora keynesiana, ora monetarista) no es capaz de entender ni de dónde viene la inflación ni cómo repercute el crédito fiduciario en la estructura productiva.

A menos que gustemos del masoquismo, no conviene escuchar a los malos economistas que nos han llevado a la pésima situación en que nos encontramos. El alivio a la crisis no pasa por unos tipos de interés artificialmente bajos, sino por rebajar los impuestos, por liberalizar los mercados de factores y por un gradual regreso al patrón oro.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
12 de febrero de 2008.

## 6.

# La banca y los políticos

La connivencia de buena parte del sector financiero con el Estado ha sido una de las grandes tragedias del siglo xx, por cuanto ha sometido a las familias y a los empresarios a la discrecionalidad de los políticos y los banqueros.

Los bancos centrales, que nacieron para financiar directamente los déficits públicos de los Gobiernos (así ocurrió con el Banco de Inglaterra, o, en España, con el Banco de San Carlos), evolucionaron más tarde hacia una especie de monopolios públicos destinados a proteger a la bancos comerciales de sus desmanes, excesos e irresponsabilidades, a cambio de que estos les sustituyeran como paganos de los ingentes endeudamientos estatales. De esta manera, los Estados han logrado sufragar políticas tan represoras de la libertad individual como la educación pública adoctrinadora, las guerras de agresión o la expansión del dispendio social.

La libertad no ha sido la única víctima de esta permanente línea de crédito de la banca al Estado. Los más claros efectos económicos de este estado de cosas han sido las inflaciones galopantes, que han horadado el poder adquisitivo de los ciudadanos, y unos ciclos económicos que han arruinado a millones de inversores, atraídos con engaños a burbujas especulativas artificiales.

La connivencia entre la banca y el Estado está presente, en mayor o menor medida, en todos los países del mundo. En España, por ejemplo, hemos tenido abundantes ejemplos de ello en las últimas semanas.

Ante las sensatas palabras de Eduardo Zaplana sobre los problemas de liquidez que afronta el sistema bancario español, tanto el Banco de España como el Ministerio de Economía saltaron al unísono para defender a las entidades de crédito. Solbes empleó términos tan rotundos como «lamentables» o «irresponsables» para referirse a las declaraciones del portavoz parlamentario del PP.

Sin embargo, no queda tan claro que esos temores sean del todo infundados. El *Financial Times* publicaba a principios de febrero que los bancos españoles habían acudido en masa al Banco Central Europeo para solicitar la liquidez que necesitaban y que no les proporcionaba el mercado. Solo en diciembre pidieron prestados 44 000 millones de euros, frente a la media de 20 000 registrada en los meses anteriores.

Además, y esto fue muy poco comentado en España, el colateral que aportaron los bancos españoles para recibir la liquidez del BCE consistió, en su mayoría, en cédulas hipotecarias, para los que, a día de hoy, no existe mercado. Dicho de otra manera, los bancos españoles sobreviven porque el BCE les presta contra unos

activos contra los que casi ningún inversor privado quiere prestar. ¿De qué saludable situación estamos hablando?

Lo cierto es que, si las tasas de morosidad llegaran a repuntar en España (lo cual no es nada improbable, habida cuenta la crisis económica y de la subida del paro) y, como consecuencia, esas cédulas hipotecarias llegaran a ser degradados por las agencias internacionales de calificación de riesgo (tal y como ha sucedido en EE. UU.), ni siquiera el BCE podría, según sus estatutos, prestar a los bancos españoles, de modo que estos afrontarían una auténtica suspensión de pagos.

Con un repunte de la morosidad, a este problema de liquidez se le añadiría otro de solvencia, por cuanto los activos hipotecarios perderían buena parte de su valor. El Banco de España trata de crear una ficticia sensación de confianza diciendo que las provisiones actuales de los bancos suponen más de un 200% de los créditos dudosos. Sin embargo, tal y como ha calculado el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana, solo con que la morosidad alcanzara la media del período 97-99 las provisiones actuales ya serían insuficientes para cubrirla. Y si llegara a situarse a los niveles de la última crisis económica (92-96), la banca tendría que captar más de 120 000 millones de euros para reponer las pérdidas, lo que supondría su descapitalización *de facto*.

Quizá por ello, el Gobierno ya ha empezado a aplicar medidas tendentes a asistir a la banca, aun cuando las camufle como medidas para beneficiar a las familias españolas.

Ayer mismo, Solbes prometió la gratuidad de la ampliación de plazos de las hipotecas, ante lo cual la banca aplaudió con las orejas. No obstante, Ausbanc, la asociación de consumidores de servicios bancarios, sostuvo que con tal medida solo se pretende contener la morosidad, que ya está empezando a preocupar a los bancos.

Lo cierto es que la promesa de Solbes es una adaptación de otros planes que ha intentado implantar Bush en EE. UU. a raíz de la crisis *subprime* pero que han fracasado de manera estrepitosa. También allí la congelación de los tipos de interés o las ayudas estatales a las familias más endeudadas eran una manera de prolongar el endeudamiento vital de los ciudadanos en beneficio de un sector financiero que los ha atraído con unos tipos fraudulentamente bajos.

En EE. UU. ya están cayendo los precios de las viviendas, de ahí que a las familias más endeudadas les traiga a cuenta dejar vencer sus hipotecas en lugar de continuar pagando intereses. En España podría llegar a ocurrir lo mismo cuando el pinchazo de la burbuja inmobiliaria se manifieste en caídas importantes de precios. La banca teme esta situación, a la que no podría hacer frente de ningún modo. Por eso acepta cualquier remedio que incentive a las familias a seguir pagando.

Por si el anterior pasteleo fuera poco, el 25 de enero el Gobierno aprobó que el ICO avale los fondos de titulización de activos con 3000 millones de euros, pero ya

se rumorea que podría ampliarse hasta los 10 000 millones y para cualquier tipo de activos inmobiliarios. Sin entrar en demasiadas complejidades financieras, con estas operaciones el Gobierno está comprometiéndose a pagar en caso de que miles de deudores hipotecados no lo hagan. Dicho de otro modo: está trasladando a los contribuyentes el coste de un posible impago generalizado de hipotecas.

La finalidad de este aval es, simple y llanamente, permitir que los bancos puedan desprenderse de esos activos con mayor rapidez, para que así la morosidad no la sufran ellos, sino todos los españoles.

Se trata de algo similar a lo que sucedió en EE. UU. El Tesoro venía prestando aval explícito de 2000 millones de dólares (bastante menos que lo pretendido por ZP) a las dos principales empresas hipotecadoras, Fannie Mae y Freddie Mac, lo cual permitió a estas elevar su solvencia aparente y extender el crédito hacia actividades mucho más arriesgadas, tal y como denunció Greenspan durante sus últimos años al frente de la Reserva Federal.

En aquel momento solo el congresista republicano Ron Paul se atrevió a exigir el fin del aval explícito, para evitar que los contribuyentes soportaran las pérdidas futuras de esas dos empresas. Nadie le hizo caso, pero el tiempo, como en tantos otros asuntos, le ha dado la razón: en el tercer trimestre Freddie Mac perdió 2000 millones de dólares. Pero lo peor está por llegar: esta empresa, con un capital de solo 42 000 millones, tiene una exposición a las hipotecas *subprime* de 120 000.

¿Estamos repitiendo en España los mismos errores que en EE. UU.? De momento, eso parece. La única diferencia a nuestro favor es el superávit de las arcas públicas; que, sin embargo, podría ser engullido por el gasto social que tanto PP como PSOE prometen en plena orgía electoral.

Es hora de terminar con la estrecha relación entre la banca y la política, que solo daña a la gente honrada: ahorradores, trabajadores, empresarios e inversores que no se cobijan bajo la sombra del poder. La estabilidad financiera y la austeridad presupuestaria que el fin del intervencionismo bancario conllevaría serían dos de los principales baluartes en la protección de la libertad.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
26 de febrero de 2008.

## 7.

### *El País rescata a Keynes*

Con cada crisis económica se sacan a pasear un manojo de teorías caducas y archirrefutadas. De hecho, podría decirse que no hemos entrado realmente en una crisis hasta que los serviles de turno comienzan a reclamar un mayor gasto público, que se vigilen los precios, que se someta la economía a un control más rígido... La actual crisis, por supuesto, no podía ser una excepción a esta regla de hojalata, y los medios ya han comenzado a resucitar esas doctrinas erróneas que se suelen asociar a la nefasta figura de John Maynard Keynes.

El diario *El País* publicó el pasado jueves un reportaje, titulado «Keynes regresa en ayuda de la banca», cuya tesis principal dice que EE. UU. y los liberales son tremendamente incoherentes porque sus prédicas a favor del libre mercado terminan justo cuando generan problemas: entonces, aquellos comienzan a clamar por la imprescindible intervención del Estado para que solucione los excesos de dicho sistema. Emilio Ontiveros, presidente de AFI y economista cercano al PSOE, resume perfectamente la idea: «La paradoja es que la patria del liberalismo y de los excesos neoconservadores se ve obligada a dejar de lado la ortodoxia cada vez que llegan auténticos problemas».

La frase de marras contiene dos errores: 1) el sistema monetario de EE. UU. no tiene nada de liberal; 2) las medidas intervencionistas que se vienen adoptando en los últimos meses no van a remediar, de ninguna manera, la crisis.

Bien por ignorancia, bien por mala fe, los intervencionistas imputan al liberalismo las consecuencias desastrosas de un esquema financiero que diseñaron ellos mismos. En la actualidad, la moneda es un monopolio público de curso forzoso, y los bancos centrales manipulan los mercados crediticios fijando tipos de interés de intervención. No existe ningún tipo de libertad monetaria (bajo la cual los bancos comerciales podrían emitir sus propias monedas) ni de respaldo a las divisas nacionales (se trata de dinero fiduciario no convertible en oro).

Pero otra parte, conviene saber que la crisis actual se debe a que la Reserva Federal y el Gobierno de EE. UU. han venido siguiendo políticas típicamente keynesianas para salir de la recesión de 2001. Políticas monetarias y fiscales expansivas. Greenspan redujo los tipos de interés al 1% durante más de un año, y Bush ha recurrido sistemáticamente al déficit público desde el referido 2001.

De hecho, hace unas semanas el famoso economista keynesiano Paul Krugman defendió la guerra de Irak desde el punto de vista económico aduciendo lo que sigue:

«La guerra en general es expansiva para la economía, al menos en el corto plazo (...) en un momento en que la insuficiente demanda es el problema, la guerra de Irak actúa como una especie de Programa Público de Trabajo, que genera empleo directa o indirectamente».

EE. UU. está al borde del abismo después de a) haber terminado —desde 1973— con cualquier resquicio de libertad monetaria y b) haber aplicado con escrupulosa precisión políticas keynesianas desde 2001. ¿Con qué cara puede sostenerse que el liberalismo ha fracasado, y que ha llegado el momento de revivir a Keynes?

Los intervencionistas están utilizando la táctica que ya emplearon tras el *crack* del 29: culpar de todos los males económicos al *laissez-faire*. En aquel entonces el diablo fue Herbert Hoover; ahora se llama George W. Bush. Sin embargo, ninguno de estos dos presidentes republicanos aplicó políticas liberales que tuvieran que ser revertidas para salir de la crisis. Más bien ocurrió lo contrario.

Bajo el mandato de Hoover se aprobaron el mayor arancel al comercio exterior de la historia de EE. UU. (el Smoot-Hawley, que cuadruplicaba las tasas anteriores) y una de las mayores subidas de impuestos en tiempo de paz (la Revenue Act de 1932 duplicó, por ejemplo, los impuestos sobre beneficios). Bajo el mandato de Bush, el gasto público se ha incrementado a un ritmo nunca antes visto en EE. UU. (más que con los manirroto Johnson y Carter), al tiempo que se ha limitado la libertad empresarial (por ejemplo, mediante la Ley Sarbanes-Oxley).

Vaya usted a saber qué tendrán Hoover y Bush de liberales, pero los intervencionistas (que comparten el fondo de la política económica de ambos) han decidido endilgar la presente crisis al libre mercado.

No es cierto que el keynesianismo sea ahora, como sugiere *El País* (y como ya se repetía en tiempos de Solchaga), «la única política económica posible». La Fed puede tratar de salvar a los bancos de la quiebra nacionalizando toda la deuda basura de la banca comercial, pero eso solo acabará con el dólar y con la inversión empresarial productiva. Y es que, sencillamente, el Gobierno no tiene capacidad para convertir la deuda basura en deuda de calidad: lo único que puede hacer es redistribuir el coste de esa deuda. La alternativa a la descapitalización de los bancos es la descapitalización de las familias y las empresas, en una suerte de injustificado vampirismo financiero.

La solución tampoco pasa por rebajar los tipos de interés, ni por aumentar el gasto público. Lo primero solo contribuiría, como mucho, a añadir más deuda a la montaña de mala deuda que está a punto de desmoronarse; lo segundo solo reduciría la cantidad de ahorro disponible para amortizar la dichosa montaña.

La crisis es inevitable, y todo incremento de la intervención pública no hará sino contribuir a agravarla. A medio plazo, hay que favorecer un ajuste suave, con menos impuestos, menos gasto público y más libertad en los mercados de factores productivos; a largo plazo, hay que reformar el corrupto sistema financiero



internacional para avanzar hacia la libre emisión de divisas convertibles.

Estos son los presupuestos del liberalismo, que vienen atacándose sin vergüenza alguna desde los albores del siglo xx. Estos son los presupuestos del liberalismo, que los economistas keynesianos actuales desconocen porque sus padres intelectuales contribuyeron a enterrarlos. Estos son los presupuestos del liberalismo, cuya violación ha generado la crisis actual. Y estos son los presupuestos que deberán asumirse para salir de ella.

Keynes jamás llegó a morir, porque sus discípulos se encargaron de rendirle un merecido homenaje emponzoñando el sistema financiero internacional. No es momento de resucitar a tan peligrosos vivos, sino de enterrarlos y asegurar el ataúd con poderosos candados.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
25 de marzo de 2008.



## 8.

### Por qué se equivocaron los bancos

La actual crisis no solo está sirviendo para dar oxígeno ideológico al keynesianismo más retrógrado, sino para resucitar las denuncias marxistas contra la «anarquía productiva» del capitalismo. Para estos marxistas redivivos, el libre mercado es inestable y tiende a generar malas inversiones por su propia naturaleza. El caso de las hipotecas *subprime* vendría a demostrar la voracidad bancaria por lucrarse a cualquier costa, aun asumiendo riesgos desproporcionados que deberían haber sido controlados y limitados por un organismo regulador.

La reciente propuesta del secretario del Tesoro de EE. UU., Henry Paulson, para extender los poderes de la Fed a la supervisión de los mercados financieros, apunta precisamente en este sentido: la crisis se ha producido por una falta de control público sobre las decisiones privadas. Si la propuesta de Paulson sale adelante, la Fed pasará a controlar no solo los bancos comerciales, como ocurría hasta la fecha, sino los bancos de inversión y los *hedge funds*, entre otros operadores del mercado.

Pese a este notable incremento de sus competencias, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, no está del todo satisfecho: «Se trata de un primer paso muy interesante». Atención, Bernanke advierte: ha sido el primero, pero no el último.

Existe una tendencia irrefrenable en las autoridades públicas a atribuir todos los problemas al libre mercado, sin siquiera pararse a analizar cuáles son las causas últimas de todo este marasmo.

Decía Walter Bagehot, el gran teórico de la banca central, que los bancos comerciales debían rechazar una inversión siempre que existiera «alguna duda» sobre esta. Décadas más tarde, el padre de la inversión en valor, Benjamin Graham, desarrollaba esta misma idea y concluía que los inversores de renta fija debían depositar su dinero en aquellos activos financieros cuyo riesgo de impago fuera mínimo incluso en períodos de crisis económica. Graham quitaba importancia a que las inversiones de renta fija estuvieran respaldadas por algún tipo de garantía, como las hipotecas. Lo importante es que el deudor sea solvente y próspero, ya que las garantías frecuentemente pierden su valor durante las crisis.

Parece claro que los actuales banqueros de EE. UU. no atendieron a las recomendaciones de Bagehot y Graham e iniciaron una absurda orgía crediticia. Las hipotecas *subprime* no representaban a sus ojos un problema porque, si el hipotecado dejaba de pagar, siempre podrían enajenar el inmueble; esto es, actuaron justo al revés de como aconsejaba Graham.

Pero ¿por qué los banqueros se comportaron tan imprudentemente? La responsabilidad puede buscarse en dos ámbitos: el teórico y el práctico.

La ciencia económica se ha visto contaminada durante décadas por teorías neoclásicas incompletas e irreales. Los economistas ortodoxos carecen de una teoría del dinero y del ciclo económico consistente, por lo que van dando tumbos cortoplacistas sin dirección alguna. En plena burbuja inmobiliaria, por ejemplo, se dejaron llevar por la corriente mayoritaria y predijeron que el precio de la vivienda jamás caería. David Lereah, economista jefe de la Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios de EE. UU., predijo en 2006 que el precio de la vivienda había alcanzado un nuevo *high plateau* y nunca más descendería. Con estos mimbres teóricos no es de extrañar que los bancos decidieran conceder hipotecas masivamente: el cobro estaba garantizado por unos precios que no dejarían de subir.

Si la profesión económica hubiese tenido un mayor conocimiento de la teoría austriaca del ciclo económico, sus errores habrían sido mucho menores. Jesús Huerta de Soto describe como fases típicas de todo *boom* artificial el alza de los precios de los bienes de capital (en este caso la vivienda), la captación de trabajadores y la aparición de importantes beneficios contables en este sector. Es decir, exactamente lo que ha ocurrido en España: subida de los precios de la vivienda, beneficios extraordinarios en la construcción y contratación masiva de trabajadores en esta industria.

Pero el propio Huerta describe asimismo las fases típicas que indefectiblemente siguen al *boom*: caídas de precios, pérdidas extraordinarias y desempleo; esto es, lo que estamos padeciendo ahora mismo en EE. UU. y en España. Probablemente los bancos habrían sido menos *generosos* a la hora de prestar dinero a troche y moche si sus analistas hubiesen conocido la Escuela Austriaca y no se hubiesen dejado engañar por los cantos de sirena y las torres de marfil neoclásicas.

Pero la responsabilidad de la crisis no solo recae en el ámbito teórico, también en el práctico; en concreto, en la organización de nuestro sistema monetario. Es curioso cómo políticos, reguladores y economistas se escandalizan ante el excesivo riesgo que han asumido los bancos, cuando la Reserva Federal les estuvo prestando dinero al 1% durante más de un año, sin que ningún funcionario pusiera el grito en el cielo.

Exactamente, ¿qué pretendía la Reserva Federal que hicieran los bancos comerciales con esa explosión de crédito barato creado de la nada? Cualquier proyecto que los bancos comerciales hubiesen financiado agotando los fondos que proporcionaba la Fed habría resultado igualmente catastrófico. La burbuja inmobiliaria la creó la Reserva Federal a través de los bancos comerciales, no los bancos comerciales abusando de las buenas intenciones de esta.

Aún hoy, los mismos que critican la voraz especulación y reclaman una mayor regulación que supervise cada inversión privada se dedican a lloriquear para que el

Banco Central Europeo recorte los tipos de interés, con el único objetivo de realimentar así la burbuja. Con un sistema monetario basado en el patrón oro, la expansión crediticia habría tenido mucho menos recorrido: si los bancos centrales hubiesen reducido los tipos al 1% se habrían quedado enseguida sin reservas de oro, lo que les habría obligado a subirlos.

La crisis no es consecuencia de la falta de regulación, sino de unas doctrinas económicas profundamente erróneas que han dado a luz un sistema monetario corrupto. El aumento de las regulaciones no remediará las crisis si ese sistema y esas ideas siguen en pie, pero sí recortará las libertades de todos los inversores. Como siempre, el Estado provoca las crisis económicas y sociales para luego justificar su expansión. Es hora de poner fin a esta trágica tendencia secular.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
8 de abril de 2008.

## 9.

# Hacia la nacionalización de la banca

Hace unos días el *Wall Street Journal* publicaba una información inquietante: la Reserva Federal se está planteando pedir al Tesoro que emita deuda para canjearla por los activos de los bancos comerciales. La medida resulta coherente con otras decisiones que la Fed viene adoptando desde diciembre, a saber, la creación de instrumentos adicionales de financiación para los bancos que amplían los activos elegibles para el descuento.

Si hasta diciembre la Fed solo extendía el crédito contra activos bancarios de calidad (como letras del Tesoro), desde entonces lo está prestando contra casi cualquier basura que los bancos le presenten (por ejemplo, hipotecas *subprime* que ni siquiera cotizan en el mercado). Por supuesto, este programa de expansión crediticia masiva tiene una consecuencia muy clara: el envilecimiento del dólar y la consecuente inflación de los precios.

¿Meterían dinero en un banco que prestara a cualquier persona, incluso a morosos recurrentes y a inversores sin solvencia alguna? Probablemente no. Todo el mundo puede entender que ese banco estaría abocado a la quiebra. Lo mismo le sucede a la Reserva Federal, cuyos activos han sufrido un enorme deterioro desde agosto de 2007, cuando estalló *oficialmente* la crisis financiera.

Este es el motivo por el que la Fed, según el *WSJ*, tiene pensado pedir al Tesoro que emita deuda en su propio beneficio. Sí, es una subvención encubierta que recapitalizaría al banco central y, a través de él, a los bancos comerciales. Ayer mismo, el Banco de Inglaterra adoptó una medida similar: prometió canjear durante tres años sus letras del Tesoro (activos de calidad) por las hipotecas (basura) europeas de los bancos comerciales. O sea, que se comerá durante ese tiempo la deuda de mala calidad de los bancos británicos.

Así las cosas, uno solo puede sorprenderse de que la mayoría de la profesión económica siga saludando un proceso que avanza indefectiblemente hacia la nacionalización completa del sistema bancario. Los canjes de deuda entre los bancos centrales y los comerciales son, de momento, de carácter temporal. ¿Pero es que acaso no se vislumbra en el horizonte la *perennidad*? De hecho, mucho me temo que, cuando la crisis se recrudezca, la nacionalización recibirá la bendición tanto de los socialistas como de los liberales de opereta que pueblan las universidades.

Al fin y al cabo, los socialistas ya se han volcado en criticar las intervenciones de la Reserva Federal sobre la base de que se van a socializar las pérdidas pero no

los beneficios. Sin duda, están en lo cierto; y, por cierto, aquí reside la razón de que se creara la Fed: había que disponer de un prestamista de última instancia que rescatase a los bancos privados cuando estos se desmadraran.

Ahora bien, la consigna socialista de «beneficios privados y pérdidas públicas» no aboga por que, como defendemos los liberales, los bancos sean responsables de sus obligaciones contractuales y, llegado el caso, quiebren, sino por que tanto sus pérdidas como sus ganancias sean públicas.

Hace dos semanas, Ulrich Beck escribía esto en *El País*:

«Muchos problemas no se pueden resolver sin una acción colectiva en la que participen muchos países y grupos. Ni la más liberal de todas las economías funciona sin coordenadas macroeconómicas».

Pero que nadie piense que estas coordenadas supuestamente estabilizadoras (pero que en realidad solo terminarán por emponzoñar la economía) les saldrán gratis a los individuos. El propio Beck recuerda que no resulta permisible que en los años de bonanza los banqueros y especuladores acumulen las ganancias y en los de vacas sea el Estado quien les saque las castañas del fuego:

«Al Estado solo le queda hacer por el interés común lo que siempre le reprocharon quienes ahora lo reclaman: poner fin al fracaso del mercado mediante una regulación supranacional».

El Gobierno, pobrecito, no tiene otra salida que salvarnos de la bancarrota. Si pudiera hablar, diría, como el Franco de Vizcaíno Casas: «No se os puede dejar solos».

Sin embargo, tampoco espero que los liberales de boquilla (los monetaristas, por ejemplo), que se pasan el día diciendo que creen en el libre mercado... supervisado por un banco central, se opongan a la nacionalización de la banca. Al fin y al cabo, existe un paso muy pequeño entre pedir que el dinero sea un monopolio público y pedir que lo sea también el crédito (sobre todo cuando también favorecen que los bancos centrales manipulen los tipos de interés para expandir o restringir el crédito).

Esa gansada teórica suya de que la estabilidad bancaria es un «bien público» que solo un supervisor puede manejar les abocará a clamar por la nacionalización de la deuda basura de los bancos. ¿O es que acaso no han aplaudido casi sin discrepancia alguna la nacionalización del Northern Rock y de Bear Stearns? (y sí, hablo de nacionalización, ya que la Fed es la encargada de gestionar y en su caso liquidar los activos de este último).

La conclusión lógica del monetarismo, de su adoración por el dinero fiduciario público y los bancos centrales monopolísticos, es el sometimiento total de la inversión y del crédito al Estado, esto es, el socialismo. Si los bancos centrales tienen que proteger a la banca, deberán regularla para que no cometa excesos; y si aun así los comete, deberán abortar, dirigir o racionalizar sus inversiones.

Puede que por ahora la idea de nacionalizar la banca suene a un catastrofismo sin fundamento. Sin embargo, economistas muy destacados han comenzado a reclamarla sin tapujos. Véase, por ejemplo, Nouriel Roubini, el gurú de la teoría de la contracción crediticia en EE. UU., un tipo que, por lo general, realiza análisis muy correctos, sensatos y cabales:

«Solo una actuación mucho más radical del Gobierno podrá limitar el alcance del colapso financiero (...). Este plan incluye la nacionalización efectiva de las hipotecas, la nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac y el cierre o la nacionalización de los bancos y de otras instituciones financieras significativas que van a quebrar durante la actual crisis financiera (si bien se las puede volver a privatizar cuando hayan sido reestructuradas)».

El camino hacia la nacionalización de la banca está siendo adoquinado poco a poco desde los ambientes políticos y académicos. Se trata del ataque definitivo a nuestra libertad y de la garantía de una miseria económica estructural.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
22 de abril de 2008.



## 10.

# La obra pública no es la solución

El Leviatán estatal tiene una fuerte tenencia a crecer y a expandirse, y durante las crisis los salvapatrias, los ingenieros y los vendedores de enciclopedias económicas presentan sus fórmulas mágicas para reparar lo que ellos mismos han estropeado.

Entre todos los esquemas de planificación central que los socialistas de todos los partidos han exhibido durante los últimos días destaca el que aboga por el incremento del gasto público en obras públicas e infraestructuras. El dogma keynesiano de que la demanda agregada es insuficiente para absorber toda la población activa parece encontrar cierta aceptación tanto en la izquierda como en la derecha.

Por errónea que sea, esta teoría parece tener un ápice de certeza, debido a la desafortunada analogía que suele establecerse entre la economía y la mecánica. Si el sistema productivo es como una máquina, hará falta inyectar combustible al motor para que se revolucione y ponga en funcionamiento el resto de las piezas (los trabajadores). Desde esta perspectiva, la demanda genera la oferta, no a la inversa.

Sin embargo, esto no es más que un puro disparate, que oculta las relaciones más elementales que se dan en una economía. Tanto desde un punto de vista financiero como desde una perspectiva real, el incremento de la obra pública no puede ser sino pernicioso para los intereses de los españoles.

La obra pública se financia con los impuestos, y si estos suben los contribuyentes ven mermada la renta de que disponen para atender al pago de sus deudas (hipotecas, obligaciones empresariales, etcétera). La única manera de limitar el alcance destructor de la crisis pasa por limitar el número de impagos de la deuda española (que en la actualidad es tres veces superior al PIB). Si los acreedores quiebran, el crédito se restringirá aún más y los impagos se multiplicarán, con lo que se hundirán los valores patrimoniales de familias y empresas (¿cuánto vale un paquete de acciones de una empresa quebrada?). Por este motivo, que el Estado capte una mayor parte de recursos vía impuestos (o vía déficit público) solo reduce la capacidad de los españoles para atender periódicamente sus obligaciones.

Por otro lado, y como pone de manifiesto la teoría austriaca del ciclo económico, la actual crisis se produce por un desajuste entre las distintas estructuras de bienes de consumo y capital. Durante años, en España y en otros países occidentales se ha estado invirtiendo masivamente en el sector inmobiliario, al tiempo que ha confiado la producción de manufacturas a los países asiáticos, singularmente a China y la India.

Dado que en Occidente se producía demasiada vivienda y en Oriente manufacturas, la única manera de mantener el elevado ritmo de consumo de los países desarrollados era pagando con deuda a China y la India (de ahí los elevadísimos déficit comerciales). Todo esto ha permitido incrementar la riqueza de estos países exportadores tanto en términos de renta per cápita como de capacidad productiva. Y es aquí donde encontramos el cuello de botella que ha disparado el precio de las materias primas agrícolas e industriales.

La expansión crediticia occidental permitió aumentar desproporcionadamente la renta de chinos e indios, que de este modo empezaron a demandar masivamente mejoras en su nivel de vida. Uno de los cambios más trascendentales ha sido la creciente presencia de carne en la dieta de aquellos, lo que ha obligado a incrementar la cabaña ganadera y la demanda de cereales para alimentar a los animales.

La expansión crediticia facilitó asimismo un extraordinario incremento del capital fijo en China y la India, destinado a producir más manufacturas para Occidente. La mayor dotación de capital fijo requiere ahora de una enorme cantidad de materias primas industriales. Dado que el capital fijo en estas áreas se incrementó muy por encima del capital en otras industrias (como las relacionadas con las materias primas), la oferta no ha seguido a la demanda y los precios de las materias primas se han disparado. Hay un desequilibrio entre determinadas estructuras productivas (capital fijo en manufacturas y capital fijo en materias primas) que debe corregirse mediante reorientaciones de la inversión.

Pero para invertir es necesario ahorrar y canalizar ese ahorro hacia las industrias que son ahora más rentables (materias primas), de modo que se pueda restablecer una cierta armonía entre sectores productivos. La obra pública, lejos de canalizar los recursos escasos hacia las materias primas, los retiene en la construcción de infraestructuras, mucho menos necesarias que, por ejemplo, el petróleo, los cereales o el cobre.

Después de las brutales y omnipresentes obras públicas que ha padecido España (y especialmente Madrid) durante los últimos años, parece del todo absurdo que los intervencionistas sostengan que hemos entrado en crisis porque no hemos construido los suficientes edificios públicos, monumentos, túneles y carreteras.

Lo que necesitamos ahora es más ahorro, ya sea para amortizar la deuda viva o para invertir en los bienes de capital complementarios (materias primas) que se han quedado atrofiados durante los últimos años. Para ello resulta imprescindible bajar los impuestos, a poder ser en aquellas partidas que incentivan el ahorro; es decir, habría que eliminar la tributación de las ganancias del capital (como en Alemania), e incrementar al 100% las deducciones por reinversión de los beneficios empresariales.

Desde luego, la solución no pasa por echar mano de más deuda y más ladrillo, es decir, de lo que nos ha llevado adonde estamos.



## 11.

### El déficit exterior resume nuestra crisis

El pasado lunes se dio a conocer que el déficit por cuenta corriente español alcanzó en abril la cifra récord de 40 000 millones de euros, un 15,5% más que en el mismo período del año anterior. A pesar de que esta estadística suele ser objeto de menos comentarios que la evolución mensual de la inflación o de la tasa de paro, estamos ante una manifestación exacta de la crisis en que estamos inmersos.

La cuenta corriente nos dice si está entrando o saliendo dinero del país. Si exportamos un kilo de arroz por 10 euros e importamos dos kilos de tomates por 20, el saldo neto es que han salido 10 euros. Para obtener estos 10 euros netos tendremos que echar mano de nuestros ahorros o bien pedirselos prestados a los extranjeros.

Este hecho no es problemático si destinamos las importaciones a la inversión para ser más productivos (por ejemplo, si importamos maquinaria), de modo que en el futuro incrementemos nuestras exportaciones y generemos un saldo exterior favorable, o bien si, en caso de destinarlo al consumo (por ejemplo, si importamos tabaco), ahorramos en el futuro para compensar el exceso de consumo anterior.

Desde el año 2002 hasta mediados de 2007, la economía española fue acumulando un creciente déficit exterior. La economía interna fue concentrándose en el sector de la construcción, de modo que no se producían los bienes que deseaban los extranjeros. Es como si usted redujera las horas diarias de trabajo y dedicara todo ese tiempo al bricolaje; la consecuencia lógica debería ser que su salario disminuyera y que, por consiguiente, pudiera comprar menos bienes.

Sin embargo, la economía española no se ajustó de este modo. Cada vez vendía menos (en términos relativos) al extranjero y compraba más, con lo cual su endeudamiento exterior se acumulaba. Ahora bien, ¿cómo pueden los extranjeros seguir prestando dinero a un país que cada vez está más endeudado? Si usted deja de trabajar y vive del dinero que le presta el banco, es probable que en breve le cierren el grifo y se vea obligado a volver a trabajar... o a morirse de hambre.

La economía española pudo seguir endeudándose casi sin límites gracias a la venta de cédulas hipotecarias. Una cédula hipotecaria no es más que el derecho a percibir las cuotas hipotecarias de los españoles. Dicho de otra manera, un banco alemán compraba las hipotecas a las cajas españolas. La pujanza del mercado inmobiliario español convertía a las cédulas en una inversión prácticamente sin riesgo. En el extraño caso de que el hipotecado dejase de pagar, siempre cabía ejecutar la hipoteca y vender la casa. Dado que hasta mediados de 2007 el precio de

la vivienda no dejaba de subir, la recuperación de la inversión estaba asegurada. Por consiguiente, existía una enorme demanda de cédulas hipotecarias españolas en el extranjero, lo que nos proporcionaba dinero contante y sonante para financiar el déficit corriente.

Pero desde agosto del año pasado los mercados financieros internacionales dejaron de funcionar, y el mercado inmobiliario español entró en crisis. La inversión en cédulas hipotecarias dejó de ser atractiva y perdimos nuestra principal fuente de financiación. Así, entre enero y abril de 2007 recibimos entradas de capital en concepto de «inversiones en cartera» (lo que incluye la venta de cédulas hipotecarias) por valor de 81 941,6 millones, mientras que en el mismo período de este año se han *desinvertido* 31 197.

El resultado lógico debería haber sido que nuestras importaciones se redujeran. Si nadie nos financia en el extranjero, ¿cómo vamos a seguir consumiendo más de lo que producimos? Pero hete aquí que, lejos de disminuir, ha seguido aumentando, a un ritmo galopante.

Y es que buena parte de nuestro déficit corriente se debe a nuestra enorme dependencia del petróleo y, en general, de las fuentes externas de energía. El déficit no puede reducirse por este lado, ya que implicaría una paralización de la actividad productiva.

Pero ¿cómo se ha logrado financiar el déficit corriente desde agosto de 2007? Por un lado, España ha reducido drásticamente su inversión directa en el extranjero. Entre enero y abril de 2007 se habían invertido 21 167,8 millones, por solo 8903 en el mismo periodo de 2008. Por otro lado, nos hemos vuelto mucho más dependientes de los préstamos que nos conceden a corto plazo. Entre enero y abril de 2007 los bancos españoles recibieron 13 707 millones de euros en forma de préstamos extranjeros a corto plazo; este año la cifra se ha disparado hasta los 73 658.

El problema de los préstamos a corto plazo es que vuelven a los bancos españoles muy vulnerables frente al sistema financiero internacional y no sirven para que la concesión de nuevas hipotecas o préstamos empresariales. En marzo, en plena quiebra de Bear Stearns, los bancos extranjeros nos retiraron 3080 millones de financiación, y los bancos españoles se vieron forzados a repatriar 37 911 millones. Del mismo modo, en 2008 el crédito bancario ha crecido a tasas que rara vez han superado el 5%, cuando la media de los años anteriores se situaba claramente por encima del 10%.

En definitiva, las empresas invierten menos y los bancos prestan menos (de hecho, incluso desinvierten) para poder financiar la dependencia energética de España. Hasta mediados de 2007 este problema se había enmascarado con la venta de cédulas hipotecarias; de hecho, todo el petróleo consumido en España desde el año 2000 hasta mediados de 2007 había sido financiado con deuda gracias a su venta.

Desde entonces, sin embargo, no solo hay que financiar el petróleo de otra forma, sino que hay que comenzar a pagar la deuda del que hemos consumido desde el año 2000.

Y esta forma alternativa de financiación es la restricción del crédito (*credit crunch*) y de la inversión interna, principal motivo de la acelerada crisis que estamos padeciendo. Como ya expliqué, la crisis actual se debe a que los bajos tipos de interés de los bancos centrales fomentaron una estructura productiva concentrada en la construcción y en la importación de bienes de consumo asiáticos sin expandir correlativamente la producción de materias primas. En España esta tragedia es evidente: hemos dejado de invertir para mantener lo que ya tenemos.

En este contexto, tanto la retórica ecologista como el sesgo favorable a la obra pública del presidente del Gobierno es suicida. En un momento en que la dependencia energética estrangula el crecimiento y el empleo, Zapatero sigue despilfarrando recursos en métodos de generación de electricidad que, al menos hoy, no son en absoluto rentables, así como en expandir un sector de la construcción totalmente hipertrofiado. Difícilmente se puede hacer peor.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
1 de julio de 2008.

## 12.

### ¿Trichet o Bernanke?

Con la reciente subida de tipos de interés en la zona del euro, se perfilan en el panorama internacional dos estrategias monetarias para hacer frente a la crisis económica. Por un lado, Trichet parece decidido a combatir la inflación aun cuando arrastre a la zona del euro a la recesión; por otro, Bernanke está dispuesto a destruir el dólar si con ello consigue dar un poco de oxígeno a la maltrecha economía de EE. UU. La pregunta es: ¿quién de los dos se está comportando con más sensatez?

Conviene tener presente que un banco central no es más que una entidad emisora de dinero a la que se ha concedido un monopolio territorial. Ahora bien, los bancos centrales no pierden su naturaleza de entidades emisoras por el hecho de disfrutar de un monopolio: sus funciones y pautas de actuación deberían ser las mismas que si no lo ejerciera.

En este sentido, es evidente que la función casi única de un banco emisor es defender el valor de su moneda, para que sus tenedores puedan utilizarla con seguridad como medio de intercambio y depósito de valor. Para ello cuenta a largo plazo con un solo instrumento: sus activos. Cuanto mayor sea la calidad de los activos de un banco de emisión, mayor capacidad tendrá para fijar el valor de su divisa.

Lo mismo sucede con un banco central. Lo único que debería hacer es proteger la paridad adquisitiva de su divisa mediante el uso racional de sus activos. El problema es que la escuela inflacionista-keynesiano-monetarista ha terminado atribuyendo a estas entidades funciones de estabilización de la economía, como por ejemplo la manipulación del valor de la moneda para influir (de alguna forma) en el resto de la actividad productiva.

Bernanke es un caso exagerado de esta escuela: el valor del dólar le resulta prácticamente irrelevante con tal de —eso dice pretender— generar empleo, salvar bancos y restablecer el ciclo de endeudamiento de EE. UU. Trichet, en cambio, es un caso atenuado: aunque su prioridad es detener la inflación (defender el valor del euro), no la persigue con demasiado ahínco (Paul Volcker colocó los tipos de interés en el 13,5% para frenar la inflación en EE. UU.), y no hace ascos a jugar con un euro estabilizado (mantuvo los tipos al 2% durante dos años).

Por tanto, en principio Trichet estaría más cerca que Bernanke del buen banquero emisor. Sin embargo, uno podría plantearse si realmente es tan importante defender el valor de las divisas aun a costa de cargarse el resto de la economía. Ahora bien, pese

a su aparente lógica, esta sería una disyuntiva falaz.

Los bancos de emisión simplemente emiten un dinero que será más o menos apto para cumplir sus funciones. Puede decirse sin temor a errar que, gracias a ello, la sociedad se vuelve más productiva, pues ahonda en la acumulación de capital y en la división del trabajo. Ahora bien, en ningún caso los bancos de emisión generan riqueza adicional. La manipulación de las emisiones de dinero no crea nuevos bienes de consumo y de capital: como mucho, redistribuye los ya existentes.

La política de Bernanke consiste en tratar de que los tenedores de dólares paguen, mediante la depreciación (inflación) del billete verde, las deudas de los bancos, las aseguradoras y las agencias hipotecarias. Pero aquí no se está generando nueva riqueza ni impulsando el crecimiento: se está destruyendo riqueza en una parte de la sociedad para compensar su previa destrucción en otra; todo ello mediante el misterioso *velo monetario*.

La Fed ha puesto desde septiembre todos sus activos (que posee para defender el valor del dólar) a disposición del sistema bancario estadounidense. Como no podía ser de otro modo, desde entonces el dólar se ha hundido, lo que ha amplificado los efectos de la subida de las materias primas. Los bancos han logrado un flotador transitorio gracias a que las empresas y las familias de EE. UU. han venido empobreciéndose.

Esto es una política de corto recorrido. La Fed no va a conseguir evitar una quiebra masiva de deudores, por mucho que abarate el crédito. Un activo impagado (por ejemplo, una hipoteca *subprime*) tiene un valor tendente a cero, por muy bajos que sean los tipos de interés. La Fed solo hubiera podido retrasar el impago masivo prolongando la burbuja inmobiliaria, de modo que los hipotecados siguieran refinanciando sus hipotecas con unos precios siempre crecientes.

¿Alguien cree que EE. UU. necesitaba cada año dos millones de viviendas nuevas? Perpetuar la burbuja inmobiliaria hubiera significado, precisamente, eso. Y es que, como ya hemos indicado antes, la Fed no crea nueva riqueza, como mucho la redistribuye; en este caso, la concentra en los activos inmobiliarios a costa de no producir o invertir en otros bienes.

En cuanto a la política de Trichet, parece dirigirse, en parte, a no manipular la moneda aun cuando tengan lugar las quiebras y liquidaciones que necesita la economía. Quizá esto acelere la recesión, pero de todas formas no la puede evitar.

En España, la deuda cuya amortización dependía exclusivamente de que la burbuja inmobiliaria continuara hinchándose estaba condenada al impago, y con ese inevitable impago también estaban condenados todos los acreedores cuyo capital estuviera invertido en esa deuda. Los tipos de interés bien poco pueden hacer para solucionar esto, simplemente porque España no necesitaba 800 000 viviendas nuevas cada año.



Ahora bien, gracias a que Trichet ha refrenado sus impulsos inflacionistas, el euro no se ha depreciado tanto como el dólar, de modo que el encarecimiento de las materias primas no ha sido tan intenso. En el último año el petróleo ha subido un 100% en dólares, pero solo un 65% en euros.

Aquellos que se quejan amargamente de que la moderación crediticia que propugna Trichet está acelerando la recesión en España olvidan que el motivo fundamental de la misma no son los tipos de intervención del BCE, sino que el fin de la burbuja inmobiliaria en nuestro país nos impide financiar las importaciones de petróleo mediante la venta de cédulas hipotecarias al extranjero, por lo que los bancos y las empresas se ven forzados a concentrar sus escasos fondos en la financiación de la compra de petróleo. Un incremento del precio del crudo aun mayor por culpa de la depreciación del euro habría agravado mucho más nuestro déficit corriente y, en correspondencia, la restricción crediticia interna necesaria para sufragarlo.

Desde luego, Trichet no es ningún adalid de la libertad monetaria, pero al menos desempeña su papel de banquero emisor monopolístico con mucha más cabeza que Bernanke. En EE. UU. tienen una recesión inminente que se agrava por momentos y un dólar que se ha convertido en el estercolero internacional. En la Zona Euro, si bien nadie nos salvará de una recesión larga y complicada, al menos tenemos una divisa que no se deprecia a tanta velocidad.

Como dijo el lunes Jim Rogers, uno de los mejores inversores del mundo: «[El Gobierno y la Fed] están arruinando la que fue una de las economías más grandes del mundo. Bernanke y Paulson están rescatando a sus amigos de Wall Street, pero hay 300 millones de americanos que van a tener que sufragar todo esto». Elijan ustedes si, además de mancos, quieren ser cojos.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
15 de julio de 2008.



## 13.

### Cómo agravar una crisis

La economía española está atravesando una etapa de intensa desaceleración. El paro se dispara, el crecimiento se hunde, los beneficios de las empresas desaparecen, y el mayor activo patrimonial de las familias, la vivienda, empieza a devaluarse.

Este complicado contexto constituye el caldo de cultivo ideal para que los políticos comiencen a aplicar disparatadas medidas de «estímulo económico» que al final solo emponzoñan más la situación, agravando y prolongando el necesario e inevitable período de catarsis.

La última ha sido dilapidar el superávit presupuestario en absurdos proyectos *sociales* y en obras públicas varias. La noticia, lejos de suscitar decepción y angustia, ha sido considerada adecuada y conveniente para acelerar la recuperación.

El problema es que, como ya expliqué, tirar del gasto público no es la solución para ninguno de los problemas de la economía. Si durante años la sociedad española ha estado concentrándose en producir vivienda, pagando las importaciones (especialmente el petróleo) con cargo a la deuda, parece claro que, ahora que nos han cerrado el grifo, la única manera para superar el bache consiste en reorientar nuestra estructura productiva para financiar nuestras importaciones con nuestras exportaciones.

Dicho de otra manera, o bien reducimos nuestras importaciones o bien dejamos de producir viviendas y empezamos a fabricar los bienes que demandan nuestros acreedores internacionales (como China o Alemania). El problema del primer camino es que nuestra dependencia del petróleo es difícilmente corregible a medio plazo; de modo que solo nos queda la segunda opción.

Cuanto menos produzcamos para nosotros y más vendamos al extranjero (modelo chino), más rápido amortizaremos la deuda pasada y podremos volver a centrarnos en satisfacer nuestras necesidades. Es un ajuste doloroso que necesariamente implicará una fuerte caída en nuestros niveles de vida, pero no puede evitarse de ningún modo.

Por poner una analogía comprensible: si yo pido un crédito al consumo de 100 000 euros pagaderos en diez años (10 000 anuales, si nos olvidamos de los intereses) y mi única fuente de renta es un salario de 2000 euros al mes, tendré que ahorrar 10 000 euros de 24 000 para devolver el préstamo. Lo que significa que solo tendré 14 000 al año para mi disfrute personal. Sin duda, cuando dilapidé los 100 000 euros en consumir sin freno disfruté mucho, pero ahora me tocará apretarme seriamente el cinturón durante los próximos diez años para sufragar ese exceso.

Por supuesto, siempre tengo la opción de reducir aún más mi consumo (a 4000 euros anuales, por ejemplo), de modo que amortice 20 000 cada año de mi crédito al consumo. Así, en cinco años devolvería el préstamo. Otra opción sería buscar un segundo o incluso un tercer empleo para hacerme con una renta anual de 50 000 euros. En este caso, gastando 10 000 al año en mis cosas podría amortizar el crédito en dos años y medio.

La receta, por consiguiente, es clara: menos consumo y más trabajo para amortizar las deudas. Los españoles tampoco tienen demasiadas alternativas: les toca pagar la factura del petróleo desde el año 2000 hasta la actualidad, y ello significa menos consumo y, si fuera necesario, más trabajo por salarios más bajos.

Pero ¿qué está haciendo el Gobierno para combatir la crisis? Simplemente, olvidarse de todo lo anterior. ¿Que estamos endeudados hasta las cejas? No pasa nada: yo, el Estado, me endeudo todavía más. ¿Que debemos ahorrar y restringir el consumo? No pasa nada: yo, el Estado, voy a gastar mucho más. ¿Que hemos de dejar de basar en el ladrillo el modelo productivo? No pasa nada: yo, el Estado, me voy a hartar de construir carreteras y viviendas de protección oficial. Puro keynesianismo suicida.

El Estado debería, por el contrario, reducir el gasto público y los impuestos para facilitar la amortización de la deuda y la reestructuración productiva. Pero la rebaja impositiva en ningún caso debe financiarse (como ha sucedido con los famosos 400 euros) con cargo al déficit público, ya que ello solo incrementa la cantidad de deuda pendiente de amortizar.

Es cierto que en la magnitud y en el estallido de la crisis el PSOE no ha tenido demasiada responsabilidad, o al menos no mayor que el PP (en cuya segunda legislatura aparecieron la burbuja inmobiliaria y la expansión del déficit corriente) y otros gobiernos del mundo: la causa última de la crisis se encuentra en la política monetaria que han seguido los bancos centrales durante los últimos años.

No obstante, no es menos cierto que el Gobierno sí tiene buena parte de la responsabilidad en el rumbo catastrófico que puede tomar la crisis durante los próximos meses. El déficit público no ayudará a la recuperación, sino que le dará la estocada definitiva.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
29 de julio de 2008.

## 14.

### Vaya tropa

No es infrecuente escuchar estos días que la crisis económica actual viene a demostrar los fallos del libre mercado y del capitalismo especulativo. Sin embargo, muy pocos se plantean que los problemas actuales pueden estar causados por la corrupta y obscena organización del sistema monetario internacional, donde una serie de instituciones, los bancos centrales, emiten con carácter monopolístico un dinero que todos los ciudadanos tienen, quieranlo o no, que aceptar.

Los bancos centrales son la punta del iceberg de un sistema financiero que, desde hace un siglo, viola sistemáticamente los más elementales principios de prudencia y diligencia. Las entidades de crédito han dejado de preocuparse por su solvencia y su liquidez e intentan suplir sus necesidades estructurales de fondos con los créditos que los bancos centrales van creando casi de la nada.

Nuestra organización monetaria tiene más puntos en común con el socialismo que con un auténtico sistema liberal; por tanto, la crisis económica que nos acecha es una crisis causada por el intervencionismo financiero.

A pesar de ello, existe una especie de adoración por los bancos centrales y sus dirigentes. En buena medida, los operadores del mercado tratan de encontrar en ellos la luz que les conduzca al final del túnel. Sin embargo, quienes están al frente de dichas entidades no son más que personas de carne y hueso, por lo general con unos conocimientos de economía bastante limitados e intereses personales ocultos.

Los últimos meses han servido para que algunos despierten de su letargo y constaten su inutilidad e impericia. Bastará con que nos refiramos a los tres casos más conocidos en nuestro país.

#### **Bernanke: tipos cuesta abajo**

Dicen que el actual presidente de la Reserva Federal tuvo que asistir a un cursillo acelerado en el mes de agosto para que le explicaran qué era eso de las «hipotecas *subprime*» y los «productos financieros estructurados».

Lo único que se le ha ocurrido a Bernanke ha sido recurrir a su famoso *helicóptero*: desde agosto ha bajado los tipos de interés en cuatro ocasiones, desde el 5,25 al 3,5%. Sin embargo, no parece que estas simplistas y contraproducentes medidas hayan remediado en nada la situación crítica de los mercados inmobiliario y financiero estadounidenses.

La venta de viviendas de segunda mano ha alcanzado su nivel más bajo en nueve

años, y los precios están cayendo por primera vez en 40. Por si fuera poco, los resultados de los bancos en 2007 no han podido ser más lamentables: los beneficios de Citigroup cayeron un 83%, los de JP Morgan un 33 y los de Wachovia un 98 en el cuarto trimestre; y Merrill Lynch perdió 7777 millones de dólares: el peor resultado de su historia.

La última rebaja de tipos, que Bernanke ejecutó por sorpresa el martes pasado, no tenía otra finalidad que servir de propaganda para la comunidad internacional. La Reserva Federal tenía programada una reunión para decidir la rebaja de los tipos una semana más tarde. ¿Alguien cree que recortar los tipos una semana antes o después marca la diferencia? No, el objetivo no era arreglar la economía, sino evitar que la crisis se manifestase tan claramente. En otras palabras: fue una decisión dirigida a calmar los ánimos de los especuladores bursátiles, para que detuvieran sus órdenes masivas de venta.

Pero los fundamentos de la economía siguen tan maltrechos como antes. Aun cuando Bernanke lograra restaurar la burbuja del mercado inmobiliario, solo lo haría para generar una crisis aún mayor en el futuro. De momento, la bajada de tipos solo se está traduciendo en una inflación cada vez más desbocada en las materias primas; o, dicho de otro modo, en unos resultados empresariales cada vez más ahogados por los costes.



### **Greenspan: esquizofrenia áurea**

Para muchos, Alan Greenspan, antecesor de Bernanke al frente de la Fed, es el pope de la banca central, el artífice del crecimiento económico de EE. UU. durante la década de los 90. Para otros, en cambio, es un oportunista al que cabe culpar de la crisis actual.

En su juventud, Greenspan frecuentó el grupúsculo objetivista que rodeaba a la filósofa y novelista Ayn Rand. De hecho, llegó a publicar dos artículos en un libro editado por esta: *Capitalism, the Unknown Ideal*. Uno de ellos se titulaba «Patrón oro y libertad económica», y en él decía cosas como esta:

«En ausencia de patrón oro no hay manera alguna de evitar que los ahorros se confisquen mediante la inflación. No hay un solo depósito de valor seguro (...). La política financiera del Estado del Bienestar requiere que los propietarios no puedan proteger su riqueza. Este es el mezquino secreto de las diatribas estatistas contra el oro. El déficit público es solo un esquema para la confiscación de la riqueza. El oro obstaculiza este proceso. Se convierte en un protector de la propiedad privada. Cuando uno ha comprendido esto, ya no tiene ninguna dificultad para entender el antagonismo de los estatistas al patrón oro».

Con el correr del tiempo, el autor de este sorprendente alegato se situaría al frente de ese esquema confiscatorio dedicado a financiar los déficits públicos con el envilecimiento de la moneda. Muchos creyeron que, simplemente, Greenspan había cambiado de ideas, que la madurez lo había llevado por otros derroteros más pragmáticos... y a declarar ante el Congreso lo que sigue:

«La cuestión es, ¿existiría algún beneficio, en este momento histórico, si se retomara el patrón oro? La respuesta es: no lo creo, porque estamos actuando como si ya tuviéramos patrón oro».

Si de joven creía que el patrón oro era insustituible, de mayorcito piensa que basta con actuar como si estuviera entre nosotros. Será la fuerza del voluntarismo.

Pero la evolución intelectual de Greenspan parece no terminar aquí. Ahora que ya no dirige la Fed, parece volver a sus raíces ideológicas. Hace unos días dijo, en una entrevista para Fox News:

«Debería haber algún mecanismo que restringiera la cantidad de dinero que se puede imprimir, ya sea el patrón oro o algo similar. A menos que tengas eso, la historia sugiere que la inflación tendrá efectos destructivos sobre la actividad económica (...). Muchos economistas creemos a pies juntillas que EE. UU. tuvo mucho éxito en el período 1870-1914 con un patrón oro internacional».

De nuevo, parece ser que la voluntad no basta para evitar la inflación: sin patrón oro, la confiscación y las crisis económicas no se detienen. Entonces, la cuestión es: ¿a qué se dedicó durante los casi veinte años que estuvo al frente de la Fed?

### **MAFO: duros a cuatro pesetas**

El Banco de España tampoco parece ser muy amigo del oro. Será que en nuestro país la práctica confiscatoria de la inflación agrada mucho a los burócratas: no en vano la divisa española (la peseta, y luego el euro) se ha depreciado más de 23 veces con respecto al oro en los últimos 35 años.

Al Banco de España no se le ha ocurrido mejor idea que vender más del 40% de sus reservas de oro en los últimos tres años. Dicen que en tiempos de tribulación no conviene hacer mudanza; por lo visto, a MAFO lo de la mudanza se le queda corto y prefiere dinamitar la casa.

Y es que las ventas precipitadas de oro han hecho perder al Banco de España, de momento, más de 1000 millones de euros, según un reciente informe del Instituto Juan de Mariana. No está mal, sobre todo después de que Solbes dijera que el oro ya no era un «activo rentable».

Con todo, no se ve amago de rectificación alguno entre las autoridades monetarias nacionales. Es más, su cultura económica es tan vasta que incluso se muestran satisfechos:

«El objetivo [de las ventas de oro] era capitalizar la entidad, que ahora tiene unas reservas en torno a los 2000 millones de euros, una cifra que era muy inferior antes



de estas operaciones».

Pues felicidades: sois tan listos que os habéis descapitalizado en más de 1000 millones. Y ahora sacad pecho, no sea que la gente se dé cuenta de que en vez de músculos solo tenéis grasa.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
29 de agosto de 2008.

## 15.

# Crónica de una quiebra y de una nacionalización anunciadas

Al igual que su hermana gemela Freddie Mac, Fannie Mae ha sido siempre un negocio fraudulento. El nefasto Franklin Delano Roosevelt la creó como empresa pública en 1938 para «facilitar» el acceso de los estadounidenses a la propiedad inmobiliaria. El negocio era simple: Fannie Mae compraba las hipotecas a los bancos, las empaquetaba y las vendía a otros inversores privados.

Dado que las hipotecas empaquetadas que vendía Fannie Mae contaban con la garantía del Estado (si el hipotecado no pagaba, lo hacía el Gobierno), la compañía podía venderlas ofreciendo una remuneración más baja que el resto de sus competidores. Dicho de otra manera: si Chiringuito, S. A. quería que le prestasen dinero, tenía que pagar un tipo de interés más elevado que Fannie Mae por la mera razón de que, a diferencia de esta, podía quebrar.

En principio, todas las partes salían ganando: los bancos comerciales recuperaban de inmediato el dinero recién prestado (de modo que podían conceder otra hipoteca), los inversores privados contaban con la garantía del Estado de que las hipotecas que compraban no resultarían impagadas y los estadounidenses veían reducir los tipos de la deuda hipotecaria. Solo había un *pequeño* perjudicado: el sufrido contribuyente, que era en última instancia quien subvencionaba la compra de las viviendas. Al fin y al cabo, Fannie Mae podía pagar tipos más bajos por su deuda porque el Gobierno le había concedido el privilegio de poder desplumar al contribuyente en caso de necesidad.

A finales de los 60 el Gobierno quiso dejar de consolidar las actividades de Fannie Mae en los Presupuestos y *privatizarla*. Dos años después, y ante la posición de dominio que había logrado la firma —a golpe de privilegios—, decidió introducir *competencia* en el mercado y creó Freddie Mac.

Por supuesto, ya la terminología empleada resulta venenosa. Fannie Mae nunca fue *privatizada*, dado que, implícitamente, el Gobierno seguía respaldando su deuda. Era un secreto a voces que, si quebraba, el Tesoro se haría cargo de sus obligaciones, que es lo que de hecho ha sucedido. Por otro lado, Freddie Mac no suponía una genuina competencia, pues se trataba de una empresa diseñada por los políticos y, al igual que su *hermana*, por ellos privilegiada.

Así las cosas, en las últimas décadas Freddie Mac y Fannie Mae acapararon más

de 5 billones de dólares en hipotecas (el mercado estadounidense apenas llega a los 12). Se trata de 5 billones (3,5 veces el PIB español) que nunca se habrían *concertado* de no ser por los tipos de interés subvencionados que ofrecían esas dos firmas.

A nadie debe extrañar que la reciente crisis financiera haya abocado a ambas a la quiebra. Al fin y al cabo, Fannie y Freddie siempre se han encontrado, gracias a sus privilegios políticos, en la vanguardia del negocio hipotecario. Estaban en el epicentro del terremoto. Su quiebra estaba cantada desde que la Reserva Federal comenzó a gestar la actual burbuja inmobiliaria con sus rebajas de los tipos de interés. Ante la amenaza de quiebra, la mayoría de los economistas ha aplaudido sin disensión alguna la nacionalización, es decir, que finalmente el contribuyente estadounidense se haga cargo de las deudas de esas entidades teóricamente privadas.

Para defender semejante intervención se ha aducido, no sin razón, que su quiebra podría derribar el sistema financiero. A la postre, los principales acreedores de Fannie y Freddie son los bancos comerciales y de inversión, que acaparan la mayor parte de los ahorros de los ciudadanos de EE. UU.

La justificación de la intervención, sin embargo, dista de estar clara. Un primer problema que surge es que, con los antecedentes de Bear Stearns, Freddie y Fannie, se genera un enorme riesgo moral en el sistema financiero. En la práctica, los acreedores de los bancos (incluidos los depositantes) saben que tienen carta blanca porque el Gobierno (léase los contribuyentes) terminará respondiendo.

Al margen de estos malos incentivos a largo plazo, existe otro problema —a medio— no menos preocupante. La deuda de Freddie y Fannie supera los 5 billones de dólares, y el Gobierno apenas ha inyectado 200 000 millones (es decir, el 4% de esta), lo que significa que apenas repunten los impagos deberá proceder a nuevas inyecciones de capital. Es más, después de Freddie y Fannie vendrán otras muchas instituciones financieras que ya se encuentran al borde del colapso: las agencias *monoline* (Ambac y MBIA) o los bancos Lehman Brothers, Merrill Lynch y Morgan Stanley.

¿Hasta dónde está dispuesto a llegar el Gobierno de EE. UU. con tal de que no quiebre banco alguno? ¿Tendrá capacidad de garantizar que los deudores de todas esas entidades van a cobrar? Mucho me temo que la respuesta es negativa: estamos ante una crisis de solvencia, y se han de producir fuertes ajustes en las valoraciones de los activos reales y financieros de los ciudadanos y las empresas. El Gobierno está intentando evitarlo a toda costa, pero su función no es refinanciar la deuda de las entidades privadas.

Esto último también incumbe a la Reserva Federal. Con los últimos acontecimientos se ha demostrado una vez más que su política monetaria inflacionista es un rotundo fracaso. Pese a envilecer con saña el dólar y empobrecer a los estadounidenses, no ha logrado evitar la quiebra de Bear Stearns, Freddie y Fannie.

Quienes proponen recortar los tipos de manera salvaje y alocada se olvidan de que los orígenes de esta crisis no están en una falta de liquidez, sino en un aumento de la insolvencia que provoca una restricción de liquidez.

Eso sí, por favor, que nadie insista en que esta merienda de negros es un mercado libre. La crisis la provocó la Fed manipulando el crédito; la elevada exposición de Freddie Mac y Fannie Mae se debió a sus privilegios políticos; y la nacionalización de estas dos compañías ha sido orquestada por el Gobierno y van a pagarla todos los estadounidenses.

En un mercado libre no debería haber un banco central inflacionista (sino una moneda estable y de calidad respaldada por oro), prebendas intervencionistas ni rescates de empresas fracasadas. El sistema financiero actual es un atentado sistemático a los derechos de propiedad, perpetrado por los políticos y los gestores de ciertas empresas y bendecido por unos economistas —la mayoría— que perdieron hace mucho tiempo el norte (si es que alguna vez lo encontraron).

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
9 de septiembre de 2008.

## 16.

# Una solución peor que su problema

Existe un amplio consenso en que si una compañía quiebra, el Estado no debe acudir a su rescate a cargo del sufrido contribuyente.

Sin embargo, cuando la empresa que amenaza con quebrar es un banco, la respuesta a la procedencia de socializar sus pérdidas se vuelve más ambigua. Al fin y al cabo, todos somos, en mayor o menos medida, acreedores del sistema bancario, por lo que su quiebra nos amenaza de una manera directa.

En realidad, los rescates de bancos no son nada excepcional. Han existido siempre por un motivo evidente: el banco es un intermediario financiero que, bien gestionado, proporciona unos servicios de enorme utilidad para la sociedad. Si un banco insolvente se adquiere a precio de saldo y posteriormente se reflota la rentabilidad que obtenga el «reflotador» puede ser enorme.

Pero el rescate de un banco implica necesariamente separar el grano de la paja: hay que liquidar las malas inversiones y reducir el volumen excesivo de deuda. Hasta los comienzos del siglo xx, estas tareas las realizaban inversores privados que comprometían y arriesgaban su propio dinero en salvar al banco. Actualmente, el Estado, a través de los bancos centrales, ha nacionalizado de facto esta iniciativa. Los bancos son rescatados por funcionarios que, en todo caso, ponen en peligro el dinero del contribuyente.

El problema de estas medidas se plantea especialmente en medio de las crisis económicas. En estos casos, los balances bancarios están repletos de malas inversiones que deben ser liquidadas como condición previa a la recuperación. Si el Estado rescata indiscriminadamente a los bancos para proteger al conjunto de los depositantes, las malas inversiones no se liquidarán y la crisis se perpetuará, tal y como sucedió durante la Gran Depresión estadounidense o más recientemente en Japón. Por no hablar de la enorme corrupción pública que podría producirse a la hora de decidir qué activos se adquieren y, sobre todo, a qué precio.

El 60% de todo el crédito de los bancos y cajas españoles ha ido destinado a adquirir activos relacionados con un sector de la construcción que ha padecido la mayor burbuja de precios del mundo (una sobrevaloración cercana al 40%). El rescate público de estas entidades implicaría que todos los españoles tendrían que asumir las brutales pérdidas derivadas del inexorable ajuste de precios. En otras palabras, durante unos lustros de estancamiento económico estaríamos trabajando únicamente para recapitalizar a los bancos.

Además, la propuesta ni siquiera resulta factible dentro del marco del euro y de la limitación del endeudamiento público por parte del Pacto de Estabilidad.

Pero, sobre todo, no tiene ningún sentido rescatar a los bancos si el actual sistema financiero, basado en el dinero fiduciario de curso forzoso gestionado por un banco central monopolístico, les incentiva a que sigan incurriendo en prácticas que los encaminan sistemáticamente hacia la insolvencia.

Así pues, se hace necesario plantearse alternativas más realistas y efectivas que la simplista intervención pública en los bancos. Primero, habría que permitir sin condicionantes ni cortapisas que otros bancos privados adquirieran y diseccionaran a las entidades insolventes. En segundo lugar, si ningún inversor privado está dispuesto a hacerse cargo de los quebrados, habría que convertir una parte de la deuda del banco en acciones que serían repartidas entre sus acreedores. Y, en tercer lugar, es hora de iniciar la sustitución del actual sistema financiero actual por uno basado en el patrón oro y la prudencia bancaria.

*El Mundo*

21 de septiembre de 2008.

## 17.

### El broche de George W. Bush

El plan de Bush para recomprar 700 000 millones de los activos basura de los bancos estadounidenses coloca el broche a una desastrosa presidencia marcada por el intervencionismo estatal más salvaje que haya sufrido EE. UU. en las últimas décadas. La guerra de Irak, la *Patriot Act*, el brutal incremento del gasto público en todos los departamentos y el desproporcionado crecimiento de la deuda pública son sólo algunos de los méritos por los que Bush opta al título de peor presidente de la historia de EE. UU. Para mí es un completo misterio por qué políticos y periodistas varios insisten en tildarle de liberal e incluso de *ultraliberal*, cuando a todas luces ha expandido el tamaño del Estado y recortado las libertades de los estadounidenses como pocos inquilinos de la Casa Blanca lo habían hecho antes.

El propio Bush nunca se calificó como liberal, sino como «conservador compasivo», es decir, la típica derecha socialista y manirrota que tanto ha padecido Europa en el siglo xx. Pero al margen de esas inconsistencias de la propaganda política (poco dada al análisis cabal de los hechos), el plan es un completo error. No ya porque pervierta por completo los principios del libre mercado: esto es, libertad para iniciar un negocio, forrarse hasta las cejas y luego pegarse el batacazo del año y quedar más desplumado que el gallo de Morón. Más allá del pésimo ejemplo que se ofrece privatizando los beneficios y socializando las pérdidas, el plan de Bush condena a los estadounidenses (y al resto del mundo, por extensión) a una crisis mucho más larga de lo necesario.

Es posible que los bancos no quiebren (aunque si alguien espera que 700 000 millones de dólares basten para comprar todos los malos activos bancarios, es que no sabe todavía lo que queda por venir), pero el resto de la sociedad sufrirá una dilapidación de ahorro sin precedentes y, en consecuencia, de una igual parálisis en la actividad productiva.

*Negocio*

22 de septiembre de 2008.

## ¿Hace falta más regulación?

Las reacciones de la izquierda ante la crisis económica pueden dividirse a grandes rasgos en dos grupos: uno, más radical, reclama en la práctica la abolición de la propiedad privada («Ha llegado el fin del capitalismo»), mientras el otro solicita una masiva regulación del sector financiero para evitar que en el futuro vuelva a pasar lo mismo («Ha llegado el fin del capitalismo salvaje»).

Incluso entre los neoconservadores se ha extendido la explicación de que el colapso financiero se ha debido a una regulación insuficiente, tal y como demuestra la propuesta —formulada en abril— del secretario del Tesoro de EE. UU., Henry Paulson, para reformar el sistema nacional de supervisión.

Los liberales, en cambio y en principio, deberíamos defender la autorregulación de los bancos y un margen de actuación aun mayor para los banqueros. «El mercado solucionará todas las dificultades». El problema de esta descripción es que es absolutamente simplista. El mercado no es más que la interacción de los distintos derechos de propiedad, y los derechos de propiedad no son más que un haz de facultades y poderes que ostenta una persona (propietario) sobre un objeto (dominio).

Sugerir que el liberalismo favorece la ausencia de regulación equivale a afirmar que defiende la indefinición de los derechos de propiedad y del mercado. La cuestión no es tanto si el derecho de propiedad debe tener algún contenido (obviamente, sí), sino de qué tipo ha de ser (lo que, a su vez, es una cuestión distinta a la de si el monopolio jurisdiccional del Estado es un requisito imprescindible para la producción de normas jurídicas). Es aquí donde el liberalismo, desde una doble perspectiva: ética y económica, tiene mucho que decir.

Lo gracioso de la letanía izquierdista de que *hace-falta-más-regulación* es que quienes la entonan no terminan de especificar. ¿Hay que regular los tipos de interés? ¿Hay que supervisar la calidad de cada crédito bancario? ¿Hay que prohibir determinados volúmenes de endeudamiento? ¿Hay que poner límites a la exposición al riesgo de los inversores? ¿Hay que prohibirles vender al descubierto? ¿Hay que prohibir los derivados? ¿Hay que revisar las normas de contabilidad para dotar a los balances de los bancos de más fidelidad? Etcétera. Pero, sobre todo, muy pocos explican cuál sería el cometido de cada una de las regulaciones a la hora de evitar las crisis económicas.

Por ejemplo, ¿tiene realmente sentido limitar en abstracto la exposición al riesgo? Esta cuestión, tan simple y de respuesta en apariencia positiva, resulta muy



complicada. En primer lugar, porque el riesgo es un factor bastante subjetivo: durante años las hipotecas han sido consideradas un activo poco arriesgado, porque contaban con una garantía real; en segundo, porque el problema no está en que un inversor se arriesgue mucho con su dinero, sino en cómo financia su actividad. El riesgo es un elemento esencial en el desarrollo económico, y limitarlo burocráticamente sería nocivo en extremo (¿sería necesario prohibir los fondos de capital riesgo?).

Los liberales no deben dejarse llevar por los cantos de sirena que reclaman un mayor celo regulador ni por quienes abogan ciegamente por la defensa del perverso *statu quo*.

Lo cierto es que no necesitamos *más* regulación, en un sector absolutamente regulado, sino *mejor* regulación, lo que en la práctica implicaría, muy probablemente, la eliminación de cientos de normas superfluas, la modificación de varias de las existentes y la creación de alguna nueva.

La ética y la ciencia económica nos proporcionan las herramientas analíticas necesarias a la hora de reformar la arquitectura financiera actual. Lo esencial es volver a poner en valor la prudencia bancaria, que lleva décadas deteriorándose debido a la creencia de que liberalización equivale a imprudencia empresarial protegida por el Gobierno y el Banco Central.

La prudencia bancaria y mercantil exige, en primer término, que la estructura de inversión guarde una correspondencia con la de financiación. Esto, básicamente, significa que hay que evitar los endeudamientos a corto plazo para financiar inversiones a largo o muy arriesgadas.

Económicamente, sabemos que la crisis actual tiene su origen en este doble arbitraje de tipos de interés (endeudarse a corto e invertir a largo) y riesgos. Desde un punto de vista ético, no parece muy respetuoso con la propiedad ajena que los bancos destinen los fondos de los ciudadanos a propósitos para los que no les han sido confiados. Por ejemplo: no tiene mucho sentido que los 100 000 euros que he depositado en una entidad pero que quiero tener disponibles siempre que lo necesite (para girar cheques, realizar transferencias o pedir desembolsos) sean invertidos en un proyecto de lucha contra el cáncer que, si tiene éxito, permitirá su recuperación dentro de diez años.

En la práctica, la interdicción del arbitraje de riesgos debería pasar por varias regulaciones concretas, como el incremento de los márgenes de apalancamiento o el aumento de los fondos propios necesarios sobre el activo inmovilizado. De hecho, este último punto ilustra perfectamente por qué no es necesaria más regulación, sino una de mejor calidad. La relación entre los fondos propios y el activo ya está regulada por el tratado internacional Basilea II, que estipula que los bancos cuenten con ocho céntimos de fondos propios por cada euro que hayan invertido (o, dicho de otra manera, que las inversiones no se financien, en general, con más de un 92% de

deuda).

Basilea II es una regulación fallida en toda regla. Exigir un 8% de fondos propios a la hora de invertir en préstamos hipotecarios o empresariales es absolutamente insuficiente, a menos que el 92% de deuda tenga un vencimiento aún mayor que el activo. Solo con que el banco incurra en una morosidad del 8% (muy frecuente en tiempos de crisis) tendría la quiebra asegurada.

La izquierda nos dirá que hace falta redoblar el número de tratados y controlar hasta los aspectos más concretos de cada transacción. Pero muchas de esas regulaciones están en el origen de la crisis. Por ejemplo, la Community Reinvestment Act forzó a los bancos a conceder hipotecas a los individuos más pobres de cada comunidad; les prohibía prestar solo a personas *ricas* y, en definitiva, solventes. La finalidad era que todos los individuos tuvieran acceso a una vivienda, y el resultado fueron las hipotecas *subprime*.

Por consiguiente, lo que hace falta es sustituir las regulaciones malas por otras que tengan sentido desde un punto de vista ético y económico.

Las regulaciones que incentivan la recurrencia de las crisis económicas están en la base del sistema bancario y financiero vigente. Un sistema que ningún izquierdista quiere sustituir: en primer lugar, porque fueron ellos los que, tras décadas de propaganda y mala doctrina económica, lograron imponerlo; en segundo, porque proporciona al Estado un mecanismo sencillo y barato de expoliar al contribuyente (vía inflación), y a los bancos centrales de manipular la economía.

Si los bancos pueden incurrir en niveles brutales de apalancamiento a corto plazo sin verse abocados a una quiebra inmediata por la *iliquidez* de sus inversiones a largo plazo es porque pueden refinanciarse a corto pero de manera permanente en unos mercados interbancarios donde los bancos centrales intervienen casi diariamente para proporcionar liquidez (es decir, para convertir en euros presentes activos que vencen a muy largo plazo). A su vez, las intervenciones de los bancos centrales en los mercados interbancarios tienen éxito porque son emisores monopolísticos de una divisa de curso legal sobre la que no existe obligación de paridad de valor ni, mucho menos, de convertibilidad.

No voy a negar que regulaciones auxiliares como las que he descrito antes sean necesarias, pero la regulación básica que causa la crisis es esta: un prolongado comportamiento de arbitraje de plazos y riesgos de los bancos que solo resulta posible por la monetización de sus activos por parte de unos bancos centrales que gozan del monopolio de la emisión de una moneda de curso legal inconvertible. Añadir cientos de regulaciones (buenas, malas y regulares) y conservar este desastroso esquema financiero será del todo inútil.

Por otro lado, la necesidad de abandonar estas malas normas no significa que deba ni pueda hacerse de la noche a la mañana: habrá que arbitrar transiciones lo

menos severas posibles para facilitar el cambio. Pero creer que se puede parchear un sistema intrínsecamente corrupto es simplemente de locos.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
23 de septiembre de 2008.

## ¿Mucha avaricia y muy poca información?

Dos de las explicaciones más extendidas sobre la crisis económica apuntan a la avaricia de los inversores, que se aprovecharon de la falta de información del hombre de la calle. Zapatero, por ejemplo, propuso el lunes, durante el pleno de convalidación de sus planes de rescate de la banca española, que la nueva arquitectura del sistema económico internacional reprima el exceso de codicia y exija una mayor transparencia en lo relacionado con los productos financieros.

Como casi todas las explicaciones, esta hipótesis izquierdista tiene un ápice de verdad que no conviene descartar por completo. Es cierto que muchos inversores, especialmente los bancos, fueron devorados por unas ansias de beneficios tan grandes que les llevaron a acometer operaciones fraudulentas: tomar los fondos a corto plazo de sus depositantes e invertirlos a largo plazo. Esta práctica no contaba con la aceptación de los depositantes, ya que creían que el banco estaba utilizando su dinero de manera prudente y que, por tanto, podrían recuperarlo sin ninguna dificultad; dicho de otro modo, también existió un problema de información por parte de los depositantes y demás acreedores a corto.

Sin embargo, tampoco conviene centrarse exclusivamente en la avaricia de los banqueros y la cándida ignorancia de los depositantes. En cierto modo, los banqueros también fueron ignorantes, al creer que siempre podrían refinanciar sus deudas a corto plazo en el mercado interbancario (debido a que desconocían la teoría austriaca del ciclo económico), y los depositantes, codiciosos, al aprovecharse de las fraudulentas operaciones bancarias para, en muchos casos, hipotecarse con unos tipos de interés reducido.

Un sistema financiero más sólido, por consiguiente, requiere de una nueva regulación que limite el arbitraje de los tipos de interés y de la difusión de las teorías de la escuela austriaca, lo que mejoraría la cultura económica de los operadores de mercado. De esta manera, los proyectos de inversión se sufragarían con cargo al ahorro real y no haciendo uso de los puntuales saldos de tesorería.

Sin embargo, este escenario horroriza a las gentes de izquierda e incluso a algún autodenominado liberal, que observan cómo el chiringuito financiero que se han montado lentamente durante todo el siglo xx se les puede venir abajo. Recordemos: en 1920 la Fed empieza a manipular los tipos de interés con las primeras operaciones de mercado abierto (algo que no tenía permitido por su ley constitutiva de 1913); durante la década de los 30 la mayoría de bancos centrales abandona el patrón oro (lo

que les permitió una mayor autonomía para manipular los tipos de interés) y el Gobierno alcanzó un tamaño hasta entonces desconocido (en buena medida, gracias a la adquisición de deuda pública por parte del sistema bancario intervenido); y en 1973 se rompe Bretton Woods, la última conexión oficial entre el dinero y el oro, lo que terminó por facilitar la expansión crediticia del sistema bancario y del endeudamiento estatal (fíjense en la evolución exponencial de ambas magnitudes desde mediados de los 70).

Los antiliberales (de izquierdas y derechas) quieren conservar todo este esquema fraudulento para seguir apropiándose del dinero de los ahorradores: tanto el Gobierno como la banca salen beneficiados. Es decir, se ha impuesto un consenso entre izquierdas y derechas para conservar la configuración básica de este sistema financiero. Y dado que este núcleo resulta intocable para unos y otros, deben recurrir a chivos expiatorios, como la codicia y la falta de transparencia, sobre los que verter su furia legisladora.

Se nos dice que esta crisis no se repetirá si se controlan los riesgos que pueden asumir los inversores (especialmente los bancos), y si se informa a los ahorradores sobre el nivel riesgo de los distintos productos financieros.

En abstracto, todo esto suena muy bien. Los problemas comienzan a surgir cuando bajamos un poco a la realidad. El riesgo es un concepto totalmente subjetivo: lo que para unos puede ser un proyecto muy arriesgado (como crear un buscador de internet en 1998), para otros puede ser un negocio claramente rentable y seguro. Del mismo modo, lo que para unos puede ser una inversión muy segura (como adquirir una vivienda en España en 2005 o meter dinero a plazo fijo en 2006), para otros puede tratarse, sin ningún género de dudas, de un brutal error de análisis sobre las condiciones de mercado.

Por consiguiente, restringir el riesgo que pueden asumir los inversores es muy delicado. ¿Se imaginan que en 1998 el Estado hubiera impedido a Sergey Brin y a Larry Page que crearan Google (o que alguien les prestara dinero para crearlo) aduciendo que se trataba de un proyecto excesivamente arriesgado? A menos que el supervisor público se convierta en un comité de planificación central, se me antoja complicado que pueda desempeñar esta tarea.

Y, en cualquier caso, me parece que será imposible que tenga éxito en sus estimaciones de riesgo: a partir de 2004, por ejemplo, los distintos Estados han ido incorporando en sus ordenamientos el Tratado de Basilea II, por el que se regula el sector bancario. Este tratado consideraba —y se trata solo de uno de sus errores— las hipotecas residenciales uno de los activos menos arriesgados para los bancos. ¡En plena burbuja hipotecaria mundial, los Gobiernos sancionaban que las hipotecas no eran una inversión arriesgada!

Por otro lado, y por los mismos motivos, pretender informar a los ahorradores

sobre el riesgo exacto que están asumiendo no deja de ser un objetivo irrealizable. Exactamente, ¿quién medirá y cuantificará ese riesgo? ¿Los bancos que están quebrando gracias a sus *exitosas* inversiones? ¿Las agencias de *rating* que en 2005 y 2006 dijeron que la mayoría de los activos que están siendo impagados eran de máxima seguridad? ¿Los bancos centrales, que no solo crearon la burbuja actual, sino que esperaban que nunca tuviera fin? ¿Los Gobiernos, que se sumaron al carro de una falsa prosperidad y declaraban unidos, en 2007, que no había crisis seria alguna en el horizonte? ¿Acaso no es evidente que si los ahorradores hubieran seguido —más de lo que lo hicieron— las indicaciones de todos estos organismos, el batacazo actual sería aun mayor?

La codicia y la ignorancia parcial de los seres humanos no pueden eliminarse, ya que son parte de su naturaleza. Lo que sí puede y debe hacerse es corregir las regulaciones que conviertan esa codicia y esa ignorancia en los engranajes centrales del sistema financiero. Dicho de otra manera, no podemos evitar que los seres humanos vayan a equivocarse, pero sí podemos dejar de empujarles e incentivarles a que se equivoquen de manera recurrente y generalizada (lo que constituye el típico ciclo económico). Para ello sobran las regulaciones inútiles que pretendan fiscalizar y cuantificar los riesgos concretos, individuales y personales, y se necesitan otras que proscriban estrategias financieras insostenibles y fraudulentas, a saber, endeudarse a corto e invertir a largo.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
21 de octubre de 2008.

## El peligro de los planes de rescate

Prácticamente todos los gobiernos del mundo han aprobado algún plan de rescate de su sistema financiero. Parece un dogma incontestable que los Estados tenían que intervenir en la economía para evitar que los bancos quebraran. Tan imperativo parecía este salvamento que ni siquiera se preocuparon por distinguir entre buenas y malas políticas: había que hacer algo y había que hacerlo ya.

Sin embargo, la rapidez de actuación no debería estar reñida con el análisis riguroso de la situación. Actuar sin conocimientos no supone adelantarse a los hechos, sino precipitarse.

La crisis actual es fruto de un proceso generalizado de malas inversiones que han llevado a cabo los bancos y las empresas como consecuencia de las políticas de bajos tipos de interés de los distintos bancos centrales. El «crédito barato» ha provocado que proyectos que no resultaban rentables se emprendieran gracias a unos tipos artificialmente bajos y, por el contrario, que otros que sí lo eran (pero que no estuvieron afectados por la burbuja de precios) quedaran marginados.

La recuperación económica —como todas las recuperaciones económicas— se basa en que las malas inversiones se liquiden para que puedan emerger las nuevas; esto es, que las industrias hipertrofiadas durante el anterior auge artificial sean sustituidas por las industrias atrofiadas. En la situación actual tenemos un ejemplo bastante visual: durante años, la construcción se desarrolló a costa de, por ejemplo, la inversión en materias primas, de modo que ahora padecemos un *stock* invendible de viviendas y un «cuello de botella» de materias primas.

Pero para que esta reconversión productiva sea posible han de darse tres fenómenos: un ajuste de los precios relativos de las distintas industrias (para que aparezcan los negocios verdaderamente rentables), un incremento del ahorro (para financiar esos negocios) y una recolocación de los factores productivos (para implementar esos negocios).

Las quiebras son un mecanismo que el mercado proporciona para que estos tres fenómenos tengan lugar de una manera acelerada: los bienes de capital de las industrias insolventes se venden a precio de saldo, dejan de ser inmediatamente receptoras de inversiones y despiden a todos los trabajadores. Sin embargo, las quiebras tienen un problema serio: el pesimismo de los agentes de mercado durante las crisis puede llevarse por delante a negocios que son realmente rentables.

Pero en estos casos suelen aparecer los reflatadores profesionales de empresas:

grandes capitalistas con ahorros que adquieren las líneas de negocio rentables y los mantienen en funcionamiento gracias a sus enormes reservas de ahorro. Un ejemplo claro y reciente ha sido la entrada de Warren Buffett en el capital de Goldman Sachs.

En cierta medida, los Gobiernos, con sus planes de rescate, están tratando de emular a los reflatadores privados: captan ahorro privado emitiendo deuda pública, refinancian la deuda a corto plazo de estos proyectos y, al cabo de los años, esperan amortizar esta emisión de deuda pública con la revalorización de los activos. Sin duda, hay ciertos obstáculos de información e incentivos para que consigan semejante tarea, pero, si este fuera su único cometido, no habría motivo para grandes objeciones.

Sin embargo, existen dos serias objeciones a los planes de rescate públicos que pocos analistas parecen haberse planteado. El primero son los problemas de incentivos y de información a los que se enfrenta toda intervención pública y que tienden a provocar su fracaso. El segundo, en este caso más serio, es que, muy probablemente, la mayoría de planes de rescate no vayan destinados a refinanciar proyectos que serán rentables a largo plazo, sino a recapitalizar a los bancos adquiriéndoles unos activos sobrevalorados que nunca recuperarán sus antiguos precios inflados. En este caso, la inyección de capital dificultaría la recomposición de la economía, ya que impediría el ajuste de precios relativos (al pagar precios artificialmente altos, retrasaría la caída de precios), disminuiría el ahorro disponible para proyectos alternativos e impediría que los factores productivos se recolocaran hacia empresas que, por la falta de ahorro, ni llegarían a surgir.

En este supuesto, los bancos se salvarían a costa de sumir al resto de la economía en un estancamiento de décadas. Es por ello que la precipitación de los planes de rescate terminará siendo muy probablemente un lastre para la recuperación y no una política pública imprescindible sobre la que, según políticos y economistas, no había discusión posible.

*ElCato.org*

12 de noviembre de 2008.



## 21.

### ¿Inflación o deflación?

Tras la abrupta caída del precio de la mayoría de las materias primas y la consecuente moderación de la inflación, muchos economistas parecen haberse dado cuenta de que el peligro estaba en otro lado; en la deflación. ¿Estarán en lo cierto?

En general, se entiende que inflación equivale a subida de los precios y deflación a caída de ellos. Personalmente, no comparto ninguna de ambas definiciones, pues confunden causas y consecuencias (la inflación provoca que suban los precios, pero no es la subida de los precios). Sin embargo, para los propósitos del presente artículo no necesito enmendarlas, no sea que algún economista ortodoxo se niegue a reflexionar por una mera cuestión nominalista.

Parece claro que durante los últimos años se ha producido una fuerte inflación que no ha sido recogida por los índices oficiales. Al fin y al cabo, el IPC solo cuantifica las subidas de determinada cesta de bienes de consumo, lo que viene a ser como calcular la velocidad media de un vehículo teniendo en cuenta solo sus recorridos urbanos, o como calcular la altura media de los españoles utilizando como referencia a la selección nacional de baloncesto. Existen infinidad de bienes que no se recogen en el IPC y que son tanto o más decisivos para el funcionamiento de la economía que el precio del pollo: el precio de la vivienda o la cotización de las acciones, por poner dos ejemplos.

Según el INE, entre 2000 y 2008 la inflación fue del 30% (es decir, apenas un aumento medio del 3,8% anual), cuando en ese mismo período el precio de la vivienda en propiedad creció un 144%. Por qué la cirugía estética contribuye a medir la inflación pero la vivienda en propiedad no es algo que solo el simplismo de los ilustrados en dos tardes podrá justificar, pero en todo caso no cambia lo fundamental: quien quiera medir las subidas de precios con el IPC estará haciendo el ridículo.

¿Y por qué han subido tanto los precios en la economía (especialmente en la vivienda)? La explicación cuantitativista más sencilla es que la cantidad de dinero se ha incrementado mucho en los últimos años, lo cual, en cierta medida, es cierto: los depósitos de la banca española aumentaron un 150% entre 2000 y 2007. Sin embargo, y especialmente ahora, cabe fijarse en un criterio más cualitativo: el Banco Central Europeo y el sistema bancario en general han respaldado el dinero emitido por activos de mala calidad.

¿Por qué cree usted que las hipotecas *subprime* se han depreciado tanto en el último año? Pues porque ha quedado claro que su deudor no era solvente. La hipoteca

*subprime* no es más que un crédito que tiene el banco contra el hipotecado; del mismo modo, los euros y los depósitos a la vista no son más que créditos que tienen los tenedores de euros y los depositantes frente a la banca. ¿Qué ocurriría si se descubriera que la banca no es solvente? Pues precisamente lo que ha ocurrido con las *subprime*: el valor de los euros y los depósitos caería, es decir, subiría mucho el precio del resto de bienes y servicios.

Esto no es nada nuevo. Uno de los casos más conocidos es el de la crisis argentina de 2001. Cuando se comprobó que los bancos no podrían desembolsar todos sus depósitos, el precio de cada peso depositado cayó a una tercera parte; es decir, que todos los precios de la economía se incrementaron en un 200% para quienes tenían su dinero depositado en el banco. Todo ello sin que la cantidad de pesos variara lo más mínimo (y la devaluación no tuvo nada que ver, como argumentan algunos, con su previa convertibilidad con el dólar: lo mismo ha sucedido recientemente en Islandia con una moneda inconvertible). Es lo que pasa cuando un pasivo —y el dinero actual es un pasivo bancario— entra en impago o en perspectiva de impago.

Pues bien, después de aumentar de manera desproporcionada los precios de determinados bienes y de que los bancos respaldaran casi todos sus activos en esos bienes inflados, la burbuja se ha pinchado. Los precios de la vivienda, de las acciones y de muchas empresas están empezando a caer, y algunos economistas están poniendo el grito en el cielo. «Hay que impedir a cualquier costa la deflación, bajando al mínimo los tipos de interés, ya que hoy no existe riesgo inflacionista», dicen.

Ciertamente, su temor no es para menos, aunque llega un poco tarde. En realidad, deberían haber colocado el grito en el cielo cuando los precios de los inmuebles se multiplicaron por 2,5. La deflación no es sino la corrección virulenta de los excesos pasados. Que no se preocuparan por la orgía inicial de créditos pero se asusten por su contracción solo deja entrever su peligroso doble rasero: la obesidad mórbida es tan peligrosa como la delgadez extrema. Si la inflación fuese una burbuja, la deflación sería la anti-burbuja; lo malo de esta ya lo tenía, en sentido inverso, aquella.

Más sorprendente aún que este sesgo proinflacionista de muchos economistas es el remedio que predicán. Bajar los tipos de interés en medio de una deflación no sirve absolutamente para nada, como ha comprobado trágicamente Japón, que sigue en ella 12 años después de que los colocara en el 0,5%. Aunque, por supuesto, para los cándidos macroeconomistas si la rebaja de tipos no sirve de nada, entonces debe inundarse el mercado con dinero de nueva creación: el banco central tiene que comprar a los bancos todos sus activos de mala calidad a cambio de dinero de nueva impresión. Se espera así que el incremento de la cantidad de dinero provoque una inflación que compense la deflación... y todos tan felices.

El problema de estos equilibrismos de agregados es que nunca bajan a tierra. Por

ejemplo, en España los precios de la vivienda tienen que caer con respecto al resto de bienes porque si no los promotores seguirán construyendo 800 000 inmuebles al año. Los pisos están sobrevalorados, y deben sufrir un ajuste en sus precios antes de iniciar la recuperación.

Lo que la crisis y la posterior deflación ponen de manifiesto es que ciertas estructuras productivas se sobredimensionaron frente a otras; y por tanto es hora de reconvertir y reutilizar esas estructuras sobredimensionadas (liquidándolas al descuento) para relanzar las atrofiadas (por ejemplo, la industria exportadora en España). La manera de suavizar la deflación no pasa por matar la moneda, sino por hacer afluir más ahorro que pujan por los bienes de capital excedentarios.

Por supuesto, la deflación puede llevar la quiebra a la banca. Como hemos visto, nuestros depósitos están respaldados por sus activos, de modo que si estos caen de precio, aquella tendrá más deudas que créditos, es decir, será insolvente. Claro que si, como proponen los inflacionistas, el banco central compra a precios inflados los activos de la banca, el problema estará zanjado. Pero sería más honrado y simple proponer que nuestros depósitos se ajusten al valor de los activos del banco: al fin y al cabo, ¿para qué alterar el valor real de los depósitos, si puede reajustarse el nominal? (Argentina hizo algo similar con respecto a los dólares). Aunque esto último, claro, sería visto como un abierto robo, mientras que la inflación se confunde con una maldición cuasi divina.

Algunos, más que economistas, parecen trileros. Recapitalizar los bancos con dinero de nueva creación nos llevaría de la deflación a la hiperinflación, y los bancos acabarían igualmente descapitalizados (como bien se vio con los bancos alemanes que sobrevivieron a la hiperinflación de 1923 exhaustos de capital y que terminaron quebrando en 1931).

La crisis financiera es solo el reflejo de una crisis en la economía real; por tanto, desde el momento en que los bancos centrales todavía no han aprendido a multiplicar los panes y los peces, la política monetaria no debe orientarse a parchear las caídas de precios, sino a defender el valor de las divisas. La solución necesariamente pasa por un aumento del ahorro y un ajuste de los precios relativos, y mucho me temo que el expansionismo monetario no favorece ninguna de las dos cosas. Pero bueno, qué más dará esto cuando podemos recurrir al sota-caballo-rey de que, una vez caen los precios, hay que imprimir más dinero.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
18 de noviembre de 2008.

## Zapatero nos remata

Pese a la incapacidad de los economistas keynesianos para predecir y explicar la crisis actual, la izquierda y parte de la derecha vuelven a refugiarse bajo las faldas del economista británico. Parece que siempre que hay una gran crisis la ignorancia amplifica el miedo y el miedo amplifica la dependencia del Estado.

En su enésimo plan para salvar la economía y su imagen, Zapatero ha hablado sobre la necesidad de que en estos momentos el Estado dé un paso adelante y tome las riendas de la economía. Los inversores privados están desconcertados, por lo que solo la decidida acción del Gobierno puede dar estabilidad al país.

Es cierto que, en general, los inversores están sometidos a una cierta parálisis; y no es para menos: en un año, el valor de sus activos patrimoniales ha caído aproximadamente un 50%, sin que el de sus deudas se haya visto reducido en la misma medida. Dicho de otra manera: los empresarios no pueden refinanciar sus deudas a corto plazo, al disminuir el valor sus garantías y, como el aumento de la carga financiera les lleva a reducir costes, caen la producción y los niveles de empleo. Por su parte, los nuevos parados, agobiados por las deudas, restringen su consumo, con lo cual agravan aún más la situación de los empresarios.

Malas condiciones, pues, para asumir riesgos. Antes de iniciar nuevos proyectos debería, como mínimo, sanear mi situación financiera. Debería reducir mis gastos para poder liquidar las deudas y solo entonces plantearme el volver a elevar mi nivel de consumo y contraer nuevas deudas con las que emprender nuevos proyectos empresariales.

Una manera bastante eficiente de saldar viejas deudas pasa por vender a bajos precios parte de mi patrimonio. Si, por ejemplo, tengo una hipoteca sobre mi segunda vivienda, enajeno este inmueble —en las condiciones actuales, a un precio bastante inferior al de hace unos años— y con los ingresos amortizo parte de la deuda (con lo que reduzco la cuota mensual a la que debo hacer frente con mis ingresos corrientes). El mismo consejo vale para reducir una deuda empresarial.

Esto no solo permite reducir parte de las deudas, sino que además disminuye el precio de los bienes de capital y facilita la iniciación de nuevos proyectos empresariales. Plánteselo así: si el bajo de un edificio cuesta un millón de euros, montar una peluquería puede no ser demasiado rentable; en cambio, si su precio cae a 50 000 euros, probablemente encuentre muchas formas de rentabilizar la inversión.

La enajenación de los activos permite reducir la deuda que ata a los empresarios a

sus malas decisiones pasadas y disminuir los precios inflados de los bienes de capital que les nublaban la rentabilidad de sus planes de inversión futuros. Por tanto, no conviene dificultar este proceso de reestructuración empresarial: los precios de la vivienda tienen que bajar, muchos salarios tienen que caer y muchas empresas tienen que quebrar.

¿Y cómo facilitar y acelerar este crítico proceso de ajuste? Por un lado, con ahorro. Cuanto más ahorro haya, más rápidamente se dará salida a los activos en venta y más se reducirán las deudas que lastran las decisiones de los agentes. Asimismo, una mayor cantidad de ahorro permitirá financiar de manera sólida y adecuada los nuevos proyectos empresariales, a unos tipos de interés bajos. Por otro, mediante la liberalización del mercado de los factores productivos. Si, por ejemplo, fuese ilegal (o muy costoso) vender casas, el proceso de ajuste anteriormente descrito no tendría lugar. Por tanto, hay que evitar las regulaciones redundantes que pretenden retrasar las transacciones. Uno de los mercados más intervenidos es el laboral. Es complejo readaptar las condiciones de un trabajador (salario y funciones), y despedirlo es muy caro, de modo que, en lugar de reducir los sueldos, los empresarios optan por los despidos y evitan las contrataciones de personal, para así no tener que hacer frente en el futuro a nuevos y onerosos despidos.

Pues bien, el plan de Zapatero, que sigue la idea keynesiana de que es necesario gastar tanto como se pueda en tiempo de crisis, sigue la peor dirección posible. El Gobierno empleará 11 000 millones de euros de los españoles para financiar proyectos variopintos, relacionados, por ejemplo, con las infraestructuras, la automoción y la hostelería.

Dicho de otra manera: si los españoles necesitan ahorrar para superar la crisis, Zapatero les forzará a despilfarrar 11 000 millones, que ya no podrán ser utilizados en la adquisición de activos de los agentes que desean reducir su deuda. No solo eso: dado que esos 11 000 millones se financiarán con cargo al déficit público, los españoles no reducirán nuestra deuda, sino que la veremos coactivamente incrementada.

Además, parte de ese dinero afluirá a sectores que deben reestructurarse profundamente (esto es, vender a bajo precio sus activos), como el de la automoción, el de la hostelería o el de la construcción. Pese a que los consumidores (nacionales y, sobre todo, extranjeros) no quieran sus productos a los altos precios actuales, la inyección de capital de Zapatero les permitirá sobrevivir durante más tiempo, con lo cual retrasará las enajenaciones pertinentes, los ajustes de precios y, por tanto, el inicio de la recuperación.

Mientras este plan absurdo se pone sobre el tapete, las imprescindibles reformas laboral y energética son sistemáticamente olvidadas, como si no fueran asunto del Gobierno. Pero las dramáticas consecuencias de esta irresponsable pasividad siguen

lastrando nuestra economía: el paro aumenta a un ritmo vertiginoso y el déficit exterior sigue desbocado por nuestra dependencia energética.

Así pues, la economía española, lejos de ajustarse, sigue siendo una máquina agarrotada cuyo funcionamiento se está intentado forzar a partir de golpes y patadas. El Gobierno no solo bloquea el reajuste de sus piezas, sino que además le está chupando el combustible.

Sin flexibilidad y sin ahorro, la economía española está condenada a padecer una depresión formidable. Y es que cuando Keynes entra por la puerta, la perspectiva de recuperación sale escopeteada por la ventana.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
2 de diciembre de 2008.



## ¡Desregulen las agencias de calificación!

La madre de todas las cumbres económicas, celebrada en Washington el pasado 15 de noviembre, terminó pariendo un documento poco concreto que permitirá a sus participantes cargarse el libre mercado al tiempo que proclaman estar defendiéndolo. No queda claro cómo va a implementarse un keynesiano estímulo fiscal en una época de crecientes déficits públicos ni tampoco cuáles serán los criterios que guiarán la masiva supervisión financiera internacional que preconizan.

Mucho podría hablarse de las turbias bases de este nuevo sistema capitalista que pretenden edificar, pero prefiero centrarme en un punto que resulta paradigmático de la confusión y pésimas propuestas del G-20: la mayor regulación a la que serán sometidas las agencias de calificación. En concreto, a medio plazo se pretende que «las agencias de calificación crediticia que asignen calificaciones públicas deben estar registradas»; registro que, se supone, obligará a las agencias a cumplir complicadísimos (y probablemente inútiles) requisitos de aptitud y que, por tanto, permitirá a las autoridades cribar a las agencias de *rating* «buenas» de las «malas».

Desde luego, las agencias de calificación —esencialmente Moody's, Standard and Poor's y Fitch— han desempeñado un pésimo papel durante esta crisis. Tras conceder el máximo *rating* a numerosas hipotecas *subprime* y productos estructurados, se han visto forzadas a degradar a estos productos en una cuantía superior al medio billón de dólares conforme los impagos iban repuntando. No en vano los modelos económicos que empleaban las agencias eran claramente erróneos y pasaban, en algunos casos, por suponer que el precio de la vivienda en EE. UU. nunca dejaría de aumentar.

Los políticos han atribuido este fracaso global a que son los emisores de deuda quienes pagan a las agencias de *rating* por sus servicios, un sistema con el que se favorece el soborno y la corrupción. En buena medida razón no les falta, pero se equivocan en el modo de combatir este problema: no es más regulación, sino mucha menos, lo que necesitamos.

Hasta 1970, las agencias de calificación prestaban sus servicios a los inversores y no, como ahora, a los deudores. Quienes querían adquirir bonos empresariales acudían a alguna de las agencias y les preguntaban su opinión sobre la calidad de esos bonos; de esta manera, el inversor podía tener una idea aproximada del riesgo de la operación y decidir si el tipo de interés que ofrecían valía la pena.

Sin embargo, en 1970 se produjo la mayor quiebra empresarial de la historia de EE. UU., la de la empresa de ferrocarriles Penn Central. Muchos brokers se habían



apalancado enormemente para adquirir su deuda, con lo que la quiebra amplificó las pérdidas. La Security and Exchange Commission (SEC) respondió exigiendo a los *brokers* un mayor *haircut* para apalancarse contra deuda de mala calidad. La cuestión, sin embargo, era quién decidía qué es buena o mala calidad. Así, en 1975 la SEC aprobó la denominación de Agencia de Calificación con Reconocimiento Nacional (Nationally Recognized Statistical Rating Organization o NRSRO) para diferenciar a las agencias de *rating* que podían prestar calificaciones reconocidas por la SEC de las que no.

El efecto de esta denominación ha sido que toda emisión de deuda debía contar, de antemano, con la calificación de una de las NRSRO, ya que en caso contrario los *haircuts* aplicados a *brokers* y bancos de inversión serían tan altos que desincentivarían su adquisición.

Tras la reforma de la SEC, hemos pasado de un modelo donde era el inversor quien pagaba a las agencias de *rating* a un modelo donde el deudor es presa de estas agencias, si es que quiere poder emitir deuda. En el primer modelo, el fracaso era necesariamente penalizado: si sus previsiones no se cumplían y el inversor perdía dinero, la reputación de esas agencias caía. En el segundo modelo, el fracaso resulta irrelevante, ya que en última instancia, las agencias son un cártel que expide licencias para emitir deuda. Los deudores han de pasar por ellas, sean de utilidad o no.

Solo rompiendo este cártel oligopolístico el mercado logrará disciplinar a las agencias de calificación: premiando a las que adopten modelos de valoración realistas y de calidad y penalizando a las que concedan *ratings* absurdos. Pero esto es justamente la dirección opuesta a la que camina el G-20: más regulación y más exclusión de la competencia en los registros públicos.

Las agencias de calificación fallaron tanto o más que Arthur Andersen con su auditoría de Enron. Solo cuatro días antes de quebrar, le mantuvieron el *rating* de «grado de inversión» a la empresa energética. Pero, a diferencia de Arthur Andersen, su error no las hizo desaparecer. Y es que la regulación estatal no obligaba al mercado a seguir utilizando los pésimos servicios de la auditoría pero, en cambio, sí lo hacía y lo sigue haciendo con los de las agencias de calificación.

*ElCato.org*

15 de diciembre de 2008.

## ¿A qué juega la Reserva Federal?

En una decisión sin precedentes en la historia de Estados Unidos, la Reserva Federal ha decidido esta tarde reducir los tipos de interés hasta un rango entre el 0% y el 0,25%. Puede que muchos se sorprendan por esta medida, pero realmente estaba cantada desde hace tiempo y, de hecho, no es una de las más graves que ha tomado Bernanke durante su mandato, aunque sí la más llamativa.

Pese a que los analistas esperaban que, como mucho, la Fed recortara los tipos 50 puntos básicos hasta dejarlos en el 0,5%, finalmente ha preferido echar toda la carne en el asador. El motivo no ha sido otro que el temor a la «deflación» que desde hace unos meses se vive en el país y que siempre ha tenido Bernanke como principal preocupación: sin ir más lejos, hoy se ha conocido que el IPC cayó en noviembre al mayor ritmo desde 1932, después de que siguiera una tendencia similar el mes anterior.

Sin embargo, mucho me temo que ni el diagnóstico ni los remedios aplicados por la Fed son los correctos para la situación actual. De hecho, Estados Unidos está cometiendo, uno a uno, todos los errores en los que ha caído Japón durante los últimos 20 años. La solución de Bernanke y de muchos monetaristas es simplista: si los precios caen, vamos a inundar de dinero la economía hasta que el valor del dólar se desplome tanto que los haga volver subir.

Pero parece que estos economistas académicos nunca han adquirido los más básicos conceptos de contabilidad. El problema de los bancos estadounidenses no es que el acceso al crédito esté caro (lo que sí podría resolverse parcialmente bajando tipos), sino que están quebrados (esto es, que el valor de sus activos ha caído por debajo del de sus deudas), como sí ha sabido ver muy bien el gurú financiero Jim Rogers. Una empresa quebrada —también un banco— es una empresa muerta, ya que nunca será capaz de generar los ingresos suficientes como para repagar sus deudas, ni aunque las refinance a excelentes condiciones ni aunque deje de amortizar el activo.

Si los precios están disminuyendo en la economía estadounidense es simplemente porque todos los inversores están vendiendo masivamente sus activos para repagar parte de su deuda excesiva. La vivienda, la bolsa, las materias primas y cualquier otro activo (salvo el oro) en el que los inversores se apalancaran durante los últimos años están cayendo de precio y, como no podía ser de otro modo, los de los bienes de consumo también terminan desinflándose. En todo proceso de desapalancamiento y contracción crediticia, el valor de los activos se hunde y, en consecuencia, el de la

moneda sube. Pero ¿acaso colocar los tipos de interés al 0% logra detener la venta masiva de activos para amortizar deuda? De nuevo, el problema, como ya se vio en Japón, no es solo de liquidez, sino sobre todo de solvencia.

La Reserva Federal, con esta decisión, solo se compromete a tratar de refinanciar sin intereses la deuda de unos bancos *zombificados*. Pero que nadie espere que esta bajada de tipos se vaya a plasmar en un aumento de los créditos a la economía productiva ni en una reactivación del crecimiento o de la creación de empleo. Cuando los bancos todavía no han dado de baja sus malos créditos so pena de quebrar, es absurdo esperar que vuelvan a prestar unos recursos que, en realidad, no tienen.

Por tanto, colocar los tipos del 0% no tendrá ningún efecto real, es una mera operación de maquillaje para no hacer lo que de todas formas ya no se pretendía hacer: reconocer que los bancos y la mayor parte del sistema financiero estadounidense están quebrados.

El problema no es este placebo, sino qué escenario se nos abre por delante. Bernanke ya ha perdido todo su margen de maniobra para bajar tipos, así que es de esperar que en los próximos meses, cuando la deflación no haya remitido y la economía siga estancada, dé un paso al frente y adopte medidas realmente radicales; por ejemplo, adquirir todos los activos de los bancos a precios absurdamente inflados contra dinero de nueva impresión.



En lugar de liquidar las malas inversiones de los bancos, las empresas y las familias, permitiendo que la estructura productiva se reajuste, la Reserva Federal y el Gobierno de Estados Unidos parecen empeñados en conservar una economía muerta y paralizada, donde los errores pasados se perpetúan y donde el sacrificio de la moneda se convierte en la tabla de salvación de los insolventes. Desde luego, como también señala Jim Rogers, Bernanke y Paulson están abocando al colapso a la que, durante décadas, fue la economía más pujante del mundo.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
16 de diciembre de 2008.

## Madoff no ha causado esta crisis

La secretaria de Organización del PSOE, Leire Pajín, dijo el lunes que el escándalo Madoff ponía de manifiesto el origen de la crisis económica actual. No se refería, imagino, a que Madoff fuera el responsable último de nuestros problemas, sino a que la generalización de sus pautas de comportamiento (malas prácticas financieras originadas en una codicia ilimitada) ha sido lo que nos ha llevado al atolladero.

Sin embargo, el caso Madoff no tiene nada que ver con la gestación de la crisis. Se trata de un fraude típico de nuestras sociedades (de hecho, nuestro sistema de pensiones se asienta en las mismas bases), cuyas consecuencias se limitan a las pérdidas que sufren los estafados. En concreto, es un esquema de venta piramidal o Ponzi, denominado así precisamente en alusión al estafador Carlo Ponzi.

Básicamente, Madoff ofrecía rentabilidades altísimas a los inversores no porque fuera muy hábil utilizando su dinero, sino porque sufragaba esas rentabilidades con las sucesivas remesas de dinero que iban entrando en su fondo. Obviamente, cuanto más alta fuera la rentabilidad que ofreciera, más inversores se sentirían atraídos y más tiempo le duraría el chiringuito. Pero en esta crisis lo que escasea es la liquidez, así que cuando los inversores de Madoff empezaron a retirar su dinero, el fondo no tuvo más remedio que quebrar.

Desde luego, Madoff trató de forrarse a costa de los demás, y para ello no tuvo reparos en saltarse la ley y violar los derechos de propiedad. Pajín, uniendo algunos retazos de especulaciones, ha tratado de presentar esta estafa como algo inherente al capitalismo que cuando se generaliza provoca graves crisis económicas, como la actual.

En realidad, la estafa no es que sea algo inherente al capitalismo, sino a la naturaleza humana. El capitalismo no es el mejor sistema económico porque modifique la naturaleza humana, sino porque procura cauces e incentivos para favorecer la cooperación entre los individuos, y no el parasitismo. Dicho de otra manera, el capitalismo permite a la gente forrarse engañando a los demás (lo que debería dar lugar a un proceso judicial destinado a resarcir a las víctimas), pero también beneficiándolos. Difícilmente puede decirse esto mismo de la política, que es precisamente el arte de lograr que la gente haga lo que no quiere.

Pajín no solo yerra en su diagnóstico torcido de la naturaleza inherentemente corrupta del mercado y del comercio, sino en su análisis de la crisis. Ya expliqué por qué solo es parcialmente cierto que fuera la avaricia lo que la engendrara:

ciertamente, los bancos actuaron fraudulentamente cuando se endeudaron a corto plazo y prestaron a largo. Pero lo grave en esta historia no es que haya gente que quiera enriquecerse demasiado rápido por cualquier medio, sino que el Estado estimule y espolee ese proceso corruptor, que es justo lo que se calla Pajín.

Para llevar a cabo su estafa, Madoff tuvo que esconderse del Estado y torcer la ley. Los bancos lo hicieron no ya con luz y taquígrafos, sino con la colaboración entusiasta de los bancos centrales. Recordemos simplemente que en 2003 la Fed colocó los tipos de interés al 1% para que las entidades de crédito pudieran refinanciar su deuda a unas tasas más baratas y, así, pudieran prestar todavía más dinero a un mayor número de personas y a unas condiciones más asequibles: aquí, claro, se produjeron las hipotecas *subprime*.

No solo eso, el propio jefe de Pajín amenazó hace una semana a la banca española con adoptar «medidas extraordinarias» si no concedía nuevos créditos. Dicho de otra manera: en unos momentos en los que la banca está intentando reestructurar sus balances para reducir el peso de la deuda a corto plazo y casar el vencimiento de activos y pasivos, Blanco les presiona para que sigan cometiendo el fraude que está en el corazón de la crisis: la transformación de plazos o la práctica de endeudarse a corto e invertir a largo.

Desde luego, sin tener esto claro no parece aconsejable ponerse a regular masivamente el sistema financiero. Primero, porque el caso Madoff ilustra, entre otras cosas, que el supervisor es incapaz de controlar todas las operaciones que se están realizando en todos los mercados (Madoff fue inspeccionado por la SEC hace apenas un año); segundo, y sobre todo, porque no necesitamos más, sino mejor regulación, y el PSOE no parece tener claro en qué consiste esa mejor regulación.

Habrán Pozis y Madoffs en cualquier sistema financiero: la tentación de la corrupción está ahí, y ni puede eliminarse de la mente humana ni puede fiscalizarse a toda la sociedad de manera efectiva para prevenirla. Tampoco son, con todo, especialmente dañinos. Por lo general, como ya he indicado, sus víctimas no van más allá de quienes les habían confiado (directa o indirectamente) su dinero.

Sin embargo, sí podemos evitar (o minimizar extraordinariamente) los ciclos económicos que desde hace varios siglos vienen lastrando a nuestras sociedades, y cuyas consecuencias afectan —en forma de desempleo, contracción crediticia e inflación— a toda la sociedad. No es necesario tener regulaciones complejas, sino una legislación mercantil clara que proscriba la transformación de plazos, un banco central que no se dedique a promover este tipo de operaciones, sino a defender el valor de su moneda, y un Gobierno austero que no recurra al sistema bancario para financiar sus abultadísimos déficits públicos.

## Las recetas de Greenspan

Uno de los principales responsables de la crisis económica actual, Alan Greenspan, escribió el pasado jueves un artículo en *The Economist*, donde exponía sus recetas para corregir parte del desastre que él mismo contribuyó a crear.

El *Maestro*, como se le llamaba en los ámbitos académicos y periodísticos, fue el presidente de la Reserva Federal entre 1987 y 2006. Su mandato estuvo marcado por utilizar la política monetaria para calentar y enfriar la economía, dependiendo de las circunstancias. Así, por ejemplo, cuando la actividad se estancaba, Greenspan bajaba los tipos de interés, y cuando la inflación repuntaba en exceso los incrementaba.

En cierta medida, sus decisiones se consideraban un ejemplo de gestión científica de la moneda y el crédito. Gracias a él, las palabras inflación y depresión parecían haberse convertido en estigmas de una economía primitiva y arcaica.

Greenspan, sin embargo, no parecía entender que mediante manipulaciones monetarias no puede crearse riqueza, como mucho puede evitarse que se destruya. Cuando la Fed bajaba los tipos de interés, estaba promoviendo una expansión artificial del crédito hacia proyectos de inversión que no eran rentables. Simplemente no podemos invertir sin haber ahorrado con anterioridad, por mucho que el banco central de turno manipule temporalmente los tipos de interés para hacernos creer que el ahorro disponible ha aumentado.

Así, después de que Greenspan provocara y pinchara la burbuja de las *puntocom*, Estados Unidos se vio abocado a una recesión, que no es más (como todas las recesiones) que un proceso para limpiar la economía de las malas inversiones. Algo así, salvando las distancias, como la resaca, que no es más que la exteriorización del proceso de eliminación de toxinas después de una borrachera.



El *Maestro*, sin embargo, no quiso afrontar este necesario proceso de ajuste (que se vio repentinamente agravado por el *shock* que supuso el 11 de septiembre), e inició la rebaja de tipos de interés más drástica (hasta entonces) de la historia de Estados Unidos. Así, por ejemplo, entre 2003 y 2004 mantuvo los tipos al 1%, una cifra poco más que testimonial para permitir que la pirámide de deuda sobre la que reposaba buena parte de la economía estadounidense (las familias, el Gobierno y muchas empresas) se disparara sin control. Durante años, el crédito fácil propiciado por Greenspan afluyó a todas partes: al déficit público, a los automóviles, a las adquisiciones de empresas y, sobre todo, a las viviendas.



Como en España, los bajos tipos de interés dispararon la demanda de inmuebles y, con ella, sus precios. Se generó así una burbuja que facilitó que los bancos ya no tuvieran que preocuparse por la solvencia de sus deudores, ya que si el hipotecado dejaba de pagar, siempre podían vender su vivienda a unos precios que no dejaban de aumentar. El propio Bernanke, actual presidente de la Fed, en uno de los ejercicios de miopía más notorios de la reciente historia de Estados Unidos, tranquilizó a los más suspicaces jurando en 2005 que no existía ninguna burbuja en el mercado inmobiliario. Solo el infinito era el límite del precio de las viviendas.

Obviamente, cuando todos estos pronósticos se revelaron fallidos, los bancos, que habían prestado fondos por un importe de unas 25 veces su capital, se toparon con que estaban quebrados. Bastaba con que sus deudores no les devolvieran alrededor de un 5% de sus créditos para que tuvieran que echar el cierre a lo Lehman Brothers.

Ahora, Greenspan, que algo sabe de la génesis y el desarrollo de este desastre, aparece en *The Economist* advirtiéndole de que los bancos tienen que recapitalizarse. Y tanto, porque si las leyes tradicionales del mercado (ese que supuestamente se ha llevado hasta sus últimas consecuencias) se hubiesen aplicado con el más mínimo rigor —por ejemplo, en materia concursal— pocas entidades de crédito quedarían actualmente en pie.

El problema de esta perogrullada es que no queda muy claro cómo va a lograrse. Los bancos son los primeros que, desde hace tiempo, saben que necesitan recapitalizarse a toda costa. Por eso han estado negociando fusiones, emitiendo acciones, vendiendo activos y restringiendo el crédito. Pero el resultado ha sido insuficiente para compensar las pérdidas derivadas de los impagos y de la depreciación de sus activos.

¿Cómo lograr, por tanto, la recapitalización? Greenspan reconoce que los planes de rescate públicos no son soluciones definitivas (probablemente porque tema la quiebra del Estado), así que aboga por que los precios de la vivienda y de las cotizaciones bursátiles vuelvan a aumentar (con lo que las emisiones de acciones y de deuda serían mucho más efectivas).

Pero esto no es más que una petición de principios. ¿Cómo lograr que la vivienda y las acciones vuelvan a encarecerse? Aunque no lo especifique en su artículo, supongo que Greenspan abogará, como ha hecho su sucesor Bernanke, por bajar los tipos de interés para que el crédito vuelva a dirigirse hacia la vivienda y hacia la bolsa. Pero mucho me temo que esto solo equivale a echar dinero bueno sobre dinero malo. Si los precios de todos los activos están cayendo es porque todo el mundo (incluidos los bancos) están tratando de reducir su excesivo endeudamiento mediante la liquidación de sus activos. ¿Cómo podemos esperar que unos bancos sin capital y que pretenden disminuir su endeudamiento sean los impulsores de una nueva expansión del crédito, por mucho que lo abarate la Fed? De ninguna manera, y

Greenspan lo sabe (o debería saberlo).

La crisis solo terminará cuando el ahorro aumente y se dirija, en forma de inversiones, hacia la adquisición de unos activos cuyos precios se hayan abaratado lo suficiente como para volverlos atractivos y rentables (es decir, que al contrario de lo que receta Greenspan, no conviene frenar *como sea* todo ajuste de precios de los activos). Se trata de un proceso largo que ya lleva meses en marcha, pese al desmesurado alarmismo político sobre la parálisis e inoperancia del mercado. Solo cabe esperar que ni el gasto público de los Paulsons y Obamas ni las políticas monetarias suicidas de los Greenspans y Bernankes lo entorpezcan tanto como para aplazarlo *sine die*.

*Libertad Digital*  
21 de diciembre de 2008.

## Los precios tienen que ajustarse

Luis Hernández Arroyo (LHA) publicó el pasado lunes una réplica a uno de mis artículos donde, *grosso modo*, me dedicaba a criticar a Greenspan por proponer rebajas en los tipos de interés para solucionar la crisis actual. Según LHA, mis ataques estaban infundados porque el mayor peligro al que nos enfrentamos hoy no es la inflación a la que podría dar lugar la rebaja de tipos, sino la deflación que se está desatando en la economía. Asegura, además, que la experiencia histórica ha demostrado que, cuando no se han bajado tipos con rapidez ante una contracción crediticia, el resultado ha sido devastador.

Sin embargo, mi argumento contra las bajadas de tipos de interés que está acometiendo Bernanke no pasa, como parece sugerir LHA, por que eleven el IPC, sino porque son inútiles y, si no lo fueran, serían contraproducentes. Efectivamente, como bien apunta mi colega, el riesgo ahora mismo no es la inflación, sino la deflación (algo que, por otro lado, ya sabían los lectores de *Libertad Digital*, como mínimo, desde mayo). Durante años, los bancos, instigados por Greenspan y Trichet, acometieron una enorme expansión crediticia endeudándose a corto e invirtiendo a largo. Dicho de otra manera, adquirieron con un gran apalancamiento activos con un valor cada vez más inflado.

Pero cuando los precios de las viviendas y de otros activos comenzaron a caer a mediados de 2007, los agentes económicos se vieron forzados a reducir su endeudamiento. Si yo me hipoteco esperando que el precio de un inmueble suba y, por el contrario, cae, intentaré amortizar mi deuda antes de que sea demasiado tarde. Ese es el proceso deflacionario en el que estamos ahora: todos los agentes quieren reducir su deuda y para ello liquidan sus activos. Y cuando todo el mundo quiere vender algo, su precio se hunde (deflación). Por si fuera poco, si el valor de estos activos se reduce, el valor real de mis deudas se dispara, lo que me puede abocar a la quiebra. Esto es lo que les sucede a los bancos: hasta 2006 se habían apalancado 30 veces sobre su capital y ahora el precio de sus activos se desinfla, con lo que se vuelven incapaces de hacer frente a su enorme deuda.

La receta monetarista pasa por evitar que el precio de los activos siga cayendo. Al fin y al cabo, si su precio subiera, los agentes económicos (como los bancos) no tendrían que reducir su endeudamiento, dejarían de liquidar los activos en masa y el crédito seguiría fluyendo con normalidad hacia la economía. Y una manera —dicen— de evitar que caigan los precios de los activos es abaratando el crédito tanto como

sea suficiente para estimular a los bancos a que vuelvan a adquirirlos.

El problema, como digo, es que esta receta solo puede ser estéril o contraproducente. Los monetaristas —desde Fisher a Friedman— tienen, a mi juicio, una visión muy mecanicista y reduccionista de las relaciones económicas. Para ellos, una rebaja de tipos siempre implica un aumento del crédito, esto es, suponen que en cualquier circunstancia siempre habrá unos agentes económicos dispuestos a prestar y otros dispuestos a endeudarse.

Pero en la coyuntura actual todo el mundo está tratando de reducir su deuda a marchas forzadas, así que lo prudente no pasa por volver a apalancarse, por mucho que se abarate el crédito. Los bancos, ahora mismo, están limitando al máximo el crédito, porque apenas tienen capital para asumir nuevos impagos futuros. Por mucho que Bernanke ponga los tipos al 0%, no conseguirá ni que los bancos vuelvan a prestar ni que las familias o las empresas vuelvan a endeudarse.

Pero, ¿y si lo consiguiera? ¿No vale la pena intentarlo por si acaso? Pues no. Los precios de los activos tienen que caer a menos que queramos tener una economía moribunda y esclerotizada. Tomemos el caso de España. Las viviendas subieron tanto de precio que en 2006 era rentable construir 800 000 inmuebles anuales. Si su precio no sufre una corrección importante, la economía española seguiría produciendo 800 000 inmuebles más año tras año. ¿Acaso los españoles necesitamos ocho millones de viviendas adicionales por década? Claramente no, sobre todo teniendo el mayor déficit exterior del mundo (dicho de otra manera, si seguimos construyendo viviendas no podremos mantener nuestro nivel de vida actual). ¿Por qué subieron tanto de precio las viviendas? Porque el Banco Central Europeo estimuló una expansión crediticia en toda la zona del euro que afluyó hacia el ladrillo español y disparó sus precios muy por encima de sus fundamentales. Ahora es imprescindible que esos precios caigan para que la construcción pierda peso y lo ganen otras industrias con las que saldar nuestro déficit exterior.

Por tanto, si la política monetaria expansiva de Bernanke (o de Trichet, si le siguiera el juego) lograra evitar los ajustes de precios en los activos (como la vivienda), la estructura productiva actual, claramente insostenible, no se readaptaría para servir a las necesidades de los consumidores.

LHA alude a los casos de Japón en los 90 y de Estados Unidos en los 30 para demostrar que las políticas monetarias contractivas son catastróficas. Sin embargo, a mí me parece que reafirman mis argumentos.

A partir de enero de 1990, la bolsa de Japón comenzó a desinflarse desde su máximo de 38 922 puntos. Es cierto que durante los primeros meses el Banco de Japón subió los tipos hasta el 6%, pero a partir de agosto de ese año los empezó a bajar de manera continuada hasta que en 1995 llegaron al 0,5%. Desde entonces, los tipos nunca han superado el 0,75%, pero esto no ha logrado que la bolsa (ni el

crecimiento económico de Japón) volviera a repuntar. Hoy el Nikkei sigue estancado en torno a los 8600 puntos. Por tanto, la bajada de tipos ha sido del todo inútil.

Ahora bien, como digo, la reducción de tipos también puede ser contraproducente. A principios de los años 20, Estados Unidos sufrió la mayor deflación de su historia. En junio de 1921, el IPC cayó un 15% en su tasa interanual (en ningún período anual de la Gran Depresión se produjo una caída tan acusada). La enérgica respuesta, sin embargo, del secretario del Tesoro, Andrew Mellon, permitió que apenas en 1922 ya se hubiese superado la crisis. ¿Qué hizo Mellon? En un año redujo los impuestos, el gasto público, la deuda pública y el número de funcionarios a la mitad. La política monetaria desempeñó un papel menor durante esta crisis, ya que las operaciones de mercado abierto todavía no se habían desarrollado.

Durante los años siguientes (especialmente en 1924 y 1927), sin embargo, el gobernador de la Reserva Federal de Nueva York, Benjamin Strong, (al que Friedman tanto alaba en su *Historia Monetaria de Estados Unidos* y en su *Libertad de Elegir*) sí acometió una gran expansión del crédito, lo que condujo a Estados Unidos a la crisis bursátil y bancaria de 1929-1931. Por tanto, aquí tenemos un ejemplo de políticas monetarias expansivas efectivas pero contraproducentes. Por cierto, al contrario de lo que afirma LHA, no fue la deflación lo que nos condujo a la Segunda Guerra Mundial sino, al menos en materia económica, la planificación estatal y la destrucción del comercio internacional que se inició en 1930 con la aprobación del arancel Smoot-Hawley; como digo, la deflación de 1920-1921 fue más profunda y no dio lugar ni a quince años de depresión ni a ninguna guerra. No conviene restringir la historia económica a las interpretaciones que hizo Milton Friedman —por sugerentes que puedan ser—; otros autores, como Benjamin Anderson o Melchior Palyi, de hecho, proporcionan una imagen mucho más fidedigna de lo que sucedió en la Gran Depresión.

El artículo de LHA toca muchos otros palos que me gustaría comentar, pero esto haría mi respuesta excesivamente larga. Simplemente, quiero matizar dos puntos. El primero es que no puede decirse que Hayek fuera un gran pensador que, no obstante, dejó desatendida la macroeconomía. De hecho, casi toda la obra económica de Hayek (*Teoría Monetaria y el Ciclo Económico*, *Precios y Producción* y *La Teoría Pura del Capital*) y por la que le dieron el Nobel versa sobre la macroeconomía (cómo las expansiones crediticias distorsionan la estructura de capital de la sociedad al no estar financiadas con cargo a ahorro real y esto genera el ciclo económico).

El segundo es que me parece una visión parcial sostener, en la línea de Eichengreen y otros, que los países que abandonaron antes el patrón oro durante la Gran Depresión también iniciaron su recuperación más pronto. Desde luego, las naciones más endeudadas (como Inglaterra) experimentaron un alivio financiero al impagar sus deudas en oro, pero solo a costa de arruinar a sus acreedores (como

Francia o Alemania). Esto es, los países que abandonaron el oro medraron finiquitando el comercio internacional y agravando la crisis. No creo que sea una actitud digna de encomio; sería como decir que las familias estadounidenses que han impagado sus hipotecas *subprime* mejoraron su condición financiera antes que las que siguieron pagando religiosamente a los bancos, o que Brasil hizo muy bien devaluando el real en 1998. Pero aquí no estamos ponderando ni el daño que los deudores *subprime* causaron a los bancos estadounidenses ni el que Brasil infligió a Argentina.

En definitiva, en un período de liquidación masiva de activos, bajar tipos no sirve de nada, porque los deudores insolventes no volverán a pedir prestado hasta que se desapalanquen; pero, aun cuando el crédito volviera a fluir, solo retrasaría el ajuste de precios relativos que es imprescindible en estos momentos para dar nuevos bríos a la economía (ni España ni Estados Unidos necesitan millones de viviendas nuevas cada año). En la actualidad solo estamos pagando los excesos de la borrachera de crédito anterior, la crisis es inevitable y solo puede aliviarse de una manera: liberalizando la economía y reduciendo el gasto públicos y los impuestos. La política monetaria no servirá para nada bueno.

*Libertad Digital*  
25 de diciembre de 2008.

## Las expansiones monetarias distorsionan los precios

En *Libertad Digital* es costumbre que las discusiones entre articulistas no se prolonguen a más de cuatro columnas. Yo escribí un artículo en contra de Greenspan, Luis Hernández Arroyo (LHA) replicó, yo le contesté y ahora él vuelve a replicar. Se cierra así el ciclo, aunque no necesariamente la discusión, que para algo tengo el blog.

Básicamente, en este nuevo artículo, LHA realiza una distinción entre ajuste de precios relativos y ajuste del nivel de precios. En mi anterior columna, ya expliqué por qué resulta imprescindible para salir de la crisis que los precios de los bienes de capital se ajusten; por ejemplo, que el precio de la vivienda se reduzca para reorientar los factores productivos. LHA me da la razón en esto, pero matiza que esto es solo una parte del asunto, ya que el problema de la deflación no es que caigan *algunos* precios, sino que caigan *todos* los precios. A este fenómeno de caída generalizada de precios le atribuye una serie de consecuencias negativas:

- Si caen los precios no hay sectores que destaquen por su rentabilidad y, por tanto, no habrá industrias que desaparezcan y otras que emerjan, sino que todas caerán.
- Ningún sector aumentará el número de trabajadores si los precios caen.
- Se retira el dinero de circulación y se conserva en activos líquidos como las letras del tesoro, presionando aun más los precios a la baja.
- El monto real de las deudas se incrementa.
- Aumenta la incertidumbre y la desconfianza.
- Cuando caigan las rentas y los salarios, el valor real de los bienes de capital puede incluso aumentar con respecto al actual.
- El déficit exterior español no se puede corregir mediante una deflación interna.

Bueno, por partes. Primero, no hay nada así como un «nivel general de precios». El nivel general de precios no es más que una media ponderada de un conjunto más o menos grande de los bienes de la economía. Por tanto, la distinción entre aumentos y caídas generales de precios y aumentos y caídas particulares no tiene sentido (los aumentos o caídas generales son solo la agregación de los aumentos y caídas

particulares), o al menos no tiene sentido como una causa de la crisis. Es posible que todos los precios caigan a la vez, sí, pero esto solo será el resultado de algún elemento externo común a todos ellos que fuerce a todos y cada uno de los precios particulares a caer. LHA cree que este elemento común es el dinero, pero precisamente por eso las soluciones que plantea son problemáticas e inasequibles, como más tarde comentaré.

De momento solo quiero decir que los precios relativos pueden ajustarse perfectamente si unos precios caen más que otros, aunque todos caigan; y que deflación no significa que todos los precios caigan en la misma medida o porcentaje, sino que hay un elemento común que los lleva a todos a caer en distintas proporciones. Y en esto no hay nada necesariamente problemático, tal y como LHA plantea.

Las empresas no prosperan por los precios de sus bienes finales, sino por sus márgenes comerciales. Si mi precio cae pero mis costes caen todavía más, mi margen y mi rentabilidad sobre el capital se incrementan. La industria, lejos de contraerse, se expande. Por eso, aun cuando todos los precios caigan, habrá algunos precios que caerán más que otros (tanto entre bienes de consumo competitivos entre sí como entre los factores productivos que necesitan esas industrias) y por tanto sí será posible discriminar entre mejores y peores industrias. Por ejemplo, según Jim Rogers uno de los cuellos de botella de la economía actual se encuentra en la carestía de materias primas; dicho de otra manera, hasta 2015, como mínimo, la oferta de materias primas no se habrá elevado lo suficiente como para abastecer de manera rentable a la demanda. Es muy probable que los precios de materias primas no vuelvan a alcanzar los máximos que tocaron en plena burbuja, pero a medio plazo probablemente suban a un nivel que, pese a haber caído de precios, implique una caída menor que el de los factores productivos que necesitan para ser producidas. Lo contrario sucede con la vivienda: los precios de esta han de caer tanto que seguirá sin ser rentable producirlas hasta que el *stock* actual se liquide.

Pues bien, si es posible discriminar entre industrias rentables e industrias que no lo son (al fin y al cabo, decir que esto es imposible equivale a afirmar que en una inflación también es imposible, porque los costes están constantemente subiendo), también es posible que las industrias rentables y en expansión contraten a nuevos trabajadores, por supuesto a salarios menores (lo que no significa que el poder adquisitivo caiga, en la medida en que los precios de los bienes de consumo también lo hagan).

Por este mismo motivo, tampoco es cierto que el ahorro se quede permanentemente en activos líquidos como las letras del tesoro. La inversión se mueve por pares de rentabilidad-riesgo; ya hemos visto que la rentabilidad sigue subsistiendo en deflación. ¿Pero es una rentabilidad suficiente para vencer el riesgo



percibido por los agentes? El riesgo depende de la posibilidad de no lograr una inversión similar con respecto a otros activos que se perciben de igual riesgo (en teoría de las finanzas se describe de una manera distinta, como la variabilidad del precio del activo, pero esto sería otro tema); esa dificultad para lograr rentabilidades similares depende, en buena medida, del precio pagado por el activo. Por ejemplo, si compro un piso de 50 metros cuadrados a las afueras de Madrid por 500 000 euros es muy posible que no logre rentabilizarlo (ni mediante alquiler ni mediante reventa), pero si lo compro por 75 000 es bastante posible que sí y, si lo adquiero por 10 000, definitivamente sí lo lograré. Dicho de otra manera, el dinero permanece en los activos menos arriesgados mientras los activos competitivos no nos ofrezcan, mediante caídas de precios, márgenes de seguridad lo suficientemente atractivos como para liquidar las letras y adquirir esos otros activos.

Que el dinero se quede en forma de activos líquidos (tampoco entro a discutir si la deuda pública es líquida o negociable y si conviene que el dinero se resguarde ahí) cumple una función esencial y es forzar a que los precios de los activos competitivos caigan lo suficiente de precio (con respecto a sus valores inflados) como para que sea a) rentable y b) seguro invertir. Intentar sacar a machamartillo el dinero de esos refugios líquidos implica forzar (coactivamente o no) al inversor a que deposite su dinero en inversiones que no considera lo suficientemente rentables o seguras. ¿Es esto lo que queremos? ¿Que se realicen inversiones que cada inversor no considera lo suficientemente rentables, esto es, que se dilapiden los ahorros? Todo esto no significa, como ya he explicado en alguna ocasión, que empresas que son rentables no puedan desaparecer por una sequedad transitoria del crédito, pero esto está lejos de ser una catástrofe irreversible, más bien dramas particulares que convendría evitar (de ahí la importancia de incrementar el capital y facilitar su movimiento durante una crisis, por ejemplo reduciendo el gasto público y eliminando regulaciones artificiales del sistema económico).

Está claro que no tiene mucho sentido sugerir que existe el riesgo de que los salarios caigan más que el precio de los bienes de capital (especialmente de algunos como la vivienda), de modo que su precio real termine incrementándose. Es difícil explicar qué demanda sostendrá los precios reales de esos bienes de capital a un nivel superior al actual si ya es incapaz de sostenerlo ahora. Dicho de otra manera, el precio de la vivienda se hunde hoy porque es demasiado elevado, ¿y creemos que se va a estabilizar si todavía aumenta (en términos reales) más? No, lo que sucedería es que el precio de la vivienda seguiría cayendo hasta que se estabilizara a unos precios asequibles para la demanda (tanto de consumo como de inversión). Por esto mismo, la pregunta que realiza LHA de hasta dónde tienen que caer los precios tampoco tiene demasiado fundamento. Los precios tienen que caer hasta que los distintos precios relativos (también de salarios y de bienes de consumo) se ajusten entre sí.

Y a esto último me refería con lo de que necesitamos una caída de precios para solucionar el déficit público español. No a que los precios de los bienes de consumo tengan que caer tanto como para competir vía precios con los chinos, sino a que los bienes de capital tienen que caer lo suficiente de precio como para que sean viables *otros* proyectos empresariales que produzcan *otros* bienes de consumo que sí podamos exportar de manera competitiva. Espero desarrollar este punto en otro artículo de manera un poco más extensa.

Por último ¿por qué creo que la solución propuesta por LHA (reinflar la moneda para combatir la deflación) no puede prosperar? Pues precisamente por lo que decía al principio: el nivel general de precios no es más que una medida de un conjunto de precios concretos y particulares. Inflar la moneda no implica que todos vayan a subir (o dejen de caer) en la misma proporción, sino que unos subirán primero y otros después (dependiendo por qué circuitos se inyecte el nuevo crédito). Por ejemplo, LHA proponía imprimir nuevo dinero para adquirir activos de los bancos; obviamente, esto no provocará que todos los precios de la economía aumenten al mismo nivel, sino que los precios de los activos adquiridos suban o se mantengan más que los del resto de bienes hacia los que progresivamente afluirá el crédito. Pero precisamente esos activos que se pretende adquirir con el dinero de nueva impresión son los que necesitan ajustarse para salir de la crisis; dicho de otra manera, en lugar de que esos activos caigan en términos relativos frente a los demás, aumentarán.

Y, si inyectáramos el dinero por otros circuitos, lo único que haríamos sería alterar artificialmente los precios relativos de los bienes de capital y de consumo, no según su demanda real, sino según una demanda fiduciaria creada por ese dinero de nueva impresión, que es justamente lo que no necesitamos para salir de la crisis.

Al final, el problema sigue siendo el que ya planteé en mi respuesta. Los bancos y buena parte de la economía (como las constructoras) tienen sus balances llenos de activos a precios inflados. La recuperación no se iniciará hasta que esos precios caigan, en términos relativos, con respecto a otros. Si esos precios caen, los bancos y otras empresas están quebrados y por muy bajos que se pongan los tipos de interés no lograrán volver a expandir el crédito (los insolventes no piden prestadas *nuevas* sumas de dinero). Si, en cambio, lo que hacemos es aumentar los precios de todos los activos (pero en menor medida los de los activos que necesiten caer), aparte de un problema brutal de conocimiento (¿cómo un banco central sabe qué precios necesitan caer?) y de implementación (¿cómo logramos que los precios que no nos interesan que suban no lo hagan?), hay otro problema, y es que diluimos el valor de las deudas. ¿Pero qué son las deudas más que los saldos acreedores de otra parte de la sociedad? (no hay deudas sin créditos). Por tanto, si diluimos el valor de la deuda, estamos diluyendo también el valor de los créditos de otros agentes económicos: esto es, redistribuiremos el ahorro desde las buenas inversiones creadoras de riqueza a las

malas inversiones pasadas. Es decir, esclerosis económica.

Además, para este viaje no hacen falta tantas alforjas. Si lo que queremos es que los quebrados, como los bancos, se recapitalicen a costa de sus acreedores, es mucho más sencillo si minoramos las deudas de los quebrados lo suficiente como para que el valor de sus activos supere el de sus pasivos. No sé por qué esto parece escandaloso, pero una «política monetaria expansiva» que pretende exactamente lo mismo por vías mucho más indirectas y complejas, no.

*Bitácora de Liberalismo.org*  
30 de diciembre de 2008.

## Tres malas ideas

El ministro de Trabajo, Celestino Corbacho, ha comparecido en el Congreso para dar cuenta de cómo la crisis económica está afectando al desempleo en nuestro país. Curiosa comparecencia que, si atendiéramos a sus pronósticos de octubre, nunca debería haberse producido. Al fin y al cabo, la crisis financiera debía estar finiquitada en dos meses porque Trichet parecía estar nadando en una abundancia de billetes, algo así como el Tío Gilito del dinero fiduciario.

Desde que Corbacho lanzara estas predicciones, vaya por dónde, el paro se ha incrementado en 300 000 personas cuando el año anterior lo hizo en 80 000. No está mal para una crisis finiquitada. Claro que Corbacho podía estar refiriéndose a que la que se solucionaría sería la crisis «financiera» (es decir, a la de los bancos, las bolsas, las aseguradoras...), que es distinta, según él, de la crisis de la «economía real»; algo así como Wall Street frente al Main Street en los Estados Unidos.

Las previsiones del ministro, sin embargo, tampoco parecen haberse cumplido aun en este supuesto restrictivo: ayer las bolsas de todo el mundo sufrieron uno de los mayores batacazos desde noviembre por los temores a que la crisis de los bancos siga agravándose, como ilustran las dificultades por las que atraviesa Bank of America (nota: este era el banco al que en septiembre los infalibles gurús económicos consideraban el gran beneficiado por la crisis tras haber comprado Merrill Lynch; olvidaron que tirar dinero bueno sobre dinero malo nunca fue una inversión prodigiosa).

Pues bien, Corbacho está utilizando ese mismo ojo clínico para confeccionar su respuesta al desempleo que está sufriendo España. ¿Su receta? Dificultar el despido, subir el salario mínimo e incrementar las ayudas a los parados. Probablemente, si colocáramos al frente de Trabajo a un mono lanzando dardos sobre una serie de propuestas aleatorias para combatir el desempleo, tendríamos más éxito que con Corbacho.

Primero, dificultar los ERE es solo una manera de destruir una empresa. Si esta necesita despedir a, digamos, 2000 trabajadores para seguir ganando dinero (y por tanto poder seguir pagando su salario a los empleados a los que no despide), dificultárselo solo hará que vaya descapitalizándose y en el futuro tenga que echar aun a más gente. Es más, la economía no se recuperará mientras ciertos sectores hipertrofiados (como la construcción o ciertos servicios) no reduzcan su tamaño para permitir que otros sectores mucho menos desarrollados (como el exportador)

aparezcan. Pongámonos en el caso extremo: el Gobierno prohíbe despedir a cualquier trabajador. ¿Qué sucedería? Básicamente que España seguiría produciendo en torno a 800 000 viviendas anuales. ¿Las necesitamos? No. ¿Las pueden vender las promotoras a precios que compensen sus costes? No. Por tanto, ¿cuál es el propósito de consolidar estructuras productivas caducas?

Segundo, el salario mínimo (SMI) o es inútil o genera paro. Quien cobre un salario de 2000 euros mensuales no se verá afectado por el hecho de que eleven el SMI a 1000 euros, pero quien percibe 700 euros pasará a engrosar la cola del INEM. Ningún trabajador puede cobrar más del valor que genera para la empresa; por tanto, incrementando el salario mínimo estamos excluyendo del mercado a aquellos que no sean capaces de generar al menos un valor equivalente al SMI: básicamente, trabajadores poco cualificados, como pueden serlo muchos inmigrantes.

Y tercero, las ayudas al desempleo las pagan el resto de trabajadores de su salario. Lo que significa que parte de la riqueza que se crea hoy la consumen, sin contrapartida, gente que no la está generando. Podemos considerar que esto es algo dignísimo (y en muchos casos, así es), pero me temo que para ese tipo de transacciones ya existen los centros de caridad. El problema de institucionalizar la redistribución coactiva de la renta es que los recursos que se destinan a las ayudas a los parados no pueden dirigirse a otros usos, por ejemplo a invertir en nuevas empresas que den ocupación a parte de esos desempleados (que pasarían, a su vez, a crear riqueza en lugar de consumirla). Cuando el INEM ya tiene un serio problema de déficit en sus cuentas no parece que lo más sensato sea agravar todavía más ese déficit, esto es, no parece que sea lógico que el Estado emita deuda para gastos corrientes, succionando parte de los ahorros que necesitamos para invertir en la recuperación económica.

No sé si el Gobierno es consciente de las tropelías que está llevando a cabo o si, por el contrario, son unos completos ignorantes que esperan que les salve la papeleta una recuperación económica internacional que cada vez se retrasa más. En cualquier caso, somos los ciudadanos los que sufrimos su pésima política económica. Una razón más por la que el Estado no debería arrogarse ninguna competencia en esta materia.

*Libertad Digital*  
15 de enero de 2009.

## ¿Hay que nacionalizar la banca?

Parece que, tras los planes de rescate de la banca que se aprobaron a lo largo de septiembre y octubre del año pasado, se está creando el clima político y empresarial para dar el salto a la segunda fase del plan: nacionalizar, total o parcialmente, los bancos.

En Estados Unidos, conocidos analistas como Nouriel Roubini, Felix Salmon o Paul Krugman defienden abiertamente que el Gobierno no debe adquirir los activos de mala calidad, sino quedarse con todo el banco. En España, la posibilidad no se plantea abiertamente (por algo tenemos el sistema financiero más sólido del mundo), pero nuestro Ejecutivo sí que ha lanzado algo más que veladas amenazas a los bancos en caso de que no concedan nuevos créditos. El último fue el vicepresidente económico el pasado domingo desde las páginas de *El País*: «Los bancos viven de prestar dinero. Si no venden dinero a sus clientes, que es al final la concesión de crédito, mal negocio están haciendo. Por tanto, yo creo que el interés de las instituciones financieras es vender dinero y, por tanto, dar crédito».

La propuesta de nacionalizar la banca (un temor que algunos ya teníamos en abril) surge en última instancia por un error de fondo en la concepción de los planes de rescate. Al margen de la propaganda destinada a justificar lo injustificable (que el Gobierno atracara a los contribuyentes para salvar a los acreedores de unas instituciones quebradas), cuando Solbes y Bush afirmaban que los planes de rescate no iban a costar nada lo hacían partiendo de una perversa lógica: los bancos están quebrados porque sus activos han caído de precio, si les entregamos carretillas de dinero podrán volver a expandir el crédito y, gracias a esta nueva expansión del crédito, los activos volverán a subir de precio, con lo que los bancos dejarán de estar quebrados. *Mutandis mutatis* era lo mismo que propuso Greenspan en *The Economist* hace apenas unas semanas.

El problema de esta teoría es doble. Primero, resulta marciano creer que los bancos iban a volver a prestar el dinero que les estaba entrando. Si una institución está quebrada, lo último que hará será prestar el dinero que necesita para sobrevivir. Por el contrario, los bancos están tratando desesperadamente de reestructurar su situación financiera, esto es, incrementar su liquidez y sus fondos propios. En ningún momento, por tanto, podía pasar por sus planes desprenderse del dinero que acababan de adquirir del Gobierno para inmovilizarlo en forma de préstamos que, para más inri, consumen recursos propios.

Y el segundo es que tampoco convenía que lo hicieran. Uno de los elementos que ha provocado la crisis actual ha sido las burbujas de precios en determinados activos, como la vivienda. A los precios de 2006, a los promotores les resultaba *rentable* producir 800 000 viviendas anuales. España no necesita 800 000 viviendas nuevas cada año, la actividad productiva tiene que reajustarse y, para ello, los precios tienen que caer (de modo que deje de ser rentable producir *nueva* vivienda hasta que los *stocks* invendidos se liquiden). Si los bancos volviesen a conceder masivamente nuevas hipotecas para tratar de reinflar la burbuja, nuestra crisis solo se prolongaría y agravaría.

En definitiva, no tenía ningún sentido que los ahorros que movilizó el Gobierno mediante las millonarias emisiones de deuda pública se destinaran a la adquisición de activos cuyo precio seguía inflado; y todavía tenía menos sentido pensar que ese proceso lo iban a capitanear entidades técnicamente quebradas como los bancos.

Ante el fiasco de la intervención pública, los distintos Gobiernos se están planteando dar un paso más adelante. Al fin y al cabo, los bancos no están reinflando la burbuja, con lo cual siguen perdiendo dinero y vuelven a hacerse necesarias nuevas inyecciones de dinero público sufragadas, en última instancia, por los contribuyentes. Así, la alternativa que se les abre a nuestros burócratas es: si los bancos no se atreven a prestar dinero obliguémoslos a ello, ya que sin saberlo se están suicidando. ¿Cómo? Lo más fácil es quedarse con el banco y dirigirlo como una empresa pública.

El problema es que esta intervención estatal iría en contra de toda lógica de mercado. Consistiría en evitar los imprescindibles ajustes que necesitan nuestras economías (masivas reconversiones industriales y masivas redistribuciones de títulos de propiedad) y en tratar de volver a inflar, como sea, la burbuja. El Gobierno, una vez nacionalizados los bancos, prestaría dinero con pérdidas a los ciudadanos para adquirir activos a unos precios artificialmente altos que, una vez se desinflaran, acarrearían pérdidas aun mayores al erario. La capacidad del Estado para prolongar indefinidamente una situación así (cubriendo las pérdidas con nuevas emisiones de deuda) es limitada y tiene un final conocido: la quiebra del Estado y la hiperinflación.

La solución no pasa, por tanto, por nacionalizar los bancos, o al menos no por nacionalizarlos para obligarlos a prestar. Es cierto que lo que hace trimestres habría sido una transición más suave hacia la recuperación, cada vez se complica más por las cada vez mayores intervenciones estatales. Hace meses, por ejemplo, podríamos haber reducido muy significativamente el gasto público y, gracias a ello, los impuestos. Esto habría generado un volumen de ahorro significativo para financiar la recuperación. Hoy, sin embargo, buena parte de la reducción del gasto público no iría destinada a bajar impuestos, sino a amortizar toda la nueva deuda pública que se ha emitido.

Aun así, la solución a la crisis solo puede ser una: permitir que los ajustes

necesarios se produzcan con la mayor rapidez y flexibilidad posible. El Estado no puede volver prescindible este proceso, solo puede obstaculizarlo o facilitarlo. Y, de momento, parece que todos los Gobiernos del mundo han abogado por ponerle trabas, con planes de rescate y de estímulo y con regulaciones laborales más restrictivas. Nacionalizar la banca y obligarla a que quemara todo el dinero que injustamente se le entregó en su día sería una de las peores decisiones que se podrían adoptar.

*Libertad Digital*  
20 de enero de 2009.



## 31.

### Lo que Krugman no entiende

Suele decirse que Keynes supuso una revolución frente a la economía clásica por cuanto destrozó sus presupuestos y sentó las bases para una nueva ciencia económica mucho más realista y útil. Pese a todas las imperfecciones dentro de la escuela clásica, en realidad Keynes fue una contrarrevolución, puesto que resucitó las viejas y caducas ideas de los mercantilistas del siglo XVIII.

Los clásicos tenían muy claro que antes de consumir había que producir; no se podía disponer de aquello que todavía no existía. Keynes, sin embargo, le dio la vuelta a la ecuación: si no consumimos lo suficiente, la sociedad dejará de producir, con lo que aun consumiremos menos en el futuro. Ambas fuerzas se realimentarían negativamente hasta provocar la quiebra de todo el sistema económico.

Para evitar semejante Apocalipsis, el economista británico propuso que fuera el Estado quien obligara a la sociedad a consumir. Si el consumo privado cae, el Estado solo tiene que incrementar el gasto público para compensar el descenso. De esta manera, el nivel de empleo y las expectativas de futuro se estabilizarían y el sector privado volverá a invertir, a consumir y a contratar.

Los problemas de este argumento son múltiples y han sido suficientemente analizados por los economistas de la escuela austriaca. Básicamente, una caída del consumo no implica un descenso del gasto productivo en la economía, ya que menos consumo significa más ahorro y más ahorro permite una inversión más barata. Por tanto, el desempleo no tiene por qué incrementarse con los descensos del consumo; habrá menos trabajadores en las industrias que produzcan bienes de consumo pero más en las que fabriquen bienes de capital (como la maquinaria, la I+D o los pozos de petróleo).



¿Por qué hay crisis entonces? Las crisis son períodos en los que el crecimiento económico artificial de los años anteriores (auspiciado por la expansión crediticia de los bancos centrales) no puede proseguir. Determinados sectores, alimentados por el crédito barato, se han desarrollado en exceso frente a otros que apenas han crecido. Son períodos en los que hay que podar esos excesos y relanzar aquellos bienes de los que teníamos carencias. Por ejemplo, España ha producido durante años una cantidad absurdamente elevada de viviendas, mientras que desatendía su industria exportadora (de ahí que tengamos uno de los déficits exteriores más elevados del mundo). Nuestra recuperación necesariamente pasa por una reconversión industrial desde la construcción hacia la exportación.

Para financiar esa reconversión, sin embargo, necesitamos, primero, que el precio de las viviendas caiga —para que quiebren las empresas que hayan de quebrar y para que podamos reutilizar los inmuebles vacíos en los nuevos procesos productivos— y, segundo, inversión fresca, esto es, ahorro nuevo que nos permita financiar la reconversión. Pero este ahorro solo puede proceder de una restricción de nuestro consumo interno; por eso es preferible que sea el Estado quien adelgace su tamaño, esto es, reduzca el gasto público y baje los impuestos.

La solución adoptada por los herederos intelectuales de Keynes, como Paul Krugman, discurre por la dirección contraria. En lugar de permitir que el ahorro aumente para financiar la reconversión, proponen que el Estado se endeude masivamente para rescatar a varios de los sectores que deberían quebrar (como la banca, los automóviles o las constructoras) y para crear empleos en cualesquier otros sectores.

En su carta a Obama, Krugman propone estas dos políticas esquizofrénicas: por un lado, incrementar hasta límites insospechados el gasto y la deuda pública; por otro, rescatar y nacionalizar la banca para que vuelva a conceder préstamos al sector privado. Pero fijémonos en cuáles serían las disparatadas consecuencias de este plan.

El incremento del gasto público captaría grandes sumas de ahorro privado que ya no estarían disponibles para la inversión. Es cierto que ahora mismo la incertidumbre lleva a muchos empresarios y capitalistas a paralizar sus inversiones; sin embargo, conforme sigan cayendo los precios de los bienes de capital (como la vivienda o las acciones) el riesgo de la inversión va reduciéndose. ¿Compraría un piso de 100 metros cuadrados en Madrid por 100 000 euros? Si el precio de los inmuebles cayera tanto, muy probablemente los inversores se lanzarían a adquirirlos, ya que su precio sería lo suficiente barato como para que no comportara grandes riesgos.

Ahora bien, si Obama despilfarra en proyectos públicos el ahorro que tienen atesorado los inversores, aun cuando el precio del piso se reduzca a 100 000 euros, nadie tendrá dinero con el que adquirirlo (pues lo estará empleando Obama), con lo que los precios caerán todavía más.

Y aquí entramos en contradicción con la segunda gran propuesta de Krugman: recapitalizar y nacionalizar la banca de Estados Unidos para que vuelvan a prestar. Hoy los bancos están restringiendo el crédito porque están quebrados y no tienen ni la liquidez ni la solvencia suficiente para concederlo. ¿Y por qué están quebrados? Por haberse endeudado para adquirir activos a precios inflados (por ejemplo, conceder hipotecas para comprar viviendas muy sobrevaloradas).

Si Obama se gasta los ahorros de los estadounidenses y del resto del mundo en obras públicas, provocará que los precios de los activos todavía caigan más (dependiendo de cómo gaste el dinero empezarán a caer desde el principio o, en cambio, más a largo plazo, cuando corte la financiación al proyecto). Por tanto, los

activos de los bancos seguirán sufriendo recortes de precios, agravando su situación de insolvencia. Por mucho que se los recapitalice con fondos públicos, si los activos que tienen en cartera siguen depreciándose, serán incapaces de volver a extender el crédito.

Caeríamos así en un círculo vicioso donde el Estado tendría que endeudarse cada vez más para compensar continuamente las pérdidas de los bancos que, en su mayor parte, les estaría ocasionando él mismo. Pero la capacidad de endeudamiento del Estado no es ilimitada y Estados Unidos podría dar el paso definitivo que lo llevara hacia el colapso: desde la deflación de activos a la hiperinflación de la moneda. Parece que las crisis abonan el terreno no solo para el empobrecimiento económico sino también intelectual.

*Libertad Digital*  
26 de enero de 2009.

## ¿Habríamos estado mejor sin el euro?

La influencia del euro en la actual crisis económica que padece España está sometida a cierta controversia. Por un lado se discute si nuestro país habría sufrido una crisis tan intensa como la actual; por otro, si estar fuera del euro nos situaría en una mejor posición para encarar la recuperación. Mi respuesta a ambas cuestiones es un no, matizado en el primer caso y categórico en el segundo. Hoy trataré de responder al primer punto.

Hemos podido oír reiteradamente que si España no hubiese entrado en el euro la expansión crediticia que provocó el Banco Central Europeo habría tenido una incidencia mucho menor, de modo que las hipotecas habrían sido mucho más caras y la burbuja inmobiliaria menos voluminosa. El argumento es sugerente, pero existen serias dudas para pensar que las cosas habrían discurrido de ese modo.

En primer lugar, porque Inglaterra está fuera del euro y, sin embargo, ha tenido una burbuja inmobiliaria similar a la española, que ha terminado por hacer quebrar a su sistema bancario. En segundo lugar y sobre todo, por la génesis de la propia crisis.

Recordemos que esta surge de una estrategia financiera insostenible pero muy rentable mientras dura: endeudarse a corto plazo (pagando bajos tipos de interés) y prestar a largo (cobrando tipos altos). Se trata de un comportamiento muy imprudente, ya que los bancos tienen que refinanciar su deuda con una periodicidad casi diaria (al tiempo que solo recuperan su inversión al cabo de los años), pero suficientemente rentable como para que todos se lancen a ella (sobre todo si el banco central es quien les va refinanciando la deuda).

Una modalidad particular de esta estrategia financiera insostenible consiste en endeudarse en países con tipos de interés bajos y prestar en aquellos donde sean altos. En la jerga financiera se la conoce como *carry-trade*, y muchos españoles estarán familiarizados con uno de los productos bancarios más típicos a los que da lugar, la hipoteca multdivisa. El *carry-trade* permite al deudor pagar tipos bajos, pero tiene el problema de que su deuda está concertada en moneda extranjera. ¿Qué significa esto? Que para pagar sus deudas debe convertir la moneda en la que ha invertido su dinero en la moneda en que tiene contraídas las deudas. El riesgo es muy grande en caso de que la moneda en la que ha invertido se deprecie, ya que entonces el coste real de la deuda se dispara.

En tiempos de expansión crediticia global y concertada, tanto los tipos de interés como los de cambio suelen exhibir una cierta estabilidad, de modo que la operación

parece ser mucho menos arriesgada de lo que realmente es. Sin embargo, en tiempos de crisis y de liquidación de posiciones, el valor de las divisas (que no es más que un subproducto de la salud de su sistema bancario y de su Estado) oscila mucho, de modo que el riesgo del *carry-trade* aumenta y comienza a deshacerse. Pero fijémonos que para deshacer el *carry-trade* hay que comprar la divisa en la que nos habíamos endeudado (de modo que su precio sube) y vender en la que habíamos invertido (con lo que su precio cae), y esto mueve a las divisas en la posición opuesta a la que necesitan quienes han realizado el *carry-trade*.

En esta crisis, de momento, ha habido dos casos muy conocidos de *carry-trade* fallidos. El más célebre ha sido Islandia, cuyos bancos se endeudaron en yenes japoneses (ya que los tipos de interés estaban en el 0,5%) para invertirlo en coronas islandesas o en libras británicas (cuyos tipos estaban por encima del 5%). En cuanto la corona y la libra se depreciaron frente al yen, los bancos islandeses quebraron. El Gobierno intentó rescatarlos, pero los pasivos bancarios solo en moneda extranjera eran tan numerosos (seis veces el PIB islandés) que solo sirvió para que también él se declarara en quiebra técnica. A partir de ahí, la corona se devaluó prácticamente un 50% frente a la mayoría de monedas (lo que todavía agravó más la situación de los bancos, endeudados en yenes y con activos en una corona por los suelos), e Islandia se vio aislada del comercio internacional: un país fundamentalmente importador que no era capaz de acceder a los recursos más básicos debido a que ningún exportador aceptaba su moneda.

El segundo ejemplo de *carry-trade*, que *por el momento* no ha desembocado en una catástrofe similar, es el de los países centroeuropeos, especialmente Hungría. Al igual que Islandia, estos países se endeudaron a los bajos tipos de interés de la zona del euro o de Suiza. Los bancos austriacos fueron quienes les prestaron hipotecas en euros o en francos suizos a unos tipos bajos, pese a que los centroeuropeos cobraban sus salarios y rentas en sus respectivas monedas nacionales. Cuando estas se depreciaron (especialmente frente al franco suizo, ya que el Banco Central Europeo prestó 5000 millones de euros a Hungría), el coste de sus hipotecas se disparó, de modo que los bancos austriacos vieron repuntar sus impagos... y amenazada su supervivencia (para que nos hagamos una idea: Croacia debía a los bancos austriacos el 60% de su PIB, y Hungría y Eslovaquia el 40). La crisis cambiaria no ha llegado tan lejos como en Islandia, pero todavía representa una amenaza.

A la luz de estos antecedentes, resulta dudoso que los bancos españoles no hubiesen podido colocar igualmente sus cédulas hipotecarias de la misma manera que lo han hecho durante los años anteriores, simplemente nominándolas en euros (estrategia islandesa) o bien ofreciendo hipotecas multdivisas a los españoles (estrategia centroeuropea). En cualquiera de los dos casos, la burbuja inmobiliaria se habría reproducido de manera similar.

Pensar que en esta época de abundancia ilimitada de liquidez los inversores extranjeros habrían sido contrarios a invertir en España por estar fuera de la Zona Euro resulta poco probable: al fin y al cabo, los bancos americanos y europeos prestaron dinero a deudores *subprime*, esto es, potencialmente insolventes. ¿Acaso no lo habrían hecho a los españoles?

Y, en todo caso, aunque la burbuja inmobiliaria hubiese resultado mucho menor, las ventajas de esa circunstancia probablemente se habrían visto compensadas por los inconvenientes de tener la mayor parte de nuestra deuda nominada en moneda extranjera (es decir, conservar la peseta y habernos endeudado en euros). Ahora mismo la peseta se estaría devaluando a marchas forzadas, incrementando así el coste real de nuestra deuda y arruinando toda la economía interna. Recordemos que somos un país importador y muy dependiente energéticamente; una devaluación solo supone incrementar nuestros costes en una cuantía que no compensa un incremento transitorio de las exportaciones.

En definitiva, España ha sufrido las consecuencias del arbitraje de tipos de interés estando dentro del euro; fuera de él, probablemente deberíamos añadir a estos perjuicios el de los arbitrajes cambiarios. Un cóctel demasiado explosivo para cualquier Gobierno, y especialmente para el nuestro.

Al final, volvemos a lo mismo. Con el patrón oro todo este desaguado no habría sucedido, ya que el metal monetario por excelencia proporciona precisamente estabilidad en la estructura de los tipos de interés y de cambio. El remedio ideal para lo que algunos llaman «la tormenta perfecta».

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
27 de enero de 2009.

## El despeñadero proteccionista

Seguro que ha escuchado en numerosas ocasiones eso de que la Gran Depresión comienza con el *crack* bursátil del 29, que terminó degenerando en una quiebra bancaria masiva en Estados Unidos y Europa. El problema de esta narración es que no solo su enumeración de los hechos resulta equivocada, sino que además oculta las causas del pinchazo de la bolsa.

Los keynesianos, cegados como casi siempre por una realidad que son incapaces de comprender, sugirieron que el pinchazo tuvo su origen en una progresiva acumulación de la renta en las manos de unos pocos capitalistas que no consumían al mismo ritmo al que se enriquecían. Los austriacos, por su parte, atribuyeron el *crack* a la expansión del crédito que había comandado la recién creada Reserva Federal a partir de 1922 y que había cristalizado en una burbuja bursátil que tarde o temprano tenía que pinchar.

Como de costumbre, la explicación de la escuela austriaca tiene mucho más rigor que las supercherías keynesianas. Entonces, como ahora, estos últimos economistas culparon a la codicia y a la concentración de rentas de lo que no era más que un *boom* artificialmente inducido por el banco central (como sí comprendieron y denunciaron, entonces como ahora, los economistas austriacos más notables del momento: Ludwig von Mises y Friedrich Hayek). Las rentas se fueron concentrando en unos pocos capitalistas porque fueron estos los receptores de la inflación crediticia de la Reserva Federal; algo similar ha pasado en los últimos años, cuando promotores, constructores y banqueros obtenían enormes beneficios gracias a la demanda artificialmente inducida por los bajos tipos de interés del Banco Central Europeo. El origen de la crisis no está, como bien explican los austriacos, en que las rentas se concentren, sino en la expansión crediticia insostenible que tiene como uno de sus efectos laterales la concentración de rentas.

Sin embargo, la explicación austriaca sobre el *crack* bursátil del 29 peca en este caso de incompleta. Es cierto que la burbuja fue fruto del crédito barato de la Fed y es cierto que en algún momento tenía que pinchar, por mucho que los economistas de Chicago, representados en aquel entonces por Irving Fisher, pronosticaran días antes del colapso que las cotizaciones nunca decrecerían (también Friedman hace unos tres años, en plena cénit de la burbuja inmobiliaria, aseguraba que los fundamentos de la economía estadounidense eran sólidos y que no se produciría ninguna crisis). Pero la escuela austriaca no señala qué hecho concreto provocó el pinchazo bursátil.



Para averiguarlo tenemos que echar mano del padre de la economía de la oferta, Jude Wanniski. En su libro *The Way The World Works*, Wanniski demuestra que el *crack* guarda una relación directa con el avance del proteccionismo en Estados Unidos, representado en aquel momento por el arancel Smoot-Hawley. Según las negociaciones entre demócratas y republicanos sobre su aprobación avanzaban o retrocedían, la bolsa caía o repuntaba; el desplome de las acciones se produjo a finales de octubre según se iban pactando día a día los aranceles sobre el silicio, la caseína y los productos químicos.

¿Cómo es posible que movimientos en algunos aranceles generen pánicos tan generalizados? Bueno, en realidad no son movimientos tan insignificantes. Durante una crisis, muchos mercados pierden de golpe su demanda (por ejemplo, el de la vivienda) y tienen que sufrir una profunda reestructuración; de hecho, en eso consisten las crisis. El problema surge cuando el poder político cierra artificialmente otros mercados que no deberían someterse a grandes reestructuraciones. Con el arancel Smoot-Hawley (aprobado formalmente pocos meses después del *crack*) se incrementaron los aranceles de 20 000 productos; dicho de otra manera, la debilitada economía europea (a la que Estados Unidos le había prestado grandes sumas de dinero tanto durante la Primera Guerra Mundial como durante la posterior reconstrucción) sería incapaz de seguir vendiendo sus productos a los estadounidenses.

La consecuencia era obvia: no solo los europeos verían reducida su renta con la que a su vez importar de Estados Unidos, sino que muy probablemente comenzarían a impagar el crédito que les habían extendido. Y, de hecho, así fue.

El cierre brusco de los mercados internacionales convirtió lo que habría sido una recesión estándar en una Gran Depresión. Hoy parece que los políticos, empezando por Obama y terminando por Zapatero, quieren conducirnos por el mismo camino. Si realmente volvieran a levantarse las barreras exteriores, tenga por seguro que la crisis será mucho más larga y dura de lo que podemos imaginar.

*Libertad Digital*  
4 de febrero de 2009.

## Cebando la crisis

Prácticamente ningún Gobierno del mundo está comportándose de manera responsable en esta crisis. Las recesiones son períodos de pánico colectivo donde los políticos tienen la oportunidad de aparecer como salvapatrias y ampliar su intervencionismo sobre la economía. La gente no suele entender que los Estados no recolquen a los parados y que permitan la existencia de «recursos ociosos» (fábricas que se cierran, maquinaria que no se utiliza, edificios deshabitados...). El clamor parece ser que los políticos nos salven la papeleta y que si las empresas no contratan y no producen, que lo haga el Estado. Es difícil para cualquier burócrata plantarse contra estas súplicas dirigistas del electorado; al fin y al cabo, se le juntan el hambre con las ganas de comer.

El problema es que las crisis son períodos en los que ciertas estructuras productivas se tienen que ajustar. En España, por ejemplo, tenemos que dar salida al exceso de viviendas, clausurar parte de los proveedores y clientes del sector de la construcción (cementeras, empresas de muebles, inmobiliarias...) e invertir en los sectores que liderarán la creación de riqueza en el futuro. Esto lleva su tiempo: las compañías no quiebran de la noche a la mañana, los inmuebles no pueden reutilizarse a menos que sus precios caigan y la creación de nuevos complejos empresariales no es inmediata.

Cuando el Estado se pone a gastar en obra pública o a subvencionar a las empresas que atraviesan dificultades, todo el proceso anterior se retrasa aun más. Pensemos que los recursos que deberían recolocarse en otras actividades son ahora trasladados forzosamente por el Gobierno a actividades improductivas cuya única finalidad es aparentar que «se está haciendo algo», aunque solo sea cavar agujeros para volver a llenarlos (o en su versión más moderna, construir piscinas o centros polideportivos). Puede que temporalmente el número de parados y de «recursos ociosos» se reduzca o no aumente tanto, pero solo a costa de consolidar la crisis y el estancamiento económico.

Por supuesto, que una parte sustancial de la ciudadanía —embebida de catastróficas ideas keynesianas y de la propaganda intervencionista— demande esta especie de suicidio colectivo no justifica a los políticos que aprovechan la coyuntura para implementarlo. En casi todo el mundo estamos gobernados por incompetentes y oportunistas, pero España se lleva la palma en este *ranking* de la pauperización.

El Plan E aprobado por el PSOE es un claro ejemplo de cómo las intervenciones

del Gobierno van a prolongar y agravar la crisis. Tal y como analizamos detalladamente en el cuarto boletín de coyuntura del Instituto Juan de Mariana, casi todas las medidas que incluye —y que en su mayor parte fueron aprobadas a mediados del año pasado— solo servirán para aplazar la liquidación de las malas inversiones y para dilapidar los escasos ahorros de los españoles.

El Gobierno no logrará sacarnos de esta crisis tirando (o haciéndonos tirar) de chequera. Cualquier familia y empresa medianamente prudente está ahora mismo restringiendo sus gastos superfluos, amortizando parte de sus deudas y ahorrando tanto como sea posible por si vienen peor dadas en los próximos meses. Zapatero, con sus planes de sopa de letras, nos está forzando a lo contrario: gastar en servicios prescindibles (¿es necesario que a través de nuestros ayuntamientos volvamos a asfaltar las calles solo porque el PSOE nos haya puesto en el bolsillo una millonada?) y endeudarnos a un ritmo acelerado.

El Plan E es un disparate que nos obstaculizará la salida de la crisis y que destruirá parte de la riqueza que generemos en un futuro. Una cosa es que la incompetencia y los prejuicios ideológicos del PSOE les aten las manos para adelgazar el Estado y liberalizar los mercados, pero al menos que no nos echen una tonelada de basura sobre nuestras espaldas. Si los Gobiernos no saben ayudarnos a superar la depresión, al menos que no nos arrastren hasta el fondo. Sería todo un detalle.

*Libertad Digital*  
12 de febrero de 2009.

## Salir del euro no es la solución

Decía Donald Kemmerer que el Gobierno de Estados Unidos, cuando se enfrentaba a un problema económico que desconocía, hacía lo mismo que aquel médico que inducía la fiebre a sus pacientes porque era lo único que sabía tratar.

Kemmerer recuerda que tanto en 1933, cuando el país se enfrentaba a una deflación, como en 1973, cuando corría el riesgo de padecer una hiperinflación, la solución que adoptaron las autoridades estadounidenses fue la misma: devaluar el dólar.

Guardando las distancias, la histórica desorientación del Gobierno estadounidense parece estar trasladándose a la sociedad española. Son muchos los que lamentan que España no se encuentre fuera de la zona del euro para, así, poder devaluar libremente la moneda y recuperar, por esta vía rápida, la competitividad perdida. Ya vimos que no habríamos evitado la crisis estando fuera del euro, pero ¿la capearíamos mejor si nos saliéramos?

Lo primero que debemos tener claro es que existe una diferencia conceptual entre devaluar y depreciar la moneda. Las devaluaciones se dan en un sistema de tipos de cambio fijos, donde los bancos centrales se muestran dispuestos a comprar y vender sus respectivas divisas a un tanto preestablecido; las depreciaciones, por el contrario, se producen en un sistema de tipos flexibles, donde aquellos se desentienden de la protección de sus divisas, a las que dejan *flotar*.

Con independencia de que una España fuera del euro estableciera un tipo de cambio fijo o variable para su *nueva peseta*, entiendo que lo que los defensores de la devaluación pretenden es que la divisa española pierda valor con respecto a todas las demás para, de este modo, encarecer las importancias y abaratar las exportaciones (lo que haría mejorar nuestro deficitario saldo exterior).

En la práctica, este supuesto automatismo, descrito por Friedman en 1953, se cumple tantas veces como se incumple. Por ejemplo, el déficit por cuenta corriente de la zona del euro con Japón creció un 40% entre 2003 y 2007, de modo que, en teoría, el euro debería haberse depreciado con respecto al yen, pero, en cambio, se apreció un 30%. El superávit de la zona del euro con Canadá se incrementó en ese mismo período un 92%, con lo que en principio la moneda europea debería haberse apreciado, pero se depreció aproximadamente un 10%. El superávit corriente con Dinamarca aumentó en un 430%, con lo que cabría esperar una rápida apreciación del euro frente a la corona danesa, pero apenas se apreció un 1%. Por último, el superávit

corriente con Suecia se redujo en un 40%, sin que el euro se apreciara más de un 2%.

La intuición de Friedman de que los desequilibrios externos tendían a corregirse con simples cambios en las cotizaciones de divisas parece no conciliarse con la realidad. Y no es complicado comprender el motivo.

En una economía globalizada, esto es, integrada en la división internacional del trabajo, las importaciones no se refieren únicamente a bienes de consumo, sino a factores productivos. Por consiguiente, la devaluación de una moneda no solo encarece los bienes de consumo extranjeros frente a los domésticos, sino que también encarece los factores productivos extranjeros que necesitamos, entre otras cosas, para exportar. Desde luego, nuestros productos terminados se abaratan con la devaluación, pero también se nos encarece el producirlos, con lo cual nos volvemos menos competitivos.

Imagine que compramos acero a Estados Unidos por 100 dólares para construir unas placas que venderemos a los propios Estados Unidos por 150 euros. Imagine, asimismo, una paridad euro-dólar de 1 a 1, pero que el Banco Central Europeo pretende mejorar la competitividad devaluando el euro hasta los 0,8 dólares. Pues bien, si antes comprábamos el acero a 100 euros y lo vendíamos a 150 (1 euro = 1 dólar), ahora pasaremos a comprarlo a 125 euros para venderlo por 150 (1 euro = 0,8 dólares). Con lo que nuestro margen de beneficio se reduciría de 50 euros (el 50% sobre los 100 euros que costaba el acero) a solo 25 (el 20% sobre los 125 euros que cuesta el acero).

Así las cosas, si el exportador español quiere mantener el margen tendrá que subir el precio de las placas a 187,5 euros, con lo que los estadounidenses seguirán pagando 150 dólares por nuestras placas... y en nada mejoraremos nuestra competitividad. Es más, debido a la subida de precios para mantener el margen, puede que la empeoremos frente a otros socios comerciales que comparten nuestra misma moneda (el euro) o frente a los que no nos hemos devaluado.

Visto lo anterior, conviene preguntarse qué beneficios obtendría España de la devaluación si una abultada parte de nuestro déficit exterior se debe a la importación de petróleo, del que dependemos no solo para producir electricidad, sino para poner en funcionamiento los camiones que distribuyen nuestras exportaciones hasta, al menos, la frontera. Si una electricidad cara y unos costes de transporte altos fueran a elevarnos en el ranking de competitividad, España debería estar entre los países más competitivos del mundo desde hace años.

No, salir del euro para devaluar nuestra divisa no arregla casi nada. Como mucho, permitiría reanimar la industria del turismo y regresar al tradicional modelo de crecimiento de los años 60 de sol, playa y bocadillo. Con la diferencia de que ahora habría destinos turísticos alternativos más baratos... pese a la devaluación.

Mucho me temo que la solución de nuestro déficit exterior y, sobre todo, la

reactivación de nuestro crecimiento solo procederán de un cambio de nuestro modelo productivo, y no de un pseudoabaratamiento inflacionario del caduco modelo de negocio actual.

Para ello, la receta es la de siempre: ajuste de precios de los activos y liberalización de los mercados de factores para permitir que se creen nuevas industrias exportadoras y otras que reduzcan nuestra dependencia de las importaciones. Para mejorar nuestra competitividad no hace falta que suframos un drástico ajuste interno de salarios que nos sitúe al nivel de los chinos, sino que sepamos reorganizar adecuadamente nuestra estructura productiva.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*

17 de febrero de 2009.

## Más de 200 años sin aprender la lección

En su estudio sobre la teoría y la historia bancaria, Henry Dunning Macleod se escandalizaba de que el Banco de Inglaterra estuviese agravando los problemas que el mismo había creado añadiendo todavía más leña al fuego. En 1797, el Banco de Inglaterra suspendió la convertibilidad en oro de sus billetes y, por este motivo, el billete se depreció con respecto al oro y al resto de divisas. Al fin y al cabo, el oro y una «promesa de pagar oro» (el billete) o una «promesa de pagar oro» y otro «promesa de pagar oro» (billetes extranjeros) solo valen lo mismo si se tiene intención de cumplir con las respectivas promesas. Sin embargo, parece ser que la depreciación del billete no gustó demasiado a los oficiales ingleses, así que impusieron su paridad con la guinea (la moneda de oro inglesa de entonces). Los tipos de cambio internacionales quedaban, para su disgusto, fuera del ámbito de sus competencias.

¿Consecuencia? El oro desapareció de la circulación y comenzó a atesorarse. A nadie le interesa regalar su dinero a precio de saldo, así que mejor dejarlo en casa y utilizar solo el mal dinero en la medida de lo posible. Pero como el oro dejó de circular, la cantidad de medios de pago en la economía se redujo, de modo que el gobernador del Banco de Inglaterra estimó que tenía que compensar esta caída imprimiendo más billetes. Pero esto solo provocó que el valor del billete con respecto al oro en los mercados internacionales cayera aun más, tal y como se reflejaba en la ulterior depreciación de su tipo de cambio.

En este contexto, el ministro de Economía inglés se negaba a restablecer la convertibilidad del billete en oro. Desde su punto de vista, si se regresaba al oro, los extranjeros se beneficiarían de los bajos tipos de cambio para despojar a Inglaterra de su metal dorado. Macleod repasaba escandalizado toda esta polémica: ¿Dónde está el origen del problema? En que se suspendió la convertibilidad con el oro. ¿Cómo se agravó el problema? Imprimiendo más billetes no respaldados por oro. ¿Qué otra solución podía haber que retirar los billetes no respaldados y restaurar la convertibilidad, tal y como ya se hizo con éxito en 1697? Evidente, ¿no? Pues parecía que a los miembros del Banco de Inglaterra no les cabía en la cabeza (o en el bolsillo, ya que nada hay más provechoso que poder crear dinero cuasi sin restricciones) y tuvo que ser un comité de expertos monetarios, que parieron el famoso *Bullion Report*, los que animaran a volver a la convertibilidad, tal y como sucedió en 1821.

Más de dos siglos después parece que el Banco de Inglaterra está repitiendo sus

mismos errores. ¿Dónde está el origen de esta crisis? En la excesiva expansión crediticia de los bancos centrales que ha generado todo tipo de malas inversiones. ¿Por qué pudieron expandir tanto los bancos centrales el crédito? Porque desde 1973 ya no están obligados a mantener ni siquiera unas mínimas reservas de oro por el dinero que van creando. ¿Resultado? Hemos sufrido 35 años de una moneda de valor elástico que ha ocultado cómo los bancos privados se iban descapitalizando: la inflación de activos que el dinero fiduciario promovía, permitía a los bancos presentar grandes beneficios cuando en realidad estaban avanzando hacia la quiebra que ahora se ha materializado.

¿Cuál sería la solución que podrían ofrecer los bancos centrales? Por un lado dejar de expandir artificialmente el crédito y, por otro, regresar al patrón oro. De esta manera, podríamos recapitalizar los bancos privados sobre bases sólidas y no sobre espejismos fiduciarios que enmascaran la erosión de los fondos propios (en la línea de lo que apuntaba el profesor Antal Fekete). ¿Algún burócrata se ha planteado la cantidad de capitales que podrían movilizarse regresando a una moneda que actúa como auténtico depósito de valor y que, por tanto, devolvería los mercados de renta fija a largo plazo a los ahorradores desde las manos de los especuladores?

Evidente, ¿no? Pues no, los miembros del Banco de Inglaterra creen que la solución pasa por rebajar aun más los tipos de interés y por incrementar la cantidad de dinero en la economía para adquirir deuda pública. Están escandalizados con que los precios de los activos que ellos habían contribuido a inflar ahora se estén desinflando, cuando esto es lo que tiene que suceder para que nuestra estructura productiva se reorganice y podamos reiniciar el crecimiento. Nada: para nuestra desgracia, siguen sin aprender la lección.

*Libertad Digital*  
18 de febrero de 2009.



## El oro vuelve a brillar

Hay un hecho que para la mayoría de economistas está pasando inadvertido pero que tiene una importancia capital: todos los activos han perdido valor durante 2008. Es lo que sucede durante las deflaciones: los inversores que se endeudaron para adquirir un activo tienen que venderlo para saldar su deuda, de modo que el precio del activo, de todos los activos, cae.

¿De todos? No. Hay dos excepciones: la deuda pública y el oro. La semana pasada el precio del metal amarillo volvió a alcanzar su máximo histórico: 1000 dólares la onza, con lo que colocó en un aprieto a todos aquellos que piensan que es una materia prima como cualquier otra y que ha dejado de ser dinero. Al fin y al cabo, si el precio de todas las materias primas se ha desinflado en los últimos seis meses, ¿por qué el oro ha recuperado su tendencia alcista? ¿Acaso la demanda industrial del mismo se ha disparado? No, las razones son otras: el oro sigue siendo dinero, por mucho que los bancos centrales hayan suspendido la convertibilidad.

En su célebre estudio *The Golden Constant* Roy Jastram recopiló la serie histórica (de 1560 a 1976) del precio del oro en Gran Bretaña y EE. UU. Las conclusiones eran básicamente tres: el oro a) no sirve para protegernos de las inflaciones, b) sirve para protegernos de las deflaciones, y c) a largo plazo, su poder adquisitivo se mantiene constante, ya que el precio de las mercancías tiende a revertir a una relación más o menos constante con el oro.

La obra de Jastram, descatalogada durante años pero que en pocos meses volverá a estar a la venta, resulta de especial interés, no ya porque el autor no esté sesgado ideológicamente (de hecho, en su opinión, el oro no es dinero), sino porque las conclusiones empíricas de 400 años pueden aplicarse también a los últimos 30.

Entre 1980 y 2006, invertir en oro fue un negocio bastante ruinoso. El precio de la onza cayó de 700 dólares a aproximadamente 400, con algún movimiento por debajo de los 300. En cambio, desde 2006 hemos pasado de 400 a 1000. No es casualidad que, como apuntara Jastram, entre 1980 y 2006 viviéramos una época inflacionista, en la que el crédito comenzó a expandirse masivamente; tampoco lo es que desde mediados de ese último año estemos sumergidos en una etapa deflacionista, en la que el crédito se está destruyendo a marchas forzadas.

Tanto o más importante que detectar una regularidad histórica es explicarla. En principio resulta contraintuitivo que el oro, que sirve para conservar valor a lo largo del tiempo, sea una inversión mala en tiempos de inflación (cuando el papel moneda

se deprecia) y buena en tiempos de deflación (cuando el papel moneda se aprecia). Aunque haya sido un tema poco tratado, sí existe alguna explicación convincente. Durante las épocas de inflación el crédito es abundante y afluye hacia casi todos los activos productivos. Por consiguiente, aunque el papel moneda se deprecie, existen activos alternativos (las acciones, la vivienda y las materias primas) que aumentan más de valor que el oro. Lo lógico, por tanto, es que los inversores salgan de este para buscar rentabilidades extraordinarias en otros mercados.

En cambio, durante las épocas deflacionarias el crédito se contrae, con lo que todos los activos caen de precio, salvo los más líquidos. Y es que los activos tienen que venderse (o liquidarse) para pagar deudas. La gente quiere captar dinero, y lo único que puede ofrecer son sus activos, que, obviamente, se deprecian frente al dinero. Por eso mismo el oro exhibe un buen comportamiento durante las épocas deflacionarias: porque es dinero y se demanda como el activo más líquido en el que conservar valor. Por mucho oro que se venda en el mercado, siempre se encuentra un comprador dispuesto a adquirirlo con un escaso descuento.

Por supuesto, podría objetarse que lo que necesitan los inversores para saldar sus deudas son dólares, euros o yenes, no lingotes de oro, y que por tanto la contracción del crédito solo explicaría la revaloración de esas divisas, no la del oro. Pero precisamente aquí es donde se demuestra que el metal amarillo es más líquido que el papel moneda: quienes adquieren dólares, euros o yenes no confían en que estas divisas sean seguras durante el proceso deflacionario y consideran que el oro es un mejor refugio y una mejor reserva de valor. Por eso, tras adquirir las divisas las transforman rápidamente en oro.

¿Qué temen los inversores para incurrir en tal práctica? Recordemos que las divisas no son más que un pasivo de un banco central cuyo valor este se compromete defender. ¿Y cómo ejecuta esta labor? Con sus activos, que en su mayor parte consisten en deuda pública. La contracción crediticia que estamos sufriendo amenaza con ocasionar impagos no solo de familias y empresas, sino de gobiernos. En este caso, el banco central quebraría y su divisa sufriría un proceso hiperinflacionario en el que solo podría conservarse la liquidez a través del oro.

Por consiguiente, ante el aumento de los impagos característico de un proceso deflacionario, el oro suele conservar el valor de los patrimonios. En el período estudiado por Jastram (1570 a 1976) lo hacía porque las deudas estaban concentradas en el oro y su liquidación elevaba su valor (del mismo modo en que hoy elevan el valor del dólar); y en la actualidad lo está haciendo porque el riesgo de impago también afecta a los bancos centrales y, por tanto, los inversores tienden a refugiarse en lo que ha sido el dinero de Occidente durante los últimos 2000 años.

En la medida en que la crisis siga agravándose y la deuda impagándose, el oro continuará subiendo de valor, precisamente porque es un dinero superior a cualquier

papel moneda. Al fin y al cabo, este es solo una promesa impagada en oro, y nunca se ha visto que la promesa del pago de algo tenga más valor que ese algo...

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*

24 de febrero de 2009.

## Cerrando mercados

No supone ninguna sorpresa decir que los mercados se adaptan a las necesidades de los consumidores, esto es, que la demanda tiende a configurar la oferta que pretende satisfacerla. La pluralidad de demandas por tanto determina la pluralidad de ofertas, lo que a su vez permite la división del trabajo y la especialización. Los factores productivos tienden a concentrarse en satisfacer del mejor modo posible su nicho de mercado y para ello van volviéndose cada vez más específicos: los trabajadores mejoran sus destrezas requeridas en su empleo, aparecen nuevos proveedores para cada bien concreto, surgen máquinas tecnificadas en una tarea determinada, etc.

Esta especialización y división del trabajo y del capital permite incrementar la productividad y mejorar la calidad de vida de los consumidores. Ahora bien, en sus grandes ventajas se encuentra también el germen de su riesgo. Una estructura productiva muy especializada y con factores muy específicos es también muy rígida y poco adaptable al cambio de demanda: dado que trabajadores y bienes de capital se han vuelto muy específicos, su recolocación hacia tareas distintas para las que fueron concebidas se dificulta. Es necesario pasar por un proceso de «reciclaje» en el que los factores van reconfigurándose para satisfacer la nueva demanda en el mercado, reciclaje que los keynesianos cortoplacistas suelen despreciar como de «recursos ociosos».

El ciclo económico supone un caso particularmente abrupto de este proceso. Mientras los bancos centrales expanden artificialmente el crédito, la demanda de bienes de inversión y de consumo duradero se incrementa también artificialmente. Las empresas van adaptando sus estructuras a las nuevas demandas y, cuando finalmente el flujo de crédito se corta, comienza un costoso proceso de quiebra y de reconversión de factores mediante sus liquidaciones en el mercado.

Un caso típico ha sido la construcción en España y en parte en EE. UU.: cuando los bajos tipos de interés dispararon la demanda de viviendas, el número de promotoras y constructoras comenzó a aumentar, los bancos se especializaron en la concesión de hipotecas y de préstamos a la construcción, muchos trabajadores dejaron de lado su formación para ofrecer su mano de obra a estas empresas y algunos proveedores como las cementeras también multiplicaron su actividad y sus inversiones. Con todo, la interrupción súbita en el crédito desplomó la demanda de viviendas y de todos estos sectores que tuvieron que empezar a adelgazar y a dejar de utilizar factores poco móviles entre actividades: el paro en la construcción creció, las

constructoras, promotoras y cementeras quebraron o se reestructuraron, los bancos congelaron su cartera de hipotecas y el *stock* invendible de viviendas está tratando de enajenarse a precios cada vez más bajos.

Los keynesianos confunden las causas con las consecuencias y creen que las crisis se originan por la contracción de la demanda, de modo que resulta imprescindible que el Estado garantice la demanda, especialmente en los sectores más afectados por la crisis. Para ello proponen distintas recetas, como incrementar el gasto público o imponer aranceles al comercio internacional que reconduzca la demanda de los estadounidenses desde el consumo externo al consumo interno.

Pero en EE. UU. aquellos que rodean al gobierno están valiéndose de la retórica proteccionista y han propuesto un arancel sobre el acero y un exhorto a que las obras públicas se financien con productos nacionales. Es el mismo error que cometió Estados Unidos en 1930 con el arancel Smoot-Hawley.

La política proteccionista supone un cierre masivo de mercados, ya que los extranjeros no pueden vender en EE. UU. y, como consecuencia, tampoco pueden comprar. El tejido empresarial, adaptado a un mercado global, sufre una contracción mucho mayor que la que estaba experimentando por la restricción del crédito. Ya no solo se liquidan las malas inversiones, sino también las que eran buenas mientras las fronteras estaban abiertas.

Como ya sucedió en el 29, la estulticia gubernamental puede convertir una crisis intensa en una gran depresión; la hostilidad al comercio internacional es sin duda una de las peores políticas que podían aplicar.

*ElCato.org*

25 de febrero de 2009.

## Así no se expande el crédito

El mismo día en que el Banco Central Europeo sigue bajando tipos con la inútil pretensión de que el crédito vuelva a fluir en la economía —repitiendo en vano los mismos errores que ya cometiera hace más de una década el banco de Japón y hace justo unos meses la Reserva Federal— los rescates de cajas y bancos en nuestro país siguen sucediéndose. Después de forzar la fusión entre Unicaja y Caja Castilla-La Mancha por aquello de echar dinero bueno sobre dinero malo, el Banco de España ha reconocido que asignará 1000 millones del fondo de garantía de depósito para compensar el agujero de la entidad manchega.

Es curioso cómo casi los mismos economistas que defienden la imperiosa necesidad de que el Gobierno acuda al rescate de los bancos quebrados se afanan por defender que el correspondiente banco central rebaje los tipos de interés para promover una nueva expansión crediticia; preocupados, claro, de que la sequedad del crédito esté ahogando a las familias y a las empresas y así se estén disparando el número de quiebras (de modo que la salud financiera de los bancos siga empeorando pese a los rescates).

No se dan cuenta de que son sus desastrosas intervenciones las que en primer lugar están agravando el fenómeno de la restricción crediticia. Y es que quienes desde un principio nos opusimos al Plan Paulson para rescatar a la banca estadounidense —y a todos los que han venido detrás— lo hicimos bajo un argumento muy sencillo: se estaba dilapidando un ahorro que empezaba a escasear para evitar que afloraran las malas inversiones de la economía.

Desde entonces, los acontecimientos parecen habernos dado la razón. Los bancos han sido rescatados de casi todas las maneras posibles y, sin embargo, la crisis no se ha aliviado ni un ápice. Es más, desde que comenzó la recapitalización de los bancos a costa del erario público (es decir, a costa del ahorro de los ciudadanos) la carestía de crédito no ha dejado de agravarse, en contra de lo que predecían quienes defendían el rescate. No es de extrañar: el crédito nace del ahorro y, si el ahorro se dilapida, el crédito desaparece.

Deténgase un momento a pensar en qué han consistido todos estos planes de rescate de la banca: tenemos una economía repleta de malas inversiones (por ejemplo, construcción masiva de inmuebles) que necesita reconvertirse y para lo cual requiere de ahorro con el que poder invertir en nuevas empresas; pero los Estados captan ese ahorro y lo destinan a evitar que las malas inversiones se liquiden (por ejemplo,

comprándoles a los bancos las hipotecas impagadas y, por tanto, impidiendo que ejecuten la hipoteca y que vendan el piso a precios menores a los que alcanzaron durante la burbuja). En definitiva, estamos quemando las reservas que tenemos para evitar que se corrijan los errores en los que hemos incurrido.

Y ante esto de nada sirve que Trichet o Bernanke rebajen los tipos de interés. El problema de los bancos no es esencialmente que tengan dificultades para acceder a la financiación, sino que están al borde de la insolvencia. Es como si usted se hipoteca para adquirir un piso de 200 000 euros y al poco tiempo el piso pasa a valer 150 000. ¿Se volvería a hipotecar para adquirir otro piso aun cuando se pudiese financiar a un interés anual del 1%? No tendría mucho sentido, la verdad. Lo mismo le pasa a un banco: ahora mismo no piensa ni tiene capacidad para prestar más dinero, por muy barato que se lo preste a él el banco central.

Ahora bien, no crean que las rebajas de tipos salen gratis. Aunque ahora no arreglen nada, la situación financiera del banco central sigue empeorando al prestar dinero a entidades potencialmente insolventes a unos tipos de interés cada vez más bajos. Lo mismo que les ocurre a los bancos privados con sus deudores morosos le pasa al banco central con los suyos (los bancos privados). Al final, solo hay una institución que esté respaldando esta disparatada política de extensión de cheques en blanco a banca: el Estado, es decir, usted. Pero el Estado tampoco tiene una capacidad de financiación ilimitada y, cuando quiebra, llega el colapso.

*Libertad Digital*  
5 de marzo de 2009.

## O libre comercio o depresión

Imagine que hace cinco años pidió un préstamo a un banco estadounidense para montar una empresa en España dedicada a vender automóviles al público estadounidense. Al fin y al cabo, si iba a obtener la mayor parte de sus ingresos en dólares bien podía interesarle pagar su deuda también en dólares.

Dado que pretendía dar el salto al otro lado del Atlántico, se vio obligado a adaptar su producto a los gustos de los americanos (ya sabe, coches grandes y con mucha cilindrada) y a organizar su empresa para poder participar en ese mercado (necesitaba, por ejemplo, gente que supiera inglés y que conociera cómo publicitarse de manera eficaz en ese país).

Durante los últimos cinco años su negocio obtuvo una enorme rentabilidad: gracias a que el Maestro Greenspan presionó a la baja los tipos de interés, a los estadounidenses les resultó tremendamente barato endeudarse para comprar automóviles. Así pues, sus ventas se dispararon junto con sus beneficios; motivo por el cual pensó que resultaría conveniente pedir otro préstamo para ampliar el negocio y vender aun más coches.

Pero hete aquí que a mediados de 2007 las cosas empezaron a torcerse. El crédito comenzó a escasear, por lo que sus clientes dejaron de adquirir tantos coches como antes. De hecho, desde mediados de 2008 casi han dejado de comprar por completo. ¿Qué le ocurre entonces a usted? Pues que tiene una gran «capacidad productiva» que está inutilizada (los keynesianos llaman a esto «recursos ociosos», aunque no entienden realmente a qué se deben); la demanda de sus automóviles depende del crédito y, por tanto, sin crédito usted no vende ni una rueda.

Si sus ventas caen, tendrá que readaptar esa «excesiva capacidad productiva» a la nueva demanda menguante del mercado, es decir, tendrá que despedir a trabajadores, enajenar parte de sus máquinas, reducir su consumo eléctrico... El problema es que toda la deuda que había solicitado a los bancos tiene que seguir pagándola y con unos ingresos disminuidos, se encuentra siempre con el agua por el cuello.

A pesar de todo, gracias al forzoso ajuste su empresa logra sobrevivir: vende menos coches y los intereses de la deuda le asfixian, más como también ha eliminado buena parte de sus costes, todavía puede cumplir con sus obligaciones.

Pero imagine que en ese momento un tal Barack Obama, hombre con una gran conciencia social, declara que la industria nacional del automóvil está en una situación demasiado precaria y que es imprescindible protegerla de la «competencia



salvaje» extranjera; en caso contrario, cientos de miles de trabajadores estadounidenses se quedarán en el paro. Por este motivo, Obama decide imponer un arancel a la importación de los automóviles que hace que, por ejemplo, el precio de los coches que usted estaba vendiendo a Estados Unidos se encarezca en un 50%.

Se acabó, por tanto, seguir vendiendo a este país. Punto final. ¿Tiene alguna alternativa antes de echar el cierre? Sí, en parte puede intentar enajenar esos cochazos a los europeos, pero aquí la gasolina es muy cara y no nos salen a cuenta. Además, ¿para qué quiere ahora tener en plantilla a técnicos en el mercado estadounidense si pretende vender en Europa? Y lo que es peor, tiene que seguir pagando su deuda en dólares, pero a partir de ahora cobrará en euros. ¿Se imagina qué le ocurrirá si el euro se deprecia con respecto al dólar? Sí, en efecto, vaya pensando en declarar la quiebra.

Pero vaya, si usted quiebra el banco estadounidense que le prestó dinero se quedará sin cobrar y tal vez esto suponga la puntilla que, a su vez, le aboque a él a la bancarrota. Y si este banco quiebra, algunos estadounidenses perderán sus ahorros, el crédito seguirá reduciéndose y las empresas del país verán reducir su demanda. Dicho de otra manera, el tal Obama gracias a su arancel pro-americano ha terminado perjudicando no solo a la empresa española, sino especialmente a su propio país.

Pues bien, extienda esta historia a todos los productos y a todos los países del mundo y comprenderá cuáles son los auténticos riesgos del proteccionismo. Las contracciones crediticias como la que vivimos generan una reducción súbita del tamaño de muchos mercados, pero el proteccionismo los cierra directamente. Crisis sobre crisis y, lo que es peor, prolongación del estancamiento a través de la eliminación de innumerables oportunidades de negocio.

Los delirios proteccionistas fueron uno de los principales culpables de la Gran Depresión; esperemos que no se repitan ahora.

*Libertad Digital*  
20 de marzo de 2009.



## Jugando al mercado

El que probablemente sea el mejor economista del siglo xx, Ludwig von Mises, criticaba a quienes sostenían que el socialismo era viable si reproducía y copiaba ciertas condiciones de las economías de mercado. Es cierto que en un sistema socialista no existía la propiedad privada sobre los medios de producción, es evidente que no había seguridad jurídica, es indudable que era imposible ejercer de empresario y es innegable que la competencia estaba ausente, *pero si* podía aparentarse que todo lo anterior funcionaba tal vez el comunismo pudiera desarrollarse y prosperar.

Mises les reprochaba que la economía no es un juego de tablero. La existencia de precios de mercado, planes empresariales y competencia era indisociable de la propiedad privada de los medios de producción, esto es, de un sistema donde los agentes económicos pudieran implementar sus iniciativas, apropiarse de los beneficios que logaran y padecer las consecuencias de los errores en los que incurrieran. No se puede instruir a un burócrata para que actúe *como si* se jugara su patrimonio o *como si* hubiera descubierto una oportunidad de ganancia que pudiera aprovechar. Cuando el Estado lo controla todo, las pérdidas y ganancias las genera ese propio Estado desligadas de las necesidades del resto de individuos. La sociedad no se coordina mediante relaciones voluntarias (compra o no de bienes de consumo, compra o no de acciones y bonos, prestación o no de servicios laborales...), sino mediante mandatos políticos, que son los que imponen un esquema artificial de división del trabajo.

Pese a su fiasco intelectual, parece que la Administración Obama está empeñada en proseguir con estos programas ideológicos. El nuevo plan presentado por el secretario del Tesoro, Timothy Geithner, para rescatar al sistema financiero del país adolece exactamente de los mismos defectos que criticaba Mises a los socialistas.

Quienes desde un comienzo hemos criticado los planes de recapitalización forzosa de los bancos lo hacíamos aduciendo un argumento económico esencial y bastante sencillo de comprender: los errores de inversión tienen que corregirse sí o sí antes de encauzar la recuperación. El mercado tiene un procedimiento bastante común para reparar esos errores: quien se ha equivocado vende con pérdidas sus activos hasta que recupera aliento o termina quebrando. Lo importante, en todo caso, es que quien está utilizando los recursos productivos del mercado no los retenga en usos inapropiados: si no sabe emplearlos, que se los ofrezca a otro empresario para que les dé un mejor uso.

¿Pero por qué los bancos se negaban a vender sus activos con pérdidas? Básicamente porque habrían reconocido que algo por lo que pagaron 100 pasaba a valer 10, lo que les habría abocado a la quiebra. Resultaba más fácil mantener esa «basura» (o activo tóxico) en balance y esperar a que el plan de rescate público lo comprara por 80 o 90.

Claro que esto equivalía a salvar a los bancos socavando el resto de la economía. Pagar precios inflados por unos activos depreciados no resuelve el problema de las malas inversiones; de hecho lo apuntala y lo recompensa. Si resultaba necesario que quienes han hecho mal uso de esos recursos los enajenaran para que otros asumieran su control, los planes de rescate permiten que los retengan a costa del erario público.

Lo lógico y deseable, por consiguiente, era que los bancos se desprendieran de esos activos a precios de mercado. ¿Pero cuáles son los precios de mercado si no existe el mercado? Con el nuevo programa, Obama ha intentado instaurarlo: se subvencionará y protegerá a los inversores privados para que pujen por esos activos y *ofrezcan* un precio que, con más ganas que rigor, llamarán de mercado.

Pero aquí el problema sigue siendo el mismo que con el socialismo competitivo o de mercado que denunciaba Mises. No pueden reproducirse de manera artificial las condiciones del capitalismo. El mercado no es un laboratorio de pruebas, sino un espacio de interacción voluntaria entre sus participantes.

Háganse una idea: por cada 5 dólares que aporte un inversor privado, el Tesoro añadirá otros 5 y la Agencia Federal de Seguro de Depósitos garantizará hasta 60 dólares de la deuda que pueda emitir. O, dicho de otra manera, por cada cinco dólares que aporte un inversor privado de su propio capital obtendrá financiación pública directa o indirecta por otros 65. ¡Y con esto pretenden ofrecer algo de realismo de mercado a los planes de rescate! La fatal arrogancia de siempre con el nuevo léxico mesiánico.

*Libertad Digital*  
23 de marzo de 2009.

## Sobresueldos y rescates: lo malo y lo peor

Ciento sesenta y cinco millones de dólares en bonus querían repartirse los directivos de AIG, la aseguradora que habría quebrado varias veces si el Gobierno de Estados Unidos no la hubiese rescatado. Tiene mérito: muchos no hemos arruinado a nadie y, pese a ello, el Gobierno no nos ha recompensado con una lluvia de millones.

De inmediato, todos los políticos que votaron por salvar a AIG a costa del erario público han estallado en críticas y denuncias. «Es horrible y vergonzoso», decía un senador republicano por Alabama. «Hay que gravarlos al 100%», proponía un senador demócrata de Nueva York. «Es inaceptable que se repartan los bonus mientras seguimos inyectando miles de millones en la compañía», reflexionaba otro senador demócrata (por Illinois).

Tienen razón. Es inaceptable. Pero lo es desde el principio, exactamente desde que se procedió al rescate de la compañía. ¿Qué absurda y contradictoria economía de mercado está contribuyendo a crear los planes de rescate, pues los altos ejecutivos ya no pueden ser remunerados y los accionistas no pueden percibir dividendos?

Recordemos lo evidente: los directivos son personas con una enorme responsabilidad que pueden hacer ganar o perder mucho dinero a sus accionistas. Por eso los máximos responsables de las empresas, sobre todo cuando se trata de grandes compañías, están dispuestos a pagar elevadísimos salarios para hacerse con los mejores. Algo parecido sucede en el fútbol: todos los equipos quieren fichar a los mejores, por eso los mejores cobran tanto.

Pero, al igual que en el fútbol, en el mundo de la empresa el pagar mucho no impide que algún ejecutivo *galáctico* salga rana. En muchos casos los accionistas confían ciegamente en personas que han tenido mucha suerte en otras compañías o que poseen un currículum impresionante a pesar de que no comprenden los movimientos del mercado.

Si los accionistas contratan a un directivo inadecuado y, para más inri, lo remuneran generosamente, tanto peor para ellos. La próxima vez —si es que hay próxima vez— intentarán buscar mejor. Mientras la empresa no quiebre y tenga dinero suficiente, podrá seguir buscando nuevos directivos y, en su caso, atraerlos con altos salarios. La retórica en contra de los sueldos altos resulta ridícula, sobre todo porque no son los paganos quienes protestan. Entendería que un accionista se llevase las manos a la cabeza por haber contribuido a encumbrar a unos incompetentes carísimos, pero me cuesta más entender que lo haga un tipo sin oficio ni beneficio en

la empresa.

Con esto no quiero decir, claro está, que considere que todos los sistemas de remuneración de directivos resultan positivos y dignos de encomio. De hecho, en mi opinión la mayor parte de los bonus tienden a primar demasiado los resultados a corto plazo en detrimento de la perspectiva a largo. Pero, de nuevo, este error —y su hipotética corrección— será en todo caso responsabilidad de los accionistas: si no establecen los incentivos adecuados para la dirección, serán ellos los perjudicados.

El problema del *affaire* de AIG es que los directivos resultaron un completo fiasco y abocaron la compañía a la quiebra, motivo por el cual los accionistas deberían haber perdido todas sus inversiones. Pero hete aquí que AIG era, según el Gobierno de Estados Unidos, *demasiado grande para quebrar*, motivo por el cual tocaba recapitalizarla. ¿Resultado? La dirección se queda y los accionistas no se arruinan del todo.

Los directivos incompetentes se comportaron en un principio como es lógico que se comportaran: cobrando los bonus que sus accionistas les habían prometido. Si la empresa hubiese quebrado, obviamente se habrían quedado sin bonus; como el Gobierno se lo ha impedido, ahora iban a percibirlos de los impuestos ciudadanos. Que hayan renunciado a ellos tras las presiones políticas solo demuestra la importancia que las presiones políticas han ido adquiriendo en el mercado estadounidense.

Y es que la reacción de los políticos fue desde un comienzo tratar de impedir que los altos cargos pudieran cobrar las bonificaciones. Al fin y al cabo, el objetivo de la inyección pública de capital en AIG no era que aquellos pudieran costearse unas lujosas vacaciones y comprarse otro coche más, sino evitar que la compañía dejara de pagar sus obligaciones y pudiera seguir operando en el mercado.

Pero, como digo, ¿qué clase de mercado es este, que está sometido a la excepcionalidad de un rescate y al control político? El problema no es que los directivos de AIG cobren bonus: el problema es que se impidió que AIG quebrara y fuera liquidada. El resto de la polémica no es más que un fruto inevitable de lo primero.

Cuando se retuercen las leyes del mercado, cuando se impide que quiebren quienes tienen que quebrar, pasan cosas como esta. Cualquier decisión que tome AIG a partir de su recapitalización pública lo hará gracias a los contribuyentes estadounidenses: no solo el pago de primas extraordinarias a sus más altos ejecutivos, sino el pago de indemnizaciones a sus clientes (a pesar de que estas son, un parte, responsables de la crisis actual).

No se puede jugar al mercado. Los enjuagues público-privados son un artificio que siempre redundo en perjuicio de otros. Parece que algunos solo se dan cuenta cuando unos directivos ponen el cazo.



## Parar las máquinas en tiempos de crisis

Si en su momento dijimos que un mono tirando dardos sobre varias propuestas laborales tendría más éxito que el ministro de Trabajo a la hora de combatir la crisis económica, a Cándido Méndez solo nos queda aplicarle el mismo comentario pero con un ligero correctivo: un mono tendría más éxito que el secretario general de UGT a la hora de *diseñar* propuestas.

En plena destrucción acelerada de empleo, al sindicalista no se le ocurre nada mejor que proponer reducir la jornada laboral a 35 horas semanales organizadas en cuatro días. Así, se nos dice, las empresas tendrán que demandar más trabajadores para mantener su nivel de producción y el paro se reducirá.

Algunas personas parecen empeñadas en hundirnos en la miseria. A las disparatadas recetas de endeudarnos para incrementar nuestro consumo, ahora añaden la de reducir el número de horas que trabajamos. Siempre pongo el mismo ejemplo, pero no por ello su validez se desgasta: si una familia está endeudada hasta las cejas, ¿qué le recomendaríamos? Primero, que deje de acumular nuevas deudas. Segundo, que se apriete el cinturón recortando gastos superfluos. Tercero, que el dinero que ahorre lo destine en todo o en parte a amortizar la deuda. Y cuarto, si resulta necesario, que se busque otro empleo para poder ahorrar más cada mes.

El torpe razonamiento económico de muchas izquierdas y derechas apunta hacia lo contrario. Primero, si no quiere caldo de deuda, tome dos tazas. Segundo, con la nueva deuda, páguese unas ostentosas vacaciones al Caribe. Tercero, no se preocupe nunca por minorar su nivel de deuda, que suba es una buena señal. Y cuarto, a ser posible quédese en el paro o búsquese un empleo donde trabaje y gane la mitad. No sé por qué nuestros gobernantes no están sufragando una campaña institucional con estos cuatro consejos para las familias españolas al borde del embargo hipotecario. ¿Tal vez porque se tomaría como un insulto a su inteligencia lo que nuestros prohombres públicos pretenden que el Estado nos imponga a todos por ley?

No creo que sea necesario desarrollar demasiado por qué nadie en su sano juicio debería leer la entrevista al cándido Cándido buscando un atisbo de sensatez. A quien no le chirríe que la recuperación de una crisis en la que se destruye riqueza de forma masiva deba pasar por dejar de producir aun más riqueza, probablemente sea porque esté más preocupado por validar sus prejuicios ideológicos que por intentar comprender esta sencilla realidad. Y ante eso, razonar sirve de poco. Pero por si hay algún confundido de buena fe, intentaré exponer el argumento económico que se



esconde detrás del sentido común.

Las compañías son organizaciones complejas que utilizan multitud de factores productivos: máquinas, edificios, materias primas, electricidad, información técnica y, también, trabajadores. El empresario contrata a los trabajadores y al resto de factores en función de los beneficios que espera obtener con su negocio. Si un factor se encarece, tratará de utilizarlo menos para evitar al máximo la erosión de sus beneficios: si la luz sube de precio, intentará ahorrar electricidad y quizá incluso se cierre alguna sección del negocio que consuma mucha.

Muchos parecen creer —siguiendo todavía a estas alturas a Marx— que el trabajador es la parte esencial de un proceso productivo y que, si su precio aumenta, lo hará siempre a costa de los beneficios del capitalista: en su mente, se trata de una simple redistribución de la renta. No entienden que, si el coste de los trabajadores aumenta, los empresarios tenderán a utilizarlos menos y si hace falta cerrarán ciertas líneas de negocio, como sucedía cuando subía la luz.

Pues bien, reducir la jornada laboral y mantener los salarios equivale a un incremento enorme de la retribución de los trabajadores (trabajan un 12,5% menos y cobran lo mismo). Y si el trabajo se encarece, se utiliza menos. ¿Resultado? Más paro. Que nadie sueñe con que los empresarios redoblarán las contrataciones para cubrir los huecos; puede que sea así en algunos casos (a costa, claro, de que suban los precios de su mercancía), pero en general es imposible: todos los empresarios no pueden subir todos los salarios a la vez de manera sostenida. En caso de implantarse una medida similar, quienes la sufrirían serían aquellos a los que supuestamente se quiere beneficiar. Pero no creo que este riesgo haga reflexionar lo más mínimo a UGT y similares, pues su objetivo nunca ha sido defender al trabajador, sino vivir del cuento con esa excusa.

Por supuesto, nada tengo que objetar contra quienes crean que el futuro pasa por reducir la jornada laboral y ampliar nuestro tiempo libre. Yo también lo creo e históricamente así ha sido. Pero todos quienes pensemos esto deberíamos ser también conscientes de que esa ampliación de nuestro ocio vendrá de la mano de unos salarios menores a los que podríamos haber percibido sin ese ajuste de jornada. El tiempo libre es un bien económico como cualquier otro y tiene sus costes, es decir, en cierto sentido pagamos por él a través de menores salarios.

Por eso mismo, a diferencia de Méndez, no creo que esa reducción de jornada deba imponerse por parte de los poderes públicos: muchos trabajadores pueden seguir prefiriendo una jornada de 40 horas a cambio de mayores sueldos y de llegar a fin de mes. Que cada cual pacte las condiciones laborales que considere más convenientes.

Ahora bien, que semejante reducción coactiva de nuestras rentas se esté proponiendo en tiempos de crisis no solo me parece una desfachatez sino una salvajada antisocial difícilmente superable. Aunque supongo que a nuestros

sindicatos ya se les ocurrirá algo.

*Libertad Digital*  
29 de marzo de 2009.



## Y aquí, ¿qué ha fallado?

Caja Castilla-La Mancha no ha quebrado porque haya invertido en complejos instrumentos financieros, como los CDO, las titulizaciones de hipotecas *subprime* o los CDS. No. El agujero esencial de la caja manchega son créditos a promotores locales, del terreno. No tenemos que irnos ni a Wall Street ni a Washington para buscar a los responsables de su caída. Basta con que nos quedemos en el escenario típicamente cervantino. Y, por desgracia, tampoco tendremos que esperar mucho tiempo a que estos desafortunados créditos a promotores sigan cobrándose la cabeza de otras cajas.

El progresivo desmoronamiento del sistema bancario español, en línea con lo ocurrido en otras partes del globo, debería servirnos como alerta y vacuna contra las interpretaciones más pueriles y sesgadas de la crisis económica. Los políticos, los de allí y los de acá, se están montando una película alternativa sobre sus causas para eximirse de responsabilidades.

No hay que ir demasiado lejos. Si usted le pregunta hoy mismo a cualquier persona de la calle por qué ha empezado esta crisis, le dirá que los malvados especuladores financieros de Wall Street (la versión sajona de los especuladores inmobiliarios españoles) invirtieron en productos muy arriesgados que han terminado siendo impagados. Y dado que esos especuladores no estaban sometidos a supervisión, es necesario que ahora nuestros políticos los regulen masivamente para impedir que vuelvan a hacerlo.

En esta línea, el secretario del Tesoro de Estados Unidos lleva meses repitiendo que la culpa de la crisis radica en el llamado *shadow banking*, esto es, instituciones financieras que actúan como bancos (por ejemplo, las aseguradoras tipo AIG) pero que no están sometidos a las estrictas regulaciones de los bancos. El remedio parece sencillo: que ningún agente, que ningún producto y que ningún mercado queden fuera del atento control del Estado, como ya se propuso en noviembre durante la pasada cumbre de Washington.

Pero hete aquí que en nuestro país empiezan a quebrar entidades financieras como las cajas que sí estaban supervisadas por el Banco de España (de hecho, según todos decían, «muy bien supervisadas») y que no habían prestado dinero a productos complejos que no entendían sino a actividades tan tradicionales como comprar un terreno y construir varios bloques de pisos.

No, la crisis financiera no es una crisis del *shadow banking* frente al modelo

mucho más prudente y noble de la banca comercial de toda la vida. Ambos tipos de banca han quebrado conforme los Gobiernos de los distintos países han dejado de sostener artificialmente los mercados. No ayudará, por tanto, que el sistema financiero internacional adopte las pautas de un modelo español que de poco ha servido para evitar la crisis.

Valdría la pena que por una vez nuestros mandatarios practicaran un ejercicio de honradez y reconocieran su responsabilidad en esta situación: los bancos centrales expandieron el crédito de manera insostenible desde 2003, generando todo tipo de burbujas (como la inmobiliaria) y malas inversiones por la economía que ahora se están revelando y rebelando. Este lucrativo chiringuito —las entidades financieras se endeudaban a corto plazo prestando a largo y el banco central de turno les cubría el riesgo de iliquidez a costa de generar inflación— que los políticos luchan por defender —entre otras cosas, porque les permite financiar el enorme gasto público actual— y ocultar con todo tipo de diagnósticos demagógicos es el que se ha venido abajo en los campos castellanos.

*Libertad Digital*  
29 de marzo de 2009.

## Los límites de la regulación

Las principales potencias del mundo parecen haber llegado ya a la conclusión de que la crisis económica se produjo por falta de regulación de los mercados. Que los individuos se equivoquen o que sean codiciosos son dos problemas que pueden resolverse a golpe de legislación; al fin y al cabo, parece, los políticos que aprueban esas leyes no son «individuos» susceptibles de error o codicia.

Lo cierto es que achacarle la culpa de todos los males a la desregulación de los mercados tiene una larga tradición. Ya en 1934, cinco años después del *crack* del 29, el Congreso creó la Securities and Exchange Commission (SEC), un organismo supervisor de las compañías cotizadas. No en vano, la versión oficial de la crisis fue que los inversores, movidos por su irrefrenable codicia, habían asumido niveles de apalancamiento muy elevados para adquirir acciones sobre las que no existía suficiente información.

Pese a las apariencias, antes de la creación de la SEC no es que los mercados no estuvieran supervisados, sino que era cada inversor quien tenía la posibilidad de denunciar por fraude a los directivos ante los tribunales. A partir de 1934, sin embargo, fue la SEC quien pasó a efectuar de manera casi monopolística esta labor de vigilancia.

Pero este cambio supuso una mala solución. El problema de la SEC y de cualquier otro organismo de planificación o fiscalización central es que debe captar y verificar enormes volúmenes de información que le resultan del todo inasequibles; y por ello sus errores son harto frecuentes. Uno de los más sonados fue el caso Enron: la empresa eléctrica presentó unos balances manipulados —con activos inflados y deudas ocultas— pero certificados por una de las auditoras más importantes del mundo, Arthur Andersen. La SEC no fue capaz de darse cuenta.

Muchos quisieron ver aquí, de nuevo, una demostración de que el capitalismo no se autorregula sino que tiende al fraude masivo. Desde luego, siempre habrá individuos que quieran lucrarse aun violando los derechos de los demás; la cuestión no es si podemos eliminar este rasgo de la naturaleza humana, sino qué incentivos creamos para combatirlo. Tras este escándalo, ¿qué les ocurrió a Enron, Arthur Andersen y la SEC? Las dos primeras empresas desaparecieron, pero la SEC fue premiada con nuevos poderes: su fracaso, se dijo, no se debía a una imposibilidad estructural por controlar toda la información, sino a la falta de competencias.

Fue así como en 2002 se aprobó la Ley Sarbanes-Oxley, que establecía

requerimientos contables mucho más costosos para las sociedades anónimas. La SEC debía encargarse de su implementación ayudada por un organismo subordinado de nueva creación: la Junta de Supervisión de la Auditoría de las Sociedades Anónimas.

Sin embargo, los fracasos de la SEC no han dejado de multiplicarse. La actual crisis deja al descubierto que la agencia no fue capaz de detectar el auténtico valor de los activos de muchas compañías (como los bancos) y que una gran cantidad de obligaciones (especialmente vía derivados) quedaban fuera de su control y comprensión. Y ello por no hablar de casos más mediáticos como el de Madoff cuyo esquema fraudulento, sin embargo, sí fue descubierto y denunciado ante la propia SEC en 2005 por ciertos inversores privados vigilantes, como el hedge fund Aksia (al que la SEC hizo poco caso, dicho sea de paso).

El G-20 cree que todos los escándalos anteriores demuestran que el mercado adolece de una falta de regulación. En mi opinión, no obstante, los fallos del supervisor y del regulador revelan la imposibilidad de que el Estado se enfrente a problemas concretos y con una enorme capacidad adaptativa. Es decir, no necesitamos mastodontes burocráticos como la SEC sino individuos y millones de compañías que se preocupen por fiscalizar su propiedad como Aksia; no hacen falta hiperregulaciones del sistema financiero internacional sino reglas sencillas y claras cuyo cumplimiento pueda vigilarse de manera descentralizada por los agentes económicos y denunciarse en tribunales o árbitros independientes.

La tragedia es que al desviar el foco de atención hacia la supuesta *desregulación* nos olvidamos de quién fue el verdadero culpable de la crisis: un sistema financiero consistente en unos bancos centrales que refinancian de manera inflacionaria el insostenible y lucrativo fondo de maniobra negativo de los bancos privados. Y a este esquema seguro que nadie del G-20 está dispuesto a meterle mano, esencialmente porque el nada codicioso sector público es uno de sus mayores beneficiarios.

*El Mundo*

29 de marzo de 2009.

## La voracidad fiscal del G-20

La crisis actual tiene una característica distintiva con todas las anteriores que hemos vivido desde la aparición del keynesianismo como una liturgia económica destinada a justificar la expansión del Estado. En concreto, desde 1929 a la fecha, cuando la economía no podía reinflarse mediante reducciones de los tipos de interés (por ejemplo en la Gran Depresión, en los 70 o en Japón a principios de los 90), los Gobiernos siempre tenían margen presupuestario para justificar una brutal expansión del gasto público.

El paradigma era precisamente el *New Deal* de Roosevelt: un magno programa de obras públicas y de políticas sociales que diera un vuelco a la relación entre la ciudadanía y el Estado. Al fin y al cabo, gracias al vademécum keynesiano, el incremento del gasto público destinado a estabilizar las expectativas de los agentes económicos siempre encontraba justificación. El Estado solo tenía que gastar y gastar hasta la saciedad, tomando prestado lo que los inversores privados supuestamente guardaban bajo el colchón por una coyuntura enormemente incierta; luego, cuando la economía retomara el vuelo, solo habría que amortizar ese endeudamiento previo incrementando la recaudación.

Ahora, sin embargo, todo este recetario keynesiano, si bien siguen blandiéndose a pies juntillas por políticos y economistas institucionalizados, se ve constreñido por una tozuda realidad: en casi todos los países occidentales la presión fiscal ya representa entre un 40% y un 50% del PIB. Dicho de otra manera, es difícil, si no imposible, que los Estados incrementen mucho los impuestos en el futuro para devolver los elefantiásicos pasivos que están contrayendo hoy. Esencialmente porque, gracias a la globalización, los capitales privados escapan con celeridad de las regiones con una fiscalidad más confiscatoria y se refugian en los países con una actitud más respetuosa hacia la propiedad privada. Así pues, si en el remoto día en que salgamos de la crisis el Estado quiere generar los superávits presupuestarios necesarios para amortizar su deuda actual, los políticos tendrán que reducir supreciado gasto público.

Sin embargo, dado que este resulta cada vez más rígido e «irrenunciable» para un Occidente en proceso de socialización, parece que los políticos, sin reconocerlo ni proclamarlo, han decidido ampliar su capacidad para esquilmarnos. Es decir, han decidido volar los diques de contención que el mercado había ido erigiendo para proteger a los individuos y su riqueza.



Es en este contexto en el que debe entenderse la propuesta de eliminar los paraísos fiscales e, incluso, la disparatada idea de seguir avanzando hacia el proteccionismo. En la medida de lo posible, los Estados buscan coordinarse para que no queden lagunas y recovecos internacionales donde puedan guarecerse los patrimonios privados. Se trata de impedir que, por fin, ese «dinero caliente» que tanto molesta a los gobiernos depredadores no tenga otra salida que rendirse maniatado ante nuestros hambrientos publicanos.

Cerrar los paraísos fiscales en nada contribuirá a impedir que se reproduzcan crisis económicas en el futuro. Pero sí abrirá la puerta a brutales subidas de impuestos en Occidente. Quizá esa sea la panacea que nos ofrecen: una economía socialista que no sufra periodos recurrentes de crisis, pero porque viva instalada en ella.

*Libertad Digital*  
1 de abril de 2009.

## Menos libertad contra la crisis

Poco o nada suele parirse en estas reuniones de pastores que son las cumbres internacionales de políticos. Si acaso, tras la de Londres, cada mandamás podrá seguir haciendo con más autonomía lo que ya venía haciendo: despilfarrar la riqueza de los ciudadanos en su particular proyecto mesiánico por rescatar una economía que sería capaz de rescatarse a sí misma si no se lo estuvieran impidiendo.

Dado que todos dentro del G-20 piensan volverse aún más manirroto y depredador con sus ciudadanos, nadie quiere sobresalir por el ala siniestra. El pacto y el diálogo les permite que los claroscuros se vuelvan monocolor: la austeridad parece haber sido la palabra proscrita en estas timbas periódicas en las que se decide la profundidad del hundimiento de las finanzas mundiales. O peor o mucho peor; nuestros políticos solo tienen dos envites posibles.

Al margen de las desmesuras cada vez más desmesuradas de los programas de gasto público —ya vamos por cinco billones de dólares, cinco veces el PIB español—, la cumbre sí ha sido propicia para triturar los últimos resquicios de libertad que quedaban en los mercados internacionales. Aprovechando que el Támesis pasa por Londres, no solo se ha acordado poner fin a los paraísos fiscales —traducción deliberadamente incorrecta del inglés *tax haven*, es decir, «refugio fiscal»—, sino también incrementar la regulación de las finanzas mundiales.

La idea es tan sencilla como errónea: la crisis económica actual se ha producido porque la pasividad pública permitió que los altos ejecutivos, movidos por su irrefrenable codicia, invirtieran en productos extremadamente arriesgados y complejos que, de manera inevitable, terminaron colapsando. Por eso, en las conclusiones de la Cumbre se ha acordado incrementar las regulaciones sobre las instituciones financieras, sobre las agencias de *rating* y, por primera vez, sobre los *hedge funds*, esos fondos de inversión privados tan demonizados durante la última década precisamente por ser de «inversión» y, sobre todo, por ser «privados».

Pero la hiperregulación no es la respuesta; de hecho, en muchos casos como en el de las agencias de *rating*, la auténtica desregulación debería ser el camino a seguir. Recordemos que Caja Castilla-La Mancha (y todas las que vendrán detrás) ni quebró por falta de supervisión y regulación ni sus créditos impagados se debían a la codicia capitalista (salvo que ensanchemos tanto el término *capitalismo* como para incluir al latrocinio político).

Es cierto que las instituciones financieras sí necesitan de una mejor regulación

que defienda realmente los derechos de propiedad, pero esto dista mucho de que los políticos deban y puedan meter las narices en todos los patrimonios privados. El punto de llegada debería ser una progresiva abolición de los bancos centrales y de los privilegios con los que vienen operando los bancos privados especialmente desde hace un siglo. Sin embargo, el documento de la Cumbre ni siquiera mienta a los bancos centrales —culpables últimos de la crisis— y en cambio se deshace en invectivas contra la inexistente desregulación.

En definitiva, la Cumbre ha sido un fiasco destinado a bendecir la expansión descontrolada del gasto público por parte de cada Gobierno y para avanzar hacia un sistema financiero prostrado, aún más, a los intereses del Estado. Pero precisamente por conservar la malformación básica del negocio bancario (la insostenible estrategia de endeudarse a corto plazo e invertir a largo con la asistencia inflacionaria de los bancos centrales), estas medidas solo servirán para asfixiar nuestra libertad y bienestar y no para poner fin a las recurrentes crisis económicas.

Solo una nota saludable parece derivarse de las conclusiones del G-20: una crítica abierta e indubitada contra el proteccionismo comercial que convertiría esta crisis en una severa depresión. Sin embargo, tantos aspavientos en la buena dirección solo parecen ir destinados a reimplantar las barreras arancelarias al grito de «¡Libre Comercio!».

¿Cómo van estos estadistas —Zapatero, Lula, Kirchner, Brown, Obama, Sarkozy o Berlusconi— a renunciar al librecambismo después de comprometerse como se han comprometido a defenderlo con uñas y dientes? Pues haciéndolo. Obras son amores y no buenas razones; las consignas, que ya se repitieron hasta la saciedad en la Cumbre de Washington, no se han compadecido con los hechos. Y es que de Londres no ha salido una defensa real del libre comercio, sino de los intercambios controlados, subsidiados y teledirigidos por los Gobiernos a través de la burocracia internacional.

Si acaso, por consiguiente, podemos celebrar que nuestros políticos no hayan optado de manera explícita por la vía socialista revolucionaria. Pero poco a poco, crisis tras crisis, Leviatán sigue engordando.

No deberíamos depositar nuestras esperanzas en estas meriendas de contribuyentes, sino más bien en que los individuos —usted también— seamos lo suficientemente perspicaces como para salir de la crisis antes de que el G-20 nos hunda definitivamente en ella. Si esperaba algo de esta reunión, espero que solo fueran calamidades, ya que en caso contrario habrá quedado decepcionado.

*Libertad Digital*  
2 de abril de 2009.

## Tres mitos que caen con la crisis

Nadie negará que los efectos más visibles de la crisis son realmente dramáticos, en especial para aquellos que la sufren con más intensidad. Sin embargo, desde el punto de vista académico tiene la ventaja de que separa el grano de la paja e ilustra sobre qué teorías funcionan y cuáles no. Luego, por supuesto, cada economista tendrá la honradez —o no— de aceptar los hechos y ver la manera de encajarlos —si es que puede— en sus teorías.

Sea como fuere, lo cierto es que la crisis ha servido para derribar tres importantes mitos.

### **1. Las quiebras bancarias son imposibles cuando no hay patrón oro**

Una de las razones más importantes por las que se abandonó el patrón oro clásico era que este ataba las manos a los banqueros centrales y les impedía evitar quiebras generalizadas como la que tuvo lugar durante la Gran Depresión. Se pensaba que, con el dinero fiduciario, los bancos centrales siempre podrían demorar las quiebras mediante expansiones del crédito que, por su magnitud, eran inviables con el patrón oro.

Pues bien, pese a las supuestas propiedades salvíficas de las expansiones monetarias *antiquiebra*, lo cierto es que el sistema bancario mundial ha entrado en bancarrota. Si no hemos asistido a un concurso de acreedores a gran escala ha sido porque los Estados han recapitalizado los bancos (algo que, dicho sea de paso, también pueden hacer en un sistema de patrón oro).

Quienes pensaban que un sistema bancario insolvente puede mantenerse a flote con la actuación coordinada de los bancos centrales confundían los procesos de quiebra con los de suspensión de pagos. Cuando el valor del activo cae por debajo del pasivo, poco importa que este tenga líneas de crédito abundantes, como las que proporciona un banco central: la entidad en cuestión está muerta.

Habrá que buscar una excusa mejor contra el oro.

### **2. La crisis es fruto de la desregulación**

Hoy —y en 1929— se piensa que las burbujas que han terminado estallando son consecuencia directa o indirecta de la falta de regulación del sistema financiero. Hoy —y en 1929— se propone como solución la regulación masiva.

La idea es simple: si se deja a los individuos actuar libremente, asumirán riesgos

extraordinarios que terminaremos pagando todos; por consiguiente, echémonos en los brazos de la regulación y establezcamos una supervisión que impida la adopción extraordinaria de riesgos.

Problema: si la crisis del 29 dio pie a la regulación, ¿qué sentido tiene aducir que esta nueva crisis se debe a la desregulación? Básicamente, los encargados de supervisar el sistema financiero —por ejemplo, el actual secretario del Tesoro de EE. UU— quieren quitarse de encima cualquier responsabilidad por negligencia, y por eso dicen que la crisis se ha gestado en ciertas áreas de la economía que escaparon a la regulación post Gran Depresión. Por tanto, basta con extender la regulación a las nuevas realidades y problema resuelto.

Problema (bis): en España hemos tenido una burbuja inmobiliaria (alimentada por el crédito bancario) mayor que la de Estados Unidos, y sin embargo nuestro sistema bancario sí está regulado y supervisado casi como se sostiene que debe estarlo el internacional. Así que no, la desregulación solo es un problema en la medida en que permite explotar con impunidad las estrategias financieras que han dado lugar a la crisis; claro que esas estrategias seguirían siendo explotables con la montaña de regulaciones que ahora se está proponiendo.

### **3. Todo está justificado para luchar contra la deflación**

Casi todos los jerarcas consideran que el gran problema al que se enfrenta Occidente es la deflación, esto es, una fuerte contracción del crédito y de la mayoría de los precios (especialmente de los de los activos). Por este motivo sostienen que debe hacerse cualquier cosa para evitarla, incluso utilizar herramientas que en tiempos normales resultarían del todo aberrantes.

El carácter grotesco de esta idea puede ilustrarse, por ejemplo, en la propuesta de Milton Friedman de que la Reserva Federal le diera a la máquina de imprimir billetes para arrojarlos desde helicópteros y lograr así que los precios dejaran de caer...

La experiencia islandesa y de las economías de Europa del Este nos demuestra que la deflación solo es el mayor problema mientras no peligre el crédito del Estado. En estos países, la quiebra de facto del Estado ha hundido el valor de la divisa local (en algunos casos hasta un 40%) hasta tal punto que algunos de ellos han dejado de importar bienes. Obviamente, su problema dejó de ser la deflación y pasó a serlo una hiperinflación incipiente, como refleja la evolución de los precios en Islandia. Que ese no sea también el caso de Estados Unidos o Europa solo se debe a que los políticos americanos y europeos no han sido aún lo suficientemente ambiciosos (léase suicidas). Pero déles tiempo...

En definitiva, ciertos economistas siguen sin entender que el origen de la crisis se encuentra en una estrategia financiera inestable (endeudarse a corto para invertir a largo) que ha sido alentada por los bancos centrales y los privilegios concursales que el Estado ha concedido a los bancos. No es, pues, culpa del patrón oro, ni de la

desregulación, ni de la pasividad de los Gobiernos ante la deflación.

La solución a las crisis debe pasar no por incurrir en barbaridades ya cometidas en tiempos pasados, sino por poner fin a los privilegios del sistema bancario y por rebajar enérgicamente el peso del Estado. Pero, claro, a muchos les sale más a cuenta construir mitos interesados que renunciar a sus rentas.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
7 de abril de 2009.

## De desastre a calamidad

¿Se puede empezar peor? Supongo que sí, claro. Salgado podría haber anunciado la inminente nacionalización de la banca y de las comunicaciones al estilo chavista para seguir pagando el subsidio de desempleo a los parados. Desde luego, todo es susceptible de empeorar, y como prueba basta fijarse en el cambio de Solbes por Salgado.

La ventaja que tenía Solbes es que era un tipo taciturno y desengañado. Había vivido la crisis del 93 desde la primera fila y sabía que las recetas socialistas no funcionaban salvo para hundir a España aún más en la miseria. El ex ministro no sabía qué hacer para facilitar la recuperación —y en caso de que lo supiera, Zapatero tampoco se lo habría dejado aplicar por ir en contra de la agenda socialdemócrata de expandir el Estado—, pero sí sabía qué no hacer para agravarla. En cierta medida, pues, contenía la euforia despilfarradora y dirigista de Zapatero: no aceleraba la reestructuración pero no la retrasaba más.

Salgado, por el contrario, sí parece estar dispuesta a plegarse a los designios de Zapatero y a enfrentarse a la crisis desde una óptica socialista. En el traspaso de cartera, ha lanzado tres mensajes que, en realidad, son el mismo: «los bancos tienen que ayudar a familias y empresas»; «hay que cambiar el modelo económico»; «no podemos esperar a que la economía se recupere». En resumen, como ella misma señala, prepárense para un intervencionismo más descarado del Estado: «juntos podemos y juntos lo vamos a lograr».

Desde luego, el mensaje de Salgado coloca en el mismo plano sincrónico elementos que deben darse de manera diacrónica. Por decirlo de manera breve, primero deben purgarse las malas inversiones del pasado (vivienda, mueble, automóviles, restauración...) y una vez toquemos fondo, la economía comenzará a recuperarse; en ese momento, los bancos podrán comenzar a prestar dinero a familias y empresas con proyectos empresariales solventes y, gracias a la eliminación de lo malo y a la redirección hacia lo bueno, nuestro modelo productivo cambiará.

Lo que no puede pretenderse, sin embargo, es que estas tres fases de la recuperación se den a la vez o incluso de manera invertida; esto es, no podemos forzar a los bancos a que presten dinero a negocios que deben desaparecer ni podemos cambiar nuestro modelo productivo sin que esos negocios desaparezcan y surjan en el mercado nuevas oportunidades de ganancia.

Pero Salgado —y Zapatero— sí parece querer ir en esa dirección. El «no

podemos esperar a que la economía se recupere» significa que el Estado no puede tolerar y esperar a que toquemos fondo y a que desaparezcan todos los sectores que deben hacerlo. Por tanto, en lugar de facilitar el ajuste, perpetuará el *desajuste*. ¿Cómo? Aparte de con gasto público, forzando a los bancos a que proporcionen un poco de suero crediticio a nuestras industrias comatosas. La finalidad no sería reanimarlas —algo imposible—, sino mantenerlas inertes.

Por supuesto, que tal operación pueda cobrarse la vida de los bancos es un problema menor que siempre podrán endosarle a Bush. La debilidad del sistema financiero más sólido del mundo no traería causa primero de nuestra burbuja inmobiliaria interna y luego de los malos créditos que les habrían obligado a conceder a compañías insolventes, sino de unos productos financieros estadounidenses en los que nunca invirtieron.

Pero la locura de nuestros dirigentes no debería hacernos olvidar que la mayor amenaza que tiene por delante la economía española —si exceptuamos, claro, la suspensión de pagos del Estado— es la quiebra de su sistema financiero. No es que este fenómeno requiera de la colaboración decidida del PSOE —al igual que Caja Castilla-La Mancha, nuestras entidades ya han acumulado suficientes «méritos» en sus balances para colapsar de forma autónoma—, pero los planes de Salgado para nuestra economía pueden provocar que no solo caigan los bancos que deberían caer, sino también los que no deberían hacerlo.

Sin duda, si a destruir lo poco que queda de economía se refiere, «juntos podemos y juntos lo vamos a lograr». Los últimos diques de cordura de este Ejecutivo ya han saltado por los aires.

*Libertad Digital*  
8 de abril de 2009.



## ¿Estas son las recetas del PP contra la crisis?

Mariano Rajoy no se cansa de repetir que el Gobierno de Zapatero no está haciendo nada para mejorar la situación económica y devolver la confianza a la sociedad española. Por ello reclama una rectificación de las políticas gubernamentales y, en su ausencia, unas elecciones anticipadas que le permitan acceder al poder y enderezar el rumbo de España.

Que los políticos se tienen un amor propio desmedido y que ansían más que nada acceder al poder para arreglarnos la vida es algo que ya sabíamos. Lo que desconocíamos hasta la fecha eran las propuestas con las que los populares pretenden arreglarnos la vida. Pero no se preocupen, mientras algunos dirigentes socialistas aprovechaban la Semana Santa para tomar el Sol, el denodado equipo económico de Rajoy se quedó sin vacaciones para parir el programa económico que nos sacaría de inmediato de la crisis.

¿Y cuáles son esas reformas tan útiles para España? Primero, un libertario compromiso de no incrementar el gasto público más de un 2% al año... pero solo mientras dure la crisis, no vayamos a pasarnos. Sin duda, se trata de lo que España necesita: más gasto público en un contexto de caída de ingresos fiscales, es decir, más déficit público. Un tanto a favor de la austeridad de las Administraciones Públicas.

Segundo, incrementar la deducción fiscal por vivienda del 15% al 25% (buena manera de financiar el incremento del 2% en el gasto público), a ver si de este modo logramos reinflar la burbuja inmobiliaria y volver a empezar.

Tercero, mejorar la fiscalidad para los autónomos y pymes. Nunca para las grandes empresas, que son los instrumentos con los que los capitalistas explotan a los pobres trabajadores. Bueno, corrijo. Las grandes empresas automovilísticas sí recibirán ayudas fiscales que, por lo visto, son un *lobby* más eficiente.

Cuarto, una reforma del mercado laboral perfilada a través del diálogo social. Los malos tiempos del decretazo ya pasaron para el PP. Hay que exhibir buen talante, aun cuando ello implique seguir mandando a miles de personas al paro. Por cierto, si en el tema del paro el PP propone exactamente lo mismo que el PSOE, ¿debo pensar que los parados españoles no tienen que esperar nada nuevo del PP y que este es tan culpable como el PSOE de su situación actual?

Quinto, incrementar el gasto público en infraestructuras. Les falta añadir una felicitación a Blanco por proponer lo mismo.

Y sexto, consolidar el Estado de bienestar. Algo que no tiene demasiado que ver

con la salida de la crisis (salvo si fuera para adelgazarlo y bajar impuestos) pero que siempre queda bien en un documento económico y permite despejar dudas —si es que quedaba alguna después de leer todo lo anterior— de que el PP no es un partido ultraliberal comeniños. No hace falta que lo juren, siguen en la inopia.

Pero claro, debemos tener presente que este tipo de programas suelen representar los máximos de la acción política. Una cosa es prometer desde la oposición y otra, muy distinta, ejecutar desde las instituciones. Por eso, no está de más fijarse en las políticas populares *realmente existentes* allí donde gobiernan. Por ejemplo en Galicia.

Feijóo se presentó como un revulsivo frente a la crisis y ¡vaya si lo va a ser! Los promotores inmobiliarios ya deben estar frotándose las manos con el plan de rescate que este austero político les ha prometido (qué buenas son y cuánto empleo crean las grandes empresas en quiebra como las automovilísticas y las promotoras).



Sin embargo, tal vez los gallegos y el resto de españoles —a quienes se les quiere

bajar los impuestos al tiempo que obligar a sufragar todos estos dispendios— deberían preocuparse un poquito más por este tipo de medidas contraproducentes y demagógicas.

Lo esencial: España ha sufrido una de las burbujas inmobiliarias más grandes del mundo y tiene que corregirse, lo que significa liquidación a muy bajos precios de todos los excedentes de pisos y quiebra de todas las promotoras que no puedan resistir esa liquidación de *stocks*. Si en 2006 España producía 800 000 viviendas anuales, es evidente que algunos promotores tienen que empezar a buscarse otra ocupación (a menos, claro, que la propuesta de Rajoy pase por edificar toda la península ibérica).

Si Feijóo compra a los promotores sus *stocks* de viviendas a los artificiales precios de la burbuja, no solo les está regalando el dinero por haberse equivocado en el pasado, sino que está impidiendo que esas viviendas se vendan a precios suficientemente bajos como para que empresarios e inversores las destinen a proyectos que generen riqueza y encarrilen la recuperación.

Si en Estados Unidos algunos comienzan a hablar de un amago de mejora es porque allí del sector inmobiliario —donde comenzaron todos los problemas— ya ha terminado de ajustarse pese a los esfuerzos de Bernanke por volver a crear otra burbuja. En España ese ajuste ni está ni se le espera, básicamente porque todos los que han malinvertido en vivienda —promotores y bancos— saben que podrán chupar del bote del erario público gracias a la magnífica predisposición de todos nuestros políticos. ¿Para qué van a vender al sector privado los inmuebles a precios de ganga si saben que pueden colocárselos a los políticos a los infladísimos precios de la burbuja?

La típica picaresca española no cambia. La tradicional animadversión del PP a un mercado libre que no pueda dirigir y aprovechar para beneficio propio, tampoco.

*Libertad Digital*  
15 de abril de 2009.

## 51.

### Tómbolas monetarias

A principios del siglo xx, el economista alemán Silvio Gesell escribió su libro más importante: *El orden económico natural*. «El dinero debe ser un medio de cambio y nada más», escribía allí el alemán, que criticaba así la posibilidad que tienen los consumidores de atesorar dinero cuando no encuentran en el mercado productos que les satisfagan.

Para evitarlo proponía implantar la *libremoneda*, esto es, un billete que tuviera que sellarse semanalmente en la Administración, momento en el que perdería una milésima parte de su valor. Dicho de otra manera, Gesell abogaba por un dinero que se depreciara un 5,2% al año: «Debemos, pues, empeorar al dinero como mercancía, si hemos de mejorarlo como medio de cambio, y ya que los poseedores de mercancías tienen siempre apuro en el cambio, justo es que también los poseedores del medio de cambio sientan el mismo apremio». Pese a que Gesell consideraba *natural* su orden económico, su propuesta trastocaba las relaciones económicas más básicas y naturales, a saber, la tendencia al atesoramiento ante la incertidumbre y el sometimiento de la producción al consumo.

Treinta años después de la aparición del libro de Gesell, un economista inglés, William Hutt, sostuvo que es el consumidor quien, en un mercado libre, orienta las decisiones últimas de los capitalistas, y llamó a esta circunstancia «soberanía del consumidor». Sin embargo, el consumidor solo es soberano en tanto su dinero no pierda valor con el paso del tiempo y, por tanto, pueda rechazar indefinidamente las mercancías que le ofrecen los empresarios: si la moneda se deprecia, tal y como proponía Gesell, tendrá que darle algún tipo de salida aun cuando sea lo último que desee hacer.

El mismo año que Hutt acuñaba el término *soberanía del consumidor*, el que muchos, erróneamente, consideran el mejor economista del siglo xx (¡incluso de la historia!), John Maynard Keynes, publicó su obra magna, *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. ¿De qué lado creen que se puso este genial economista? ¿Defendió que los productores adaptaran sus ofertas a las necesidades de los consumidores, o, por el contrario, que estos cayeran rendidos y desarmados ante unas mercancías sin sustancia porque el dinero les quemaba en las manos?

Como no podía ser de otro modo, Keynes se sumó de manera entusiasta al bando de Gesell, a quien consideraba un «profeta indebidamente olvidado» que había

desarrollado una doctrina «sólida» del dinero. Por cierto, al respaldar las teorías inflacionistas de Gesell, Keynes lanzó una advertencia que parece estar cumpliéndose ahora: «En el futuro aprenderemos más de Gesell que de Marx».

Si piensa que todas estas divagaciones sobre un dinero que tiene que sellarse cada semana en la Administración y perder forzosamente una milésima parte de su valor son cosa de una ciencia económica primitiva y poco desarrollada que carece de encaje en la refinada, formalizada y matematizada teoría económica moderna, se equivoca. Dos de los economistas más destacados de la actualidad —uno de ellos es el autor de la mayoría de los libros de texto de Introducción a la Economía de las facultades españolas y el otro recibió el Nobel en 2008— han resucitado esta semana las ideas de Gesell.

En un artículo en el *New York Times*, Greg Mankiw, presidente del consejo de asesores económicos de Bush entre 2003 y 2005 (casualmente, los años en que se gestó la crisis actual), ha relatado la *brillante* idea que tuvo uno de sus alumnos para salir de la recesión: en el plazo de un año, la Reserva Federal escogería al azar un número del cero al nueve y todos los billetes cuyo número de serie terminara en dicha cifra dejarían de ser dinero. ¿Qué lograríamos con esto? Pues exactamente lo mismo que pretendía Gesell, a quien Mankiw se encarga de rendir homenaje en su artículo: «Las ideas de Gesell se han vuelto de repente muy modernas».

Dado que con este esquema el 10% de los billetes en circulación se desmonetizarían, y que no sabríamos con antelación cuáles correrían tal suerte, durante el año previo al sorteo la gente y los bancos, en lugar de conservar su dinero, intentarían desprenderse de él a como diera lugar: consumiendo mucho más, por ejemplo; incluso prestándolo a unos tipos de interés *negativos* (así las cosas, el deudor, en lugar de pagar intereses, los cobraría).

Pero no crean que Mankiw es un loco solitario en la profesión. Pocas horas después de publicado su artículo, el Nobel de Economía de 2008, Paul Krugman, daba su bendición al fondo de la propuesta; pero consideraba que no iba a funcionar porque algunos banqueros centrales son demasiado «ortodoxos» e intentan alcanzar «solo» una inflación anual del 2%.

Después de decir tamañas barbaridades, aún pretenden que se les tome en serio. Esto no es ciencia económica, sino más bien nigromancia. Tiramos unos daditos y a quien le toque, que lo pierda todo, con independencia de su condición, mérito y perspicacia empresarial. La ruleta rusa coactiva y nacional.

Al margen de los flagrantes problemas de implantación del disparate de Mankiw, y del ataque frontal a la soberanía de los consumidores que supone, lo cierto es que tanto él como Krugman demuestran desconocer las causas y remedios de la crisis actual. Básicamente, esta se debe al pinchazo de una burbuja crediticia alentada por un sistema bancario privilegiado, en cuya cúspide se encuentran los bancos centrales.

Esa expansión artificial del crédito permitió incrementar sustancialmente la demanda de numerosos bienes de consumo duradero o de inversión, como las viviendas y los automóviles. Con semejante incremento de la demanda, los productores de esos bienes comenzaron a incrementar su capacidad productiva (contrataron más trabajadores, adquirieron más maquinaria, construyeron naves más grandes...) para adaptarla a un crédito que parecía en permanente expansión. Pero una vez se detuvo esa expansión, por no estar basada en el ahorro real, todas las empresas ampliadas dejaron de ser rentables; por eso deben reestructurarse.

La idea de Krugman y Mankiw es que la economía no necesita ajustarse, sino solo un empujón para que la gente vuelva a gastar y a endeudarse tanto como antes y así los *stocks* acumulados tengan salida. Y para incentivar el gasto y el endeudamiento creen que es necesario que salgamos de la deflación (donde el dinero va ganando valor) y entremos en inflación.

Pero tal propuesta es absurda. En plena burbuja, España, con una dependencia energética exterior brutal, producía 800 000 viviendas anuales. Teníamos muchas casas, pero no podíamos ni pagar el petróleo que consumíamos. Parece claro que la economía española necesita que su sector de la construcción se reduzca y, en cambio, se incremente la inversión en métodos para producir, ahorrar o comprar energía (por ejemplo, exportando más que ahora).

El plan de Krugman y Mankiw no pasa por sacar a la economía de la crisis, sino por perpetuar esta evitando cualquier reestructuración de aquella. Por eso quieren cargarse la soberanía del consumidor y obligarnos a dilapidar nuestro dinero: para que todos los empresarios que han malinvertido durante estos años puedan seguir vendiendo su mercancía averiada. No son los promotores inmobiliarios los que han de abandonar el sector y vendernos sus *stocks* de viviendas a precios de saldo: somos nosotros, los consumidores y los ahorradores, los que hemos de comprar sus productos so pena de vernos arruinados por un sorteo estatal.

En una cosa, sin embargo, sí tienen razón Krugman y Mankiw, aunque no por las razones que tienen en mente. Ambos sostienen que, para volver a crecer, hemos de pasar de la deflación a la inflación. Desde luego, cuando volvamos a crecer pasaremos de la deflación a la inflación, pero esto solo será un efecto derivado de nuestro perverso sistema financiero (basado en la acumulación de deuda), y no la causa de la recuperación.

Recuperación con inflación y deuda, es decir, vuelta a empezar con el carrusel de auges artificiales y crisis, y mientras tanto, tómbolas monetarias. ¡A qué grado de ridiculez, degradación intelectual y superchería ha llegado la mayoría de los economistas!

## Hipotecando su presente y su futuro

Cuando los políticos nos anuncian sus gruesas cifras de endeudamiento para financiar dislates varios como el Plan E, tendemos a pensar que están hipotecando nuestro futuro para no lograr nada demasiado provechoso en el presente.

El razonamiento, por extendido e intuitivo, no es del todo cierto. El gasto y los déficits públicos no son nefastos por sus consecuencias futuras (que también), sino especialmente por sus efectos sobre el presente.

Todos coincidiremos en que si algo se ha agotado en los últimos meses ha sido el crédito. Las empresas endeudadas buscan un aplazamiento de sus obligaciones, las familias intentan refinanciar sus hipotecas con mejores términos y los emprendedores tratan de lograr un crédito con el que poder montar un nuevo negocio. De hecho, aun en el caso de que no quiera pedir prestado dinero directamente, si pretende por ejemplo vender su casa, desde luego le interesará que el crédito hipotecario vuelva a fluir para que la demanda por su inmueble crezca y pueda obtener un precio más elevado.

El problema es que, para que alguien pueda pedir prestado dinero, otro tiene que ahorrar ese dinero y hoy el ahorro, pese a sus recientes repuntes, sigue siendo bastante escaso. Solo cuando crezca y comience a destinarse a la financiación de proyectos empresariales suficientemente seguros y solventes, la crisis comenzará a remitir.

Familias y empresas lo saben. En tiempos de crisis su tendencia natural es la de ahorrar o «apretarse el cinturón», esto es, recortar gastos superfluos y amortizar tanta deuda como les sea posible. La economía privada se mueve en la buena dirección, aun cuando lo haga a distintos ritmos: en ocasiones de manera acelerada (como en Estados Unidos) y en otras de forma mucho más pausada (como en España).

Pero hete aquí que los políticos occidentales —y con particular intensidad Zapatero y Obama— se han empeñado en volvernos a endeudar con sus programas de gasto público. Todo el ahorro que la economía privada está generando, y que podría convertirse en crédito destinado a financiar la recuperación, lo están acaparando con sus emisiones de deuda pública para sufragar programas que no vienen a cuento. Dicho de otra manera, las familias y las empresas están sufriendo una asfixia crediticia en buena medida porque los políticos disfrutan de un océano de crédito barato.

¿Y para qué desean los políticos ese crédito barato? El objetivo último, claro, es

el de sufragarse la campaña electoral; el mediano rescatar a las empresas quebradas, construir algún polideportivo, seguir pagando subsidios de desempleo por negarse a aprobar la imprescindible reforma laboral y hacer como que están incentivando el crédito para las empresas que ellos mismos les han arrebatado en primera instancia.

El resultado será un despropósito: una economía hundida en su crisis y en sus nuevas deudas. Al fin y al cabo, que España necesite una reconversión de su estructura productiva para encarar la crisis —que la necesita— no significa que *cualquier* reconversión sea válida. Es necesario podar lo que sobra y abonar lo que falta: es decir, deben ser los empresarios quienes examinando el mercado finiquiten sus proyectos fallidos (aquellos que se produce caro y se vende barato) y descubran las nuevas oportunidades de negocio (aquellos que se produce barato y se vende caro).

Los políticos gastan sin orden ni concierto y sin tener en cuenta nada de lo anterior; no realizan el más mínimo análisis de rentabilidad —esencialmente porque no pueden— y como consecuencia dilapidan el escaso ahorro de la economía. Nos ofrecen serruchos cuando en esta operación necesitamos bisturíes.

Por consiguiente, no es indiferente que el crédito lo obtenga el Estado y no las empresas; el primero lo dilapida en proyectos de dudosa necesidad mientras que las segundas habrían efectuado el ajuste preciso que necesitamos.

La deuda pública no solo hipoteca nuestro futuro, también enturbia nuestro presente. No es pan para hoy y hambre para mañana, sino hambre para hoy y hambruna para mañana.

*Libertad Digital*  
29 de abril de 2009.



## Los enemigos de los trabajadores

Sería conveniente que ciertos mitos se esfumaran para siempre; nuestro bienestar y nuestra libertad sin duda lo agradecerían. Dentro de este género, una de las milongas más extendidas reza que los sindicatos defienden los derechos de los trabajadores, que si no fuera por ellos el malvado capitalismo seguirían pisoteándolos con su bota dickensiana.

La realidad es muy distinta. La finalidad de los sindicatos es matar la economía, esto es, la destrucción de la prosperidad que favorece el sistema de libre mercado y de división del trabajo. Y es que, como atinadamente resume el economista George Reisman, los sindicatos son «básicamente organizaciones parasitarias que medran únicamente saqueando y en última instancia destruyendo las empresas que controlan. Su objetivo básico es forzar que se paguen mayores salarios por trabajos cada vez más reducidos y menos productivos». La antieconomía: producir cada vez menos y consumir más. Extraña ecuación que solo encaja porque la diferencia entre una producción menguante y un consumo creciente se salda socavando la riqueza acumulada en un país hasta que se agota; aquello de comerse incluso las patas de la gallina de los huevos de oro.

Así pues, la implantación de las prescripciones de los parasitarios sindicatos solo terminan en un punto: con la muerte del huésped, esto es, con la descapitalización de la empresa que los sufría. Y sin empresa no hay trabajadores ni derechos del trabajador que valgan; que se lo digan a General Motors y a sus empleados.

Merece la pena tener esto presente cuando en días tan mediáticos como hoy se escuchan sus propuestas para salir de la crisis: huir del capitalismo, no abaratar el despido, aumentar los salarios, subir los impuestos, incrementar el gasto y la deuda pública y obligar a los bancos a que expandan el crédito. Recetario que nos arrojaría, más aún si cabe, al abismo. Algunos parecen entusiasmados con las proclamas ideológicas de Zapatero del estilo «la salida de la crisis será social o no será», trasunto de aquellos apolillados «comunismo o muerte» que siempre concluían con muerte; también ahora, porque «no será». Hágase injusticia aunque perezca el mundo.

Sería inútil explicarles a estos retrógrados que precisamente porque se está incrementando la deuda pública los bancos están dejando de prestar dinero a las empresas o que negarse a abaratar el despido y aumentar los salarios equivalen a condenar a determinados trabajadores al ostracismo laboral. Incluso economistas tan

antiliberales como Paul Krugman saben que el tejido empresarial español no sobrevivirá sin reformas que abaraten sus costes.

Y sería inútil porque los sindicatos españoles ni viven de mejorar la vida de los españoles, ni de los trabajadores, ni siquiera de sus afiliados. Explotan algo tan capitalista como es una marca: la marca del sindicalismo, del miedo y de la amenaza contra las compañías que se nieguen a plegarse a su chantaje. Hablan de «paz social» o de «diálogo social» solo para advertir que ellos están legitimados para iniciar la «guerra social». Su influencia y sus subvenciones son un peaje que los políticos españoles les pagan puntualmente para garantizar su comportamiento cívico; es decir, para evitar que salgan a la calle a violar los derechos de los demás ciudadanos. Extraño Estado de derecho aquel en el que unos se arrojan el derecho a chupar del bote a cambio de respetar el Código Penal.

Puede que con Zapatero sea imposible la reforma laboral. Pero, sin duda, con la presencia institucional y los privilegios que ostentan los sindicatos españoles, ningún político se atreverá más que a parchear uno de los mercados de trabajo más rígidos y anquilosados del mundo. Con semejantes moscardones ejerciendo de *lobby* para hundir la economía, complicado panorama tenemos por delante.

No estaría de más que antes de seguir escupiendo prejuicios los sindicatos recordaran cuál ha sido hasta la fecha el saldo para los obreros de las políticas que propugnan y que tan diligentemente ha aplicado el PSOE: cuatro millones de parados. Que luego se atrevan a repetir sin que les tiemble la cartera que son los defensores de los trabajadores.

*Libertad Digital*  
1 de mayo de 2009.

## Macroeconomistas desorientados

Que la macroeconomía moderna se ha topado de bruces con una realidad que no entendía parece bastante claro, a la luz de las originales soluciones que se están lanzando. Brad DeLong, un nekeynesiano que lleva años criticando a Hayek aun cuando reconoce no haberlo entendido, sugiere que a los economistas debe juzgárseles no tanto por sus teorías cuanto por sus recomendaciones políticas.

El problema es que esas recomendaciones políticas normalmente son hijas de una teoría de cuya incomprensión surge, a su vez, la incomprensión de las recetas. Es lo que les pasa a DeLong y a Krugman con Hayek: dado que todavía no han comprendido la explicación austriaca de los ciclos económicos, se limitan a ridiculizar los remedios que esta propone.

Básicamente, la teoría austriaca sostiene que las manipulaciones de los tipos de interés por parte de los bancos centrales provocan expansiones crediticias que distorsionan la economía. El crédito artificialmente barato hace que muchos proyectos parezcan rentables cuando en realidad no lo son. Por eso en España llegamos a construir 800 000 viviendas anuales, y en Estados Unidos el sector financiero representó el 41% de todos los beneficios generados. Las crisis son períodos de reestructuración de desaguisados como esos: ahora, por ejemplo, no solo hay que construir menos viviendas y reducir el tamaño de los bancos (cosa que ya está sucediendo), sino que es imprescindible redimensionar industrias relacionadas con las anteriores (las dedicadas al cemento, el mobiliario, el automóvil...) y, sobre todo, invertir para que surjan otras de nuevo cuño.

Todo esto lleva su tiempo: hay compañías que tienen que quebrar, los empresarios han de encontrar proyectos rentables y financiación, las nuevas empresas deben echar a andar. El proceso dista mucho de ser instantáneo o automático, como cualquiera que haya liquidado o montado una empresa sabe perfectamente. Ahora bien, como Krugman y DeLong no lo saben y sus modelos sugieren que ese ajuste debiera producirse de inmediato, afirman, no sin cierta arrogancia, que la duración y profundidad de la crisis *demuestra* que la teoría austriaca del ciclo económico se equivoca. Tal vez convendría que revisaran sus hipótesis de partida: el problema no está en Hayek, sino en los modelos absurdos que manejan.

En una posición más templada se sitúa Gregory Mankiw, autor de una de las propuestas más disparatadas de los últimos meses: las tómbolas monetarias. Pocos se beneficiarán tanto como él de que no sigamos la recomendación de DeLong de juzgar

a los economistas por sus propuestas y no por sus teorías. En caso contrario, habría que convenir que Mankiw tiene más vocación y madera de feriante que de académico.

Desde luego, no fui el único que encontró descabellado su plan de eliminar dólares por sorteo. Otro economista, Robert Murphy, le dedicó una larga crítica en la que le tachaba de chiflado. En su respuesta a Murphy, Mankiw se distancia de la posición que adoptan Krugman y DeLong con respecto a la teoría austriaca del ciclo. Admite que el análisis hayekiano es esencialmente correcto —esto es, que la economía tiene que reajustarse—, pero considera que el proceso es demasiado lento como para dejar que se produzca sin la intervención del Estado. En su opinión, dado que los precios de los productos son rígidos, una reestructuración de la economía ejecutada a través del libre mercado provocaría más víctimas de las necesarias.

Imagine una empresa de automóviles que a causa de la crisis deja de vender sus coches. Su respuesta lógica para sobrevivir debería ser bajar el precio de los vehículos para atraer a más clientes. Pero si vende más barato puede que sus beneficios desaparezcan; así que también debería reducir costes; por ejemplo, pagando salarios menores a sus trabajadores. Sin embargo, esto último no es posible, ya que los salarios se fijan por convenio, los sindicatos tienen todavía mucho poder y, en última instancia, los trabajadores no quieren afrontar recorte salarial alguno. La reestructuración, pues, se complica, y la empresa tiene que despedir a parte de la plantilla y recortar su producción: lo que podría haber sido un pequeño ajuste se convierte en un cambio brusco que casi deja más pérdidas que ganancias.

La respuesta que proponen Mankiw y otros economistas a esta situación es doble: 1) si la gente no quiere comprar automóviles, que los compre el Estado, o que este genere incentivos para que los consumidores sigan adquiriéndolos; 2) crear inflación: si la moneda pierde valor y los salarios no suben tanto como el precio de los coches, en la práctica es como si los salarios hubiesen caído. La propuesta de las tómbolas monetarias cumplía ambos propósitos: obligaba a los consumidores a gastar su dinero y generaba inflación.

Todo esto parece que encaja bastante bien en una teoría que solo tiene en cuenta los agregados; pero cuando tratamos de buscar su encaje en la realidad, los problemas son indudablemente mayores que las soluciones. Parece que la profesión económica sigue adoleciendo de aquel vicio tan extendido que ya descubriera Bastiat: solo tiene en cuenta lo que se ve e ignora lo que no se ve.

Para reestructurar la economía necesitamos abundante ahorro, con el objeto de financiar las nuevas inversiones. Si los consumidores deciden ahorrar renunciando a un nuevo vehículo, no parece que sea lo más conveniente que el Estado les obligue a comprarlo y, por tanto, a recortar sus ahorros. Puede que la industria automovilística sobreviva (*lo que se ve*), pero solo a costa de una reducción de la demanda (y de los

créditos) en otros sectores (*lo que no se ve*).

Por otro lado, parte de la solución a la crisis pasa por reutilizar aquello en lo que hemos malinvertido. En España tenemos más de un millón de viviendas desocupadas. ¿Por qué no vender una parte a los extranjeros y reutilizar otra parte como oficinas, almacenes, despachos y laboratorios para las nuevas empresas? Tanto en un caso como en otro, los precios tienen que caer. Lo mismo con nuestra empresa de automóviles: para que, por ejemplo, aumente el número de taxistas es necesario que el precio de los coches se abarate y sea rentable acceder a la profesión de taxista. Si el Estado compra los coches para impedir que sus precios caigan, el sector del automóvil se salva (*lo que se ve*), pero los coches no se reorientan a las actividades productivas (*lo que no se ve*).

En cuanto a la inflación, no es un mecanismo neutral. Puede que la gente consuma más que antes, pero no de la misma forma. Dicho de otra manera: habrá industrias que tendrán que subir los salarios de sus empleados pero que no habrán visto aumentar sus ingresos, de modo que trasladaremos la crisis de unas industrias a otras. Por si fuera poco, el incremento del consumo inducido por la inflación solo reduce, como ya hemos visto, la cantidad de ahorro disponible para extender el crédito a las nuevas empresas. Tal vez el sector del automóvil se salve porque suba más el precio de los coches que el de los salarios (*lo que se ve*), pero otras empresas quebrarán y otras muchas no nacerán (*lo que no se ve*).

En definitiva, es cierto que, como dice Mankiw, las rigideces en los precios retrasan la recuperación y hacen más grave la crisis. Pero la alternativa no pasa por más gasto público ni por una inflación más alta. Más bien al contrario: hay que flexibilizar todos los mercados (eliminando privilegios y restricciones a la competencia) para que los precios caigan cuando antes (es decir, para evitar la inflación) y permitir que los individuos ahorren más que antes (bajando impuestos y reduciendo el gasto). Solo así tendremos un ajuste lo más rápido posible, en el que quebrarán quienes tengan que hacerlo.

Ni la ceguera de Krugman y DeLong ante las causas de las crisis ni la fe irracional de Mankiw en el intervencionismo estatal son los caminos acertados para combatir las depresiones.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
5 de mayo de 2009.

## Mejor sin planes E

Dice *The Economist* que el Plan E se ha mostrado «insuficiente» porque no ha dado los resultados que el Gobierno esperaba. En realidad, como el propio semanario afirma más adelante, puede que sí los haya dado: según el Ejecutivo se han creado ya 280 000 trabajos en España gracias a esta inyección desproporcionada de gasto público. Y esto, *grosso modo*, es lo que prometía el PSOE.

Sin embargo, convendría que no nos fijáramos tanto en las promesas explícitas que realizaba el Gobierno y sí más en los efectos inevitables, aunque menos visibles, de esas mismas promesas. Tanto *The Economist* como, por supuesto, los socialistas parecen asumir que el gasto público tiene efectos positivos sobre la economía: si los agentes privados no gastan, el empleo cae, por tanto, debe ser el Estado quien ocupe su lugar y despilfarre por ellos. De esta manera se pretende evitar la destrucción de muchos puestos de trabajo, que la economía se mantenga a flote y que las familias y las empresas recuperen la confianza.

Lo que ninguno de los dos parece plantearse —o, si se lo plantean, lo disimulan muy bien— es que el gasto público puede destruir más empleos de los que crea. Recientemente, hemos tenido noticia de dos claros ejemplos que ilustran este efecto expulsión de la riqueza privada por los dispendios públicos.

El primero fue el estudio que varios profesores de la Universidad Rey Juan Carlos, entre los que me incluyo, realizaron sobre los efectos de las energías renovables en España. En concreto, al haber orientado el sector eléctrico español hacia las energías verdes mediante la subvención pública, la economía española ha sufrido unas pérdidas que equivalen a una destrucción neta de 2,2 empleos por cada uno de los que se pretendía crear. Más gasto en energías renovables no nos proporcionó un mayor bienestar o una mayor riqueza: más bien al contrario, desvió los escasos recursos económicos desde allí donde eran más urgentemente demandados hacia donde no lo eran. Ni España ni ningún otro país pueden prosperar invirtiendo en energías caras: ¿acaso se sentiría más rico si, tal y como propone la Comisión Nacional de la Energía, la luz aumentara un 31% para sufragar el coste de las renovables?

El segundo ejemplo ha sido la restricción del crédito privado que han aplicado en general los bancos y cajas españoles para financiar las emisiones de deuda pública del Gobierno. De este modo, los agentes privados de nuestra economía, muy dependientes del crédito para mantenerse en funcionamiento, se han visto

desposeídos de este porque Zapatero les ha regalado una lluvia de millones a los ayuntamientos para que gasten sin medida. En otras palabras, el Plan E puede haber creado directamente 280 000 empleos, ¿pero cuántos ha destruido en otros sectores de la economía? Es más, ¿cuántos destruirá cuando deban subirse los impuestos para comenzar a amortizar las emisiones actuales de deuda?

No, el problema de la economía española no es que el Plan E haya sido demasiado pequeño, sino más bien que *ha sido*. Nos habría ido infinitamente mejor sin semejante agujero negro, aun cuando no hubiésemos reducido los impuestos con lo que nos habríamos ahorrado. La intervención pública en la economía — especialmente cuando va destinada a rescatar a los sectores en crisis que deberían reconvertirse— no le confiere un impulso, sino que le asesta una puñalada por la espalda.

En realidad, la solución es muy otra y también la apunta en parte *The Economist*: liberalización del mercado de trabajo y reducción del gasto público y de los impuestos. Pero ah, esto tendría poco que ver con la socialdemocracia y ya sabemos que nuestro presidente del Gobierno ha realizado una decidida apuesta personal (¿especulación política?) por ella: si la socialdemocracia no nos proporciona remedio alguno, bien merece la economía colapsar. Y ya lo está haciendo.

*Libertad Digital*  
7 de mayo de 2009.

## Ni PP ni PSOE

España parece condenada a la mediocridad, a una niponización de la economía que dada la calidad de nuestra clase política será más bien una trágica argentinización. Las propuestas del PSOE no pueden ir más desencaminadas: si hiciéramos una lista de cosas que deben hacerse, los socialistas las habrían despreciado todas en algún momento; si, en cambio, redactáramos un listado de políticas que evitar, el Gobierno las habría seguido casi todas de manera entusiasta.

En medio de una crisis económica en la que el aparato productivo debe reestructurarse tan rápido como sea posible, resulta absurdo —y suicida— que el Estado comience a intervenir masivamente en el mercado. Hay empresas que necesitan quebrar; otras que tienen que crearse y unas más que han de aguantar el tipo: por tanto, quemar grasa (malas inversiones) y fortalecer músculo (buenas inversiones).

¿Cuál es la manera más rápida para todo esto? Básicamente una crisis en forma de V, esto es, una caída de la actividad muy veloz donde se liquide todo lo que deba liquidarse —sin ir más allá— y luego recuperación igualmente acelerada. Las malas inversiones no proporcionan nada a la economía, solo la ralentizan y la consumen; cuanto antes desaparezcan, mejor.

Por supuesto, la línea entre las malas y las buenas inversiones resulta en ocasiones extraordinariamente delgada. Si el Gobierno, por ejemplo, sube los impuestos en 20 puntos, muchas compañías que eran rentables dejarán de serlo. Pero lo contrario también es cierto: si los impuestos caen 20 puntos, muchas inversiones que no eran rentables pasarán a serlo.

Conclusión: necesitamos flexibilidad en los mercados para liquidar lo antes posible las malas inversiones, pero también un adelgazamiento del Estado que oxigene la economía y prevenga quiebras innecesarias. El PSOE, cómo no, ha seguido la senda contraria: conservar la rigidez del mercado laboral, incrementar el gasto público, subir los impuestos a las empresas rentables y rescatar a las que están en proceso de descomposición. La receta adecuada para el desastre —como el que ya padecemos— que, sin embargo, no parece que vaya a aplacar el radicalismo despilfarrador de Zapatero: cuanto peor, mejor. Cuanto mayor sea la crisis, más empecinamiento intervencionista. Así nos va.

Ahora bien, ¿cuál es la alternativa frente a la política económica del Gobierno? Solchaga solía repetir algo que era tan falso ayer como hoy: «No existe otra política



económica posible». Siendo incierto, no obstante, parece que Rajoy la está haciendo verdadera. El PP no propone adelgazar el Estado, sino contener su ritmo de engorde. No pretende ponernos en forma, sino prolongar la agonía y probablemente evitar una súbita dolencia cardiovascular. Eso es todo.

Si Zapatero insistirá durante el Debate del Estado de la Nación en la necesidad de incrementar el intervencionismo estatal y de evitar la reestructuración económica, Rajoy hablará de apagar las luces para disimular los destrozos. Dará unos pocos pasitos en la buena dirección, pero sin hacer demasiado ruido, no sea que los sindicatos se enfaden y apedreen el Parlamento. El centrismo político también termina llegando a la economía y una vez ahí nos carga la factura de la incompetencia a todos.

Frente a la obcecación de unos y la indecisión de otros, conviene reiterar la única receta que de verdad puede contribuir a salir de la crisis y que ningún partido político se atreve a seguir: reducir impuestos y gasto público y liberalizar los mercados clave de la economía (laboral, energético, minorista y de transportes). A Zapatero le produce urticaria ideológica y a Rajoy un vértigo de antipatía liberal. ¿Y a los sufridos votantes y contribuyentes?

*Libertad Digital*  
11 de mayo de 2009.

## El iluminado de La Moncloa

Cinco han sido básicamente las promesas que ha lanzado Zapatero para reactivar la economía, a cada cual más ruinosa. Conviene analizarlas por separado para entender por qué todas ellas solo nos hundén aun más en la miseria y no contribuirán, sino que dificultarán, a la recuperación:

— **420 000 portátiles:** Una de las medidas más sonadas y llamativas ha sido la de informatizar las clases de primaria con 420 000 portátiles. Es lógico que Zapatero haya pulsado esta tecla, ya que muchos economistas han atribuido, no sin cierta razón, la gravedad de la crisis actual a la pésima calidad del sistema educativo público. Por consiguiente, el presidente del Gobierno lo ha tenido fácil: más gasto en educación en forma de ordenadores se equipara automáticamente con mayor formación de los alumnos. Pero he ahí la primera falacia: los problemas de la educación no proceden de la insuficiencia de medios (en otro caso, la humanidad nunca habría prosperado: ¿con cuántos ordenadores estudiaron nuestros padres, abuelos o bisabuelos? ¿Cuántos ordenadores necesitaron los ilustrados o los científicos revolucionarios de siglos pasados para convertirse en lo que fueron?). Solo si los alumnos ya salieran con una preparación magnífica del sistema público, la informatización de las clases tendría algún sentido: después de haber exprimido al máximo todos los recursos de los que ya disponemos, ampliémoslos. Pero, desde luego, eso no sucede ahora. Y de todas formas, aun cuando estos ordenadores sirvieran para mejorar la calidad de la educación, ¿en qué ayudarían a salir de la crisis actual? Los alumnos que empiezan hoy la educación primaria tardarán entre 10 y 20 años en salir al mercado laboral con su *supuestamente* mejorada preparación. ¿De verdad esperamos que sean ellos los que promocionen la recuperación de la crisis *actual*? No. Invertir en educación es siempre una inversión a largo plazo (en este caso una mala inversión a largo plazo), y la crisis requiere soluciones a corto y a medio.

— **Subvención de 2000 euros por vehículo:** Es cierto que las fábricas de automóviles son uno de los motores de la economía española. Pero también son uno de los motores que se ha sobredimensionado durante esta crisis gracias a las alegrías crediticias de los bancos centrales y, por tanto, uno de los sectores que tiene que recortar sus excesos de capacidad productiva (¿para qué necesitamos producir miles de coches que no podemos vender?) y liquidar sus *stocks* de coches. La medida de

Zapatero subvenciona a los fabricantes de automóviles para evitar que se reestructuren, esto es, para convertir el ajuste en un proceso más largo, lento y, por tanto, doloroso. Las compañías que sí están siendo competitivas y que deberían expandir sus actividades (es decir, las que tienen una rentabilidad mayor que las automovilísticas en estos momentos) serán lastradas con impuestos para sufragar estos aguinaldos. No es más que tirar dinero bueno sobre dinero malo. Por fortuna, la subvención pública en realidad solo es de 1000 euros. Los otros 1000 son en realidad rebajas de precios que ofrecen los concesionarios para dar salida a su *stock* de coches. Sin embargo, ¿por qué el Gobierno subvenciona a los fabricantes y les evita que tengan que recortar los precios no en 1000 sino en 2000 euros?

— **Fin de la deducción a la vivienda:** La deducción fiscal a la vivienda ha sido uno de los elementos que ha distorsionado la economía en los últimos años y que ha favorecido la burbuja inmobiliaria. Pero al contrario de lo que se piensa, no ha sido porque se incentivara la inversión en vivienda, sino porque *solo* se incentivaba la inversión en vivienda. La fiscalidad sobre el resto de instrumentos de ahorro (especialmente las acciones) ha sido voraz y confiscatoria, de modo que todos los españoles han tendido a ahorrar en aquellos espacios que, como la vivienda, eran relativamente más libres. En esta crisis necesitamos por cualquier modo favorecer el ahorro, especialmente en aquellas inversiones con una rentabilidad más elevada. La solución no pasa por eliminar la fiscalidad privilegiada de la vivienda para igualarla por abajo, sino en extender esa fiscalidad privilegiada a todos los instrumentos de ahorro (plusvalías, dividendos y beneficios empresariales). La alternativa muchas veces no es entre ahorrar en vivienda o en acciones, sino entre ahorrar o consumir; de modo que si nos cargamos todas las deducciones fiscales al ahorro, los incentivos son a no ahorrar tanto como ahora, es decir, un desastre. De todas formas, que Zapatero haya retrasado la eliminación de la deducción de la vivienda hasta 2011 tiene un claro regusto a ultimátum para los potenciales compradores: muchas personas no están adquiriendo hoy inmuebles porque esperan —con buen criterio— que en dos años sean más baratos. El presidente del Gobierno les está diciendo: «Muy bien, es cierto que los precios van a caer dentro de dos años, pero en ese momento yo os aplicaré un recargo fiscal que en buena medida compensará la caída, así que comprad ahora, mientras la deducción siga vigente». Un error: no conviene manipular las decisiones de las familias y los empresarios mediante la política fiscal agresiva. Los precios de las viviendas tienen que caer hasta que sea rentable su reutilización en los nuevos proyectos empresariales que vayan surgiendo (comercios, almacenes, alquileres, laboratorios...). Presionar para que se compren ahora las viviendas aun cuando no sea rentable hacerlo solo despilfarrará los escasos recursos de la economía española; encarecer a partir de 2011 los precios fiscales de las viviendas solo reducirá los márgenes de beneficios de las empresas que decidieran quedarse con los

inmuebles y utilizarlos en sus negocios, lastrando su creación de riqueza.

— **Reducción del Impuesto de Sociedades a las pymes que no despidan a ningún trabajador:** La medida podría tener su sentido siempre y cuando no estuviéramos caminando hacia déficits públicos cercanos al 10% del PIB. Si los impuestos bajan pero no lo hace el gasto público, lo único que conseguimos son subvenciones encubiertas: todos los españoles tendrán que pagar los impuestos (vía deuda) que habrían pagado aquellas empresas a las que se les reducen. En este caso, se trata de una subvención desde los grupos económicos que siguen creando riqueza a aquellos que tienen que reestructurarse (despedir trabajadores y reducir actividad). Por tanto, esclerosis.

— **Crédito de 25 000 millones en economía tecnológica y verde:** Dejo para el final la última fantasmada del presidente del Gobierno: 25 000 millones de euros para cambiar el modelo productivo de España. Es evidente que la estructura económica de España tiene que cambiar, reduciendo sensiblemente el peso de la construcción. Pero, ¿quién tiene que trazar la dirección del cambio de modelo? ¿El Estado o las empresas? El primero no se guía por consideraciones de rentabilidad: no le importa que los ingresos de las empresas superen los costes (en esencia, porque no tiene posibilidad de valorarlos todos), es decir, no le importa dilapidar los escasos recursos económicos de España. Las empresas, en cambio, se guían por márgenes de beneficios (los ingresos superan los costes): si se equivocan pierden dinero y quiebran (a menos que las rescate el Estado) y si aciertan van creando cada vez más riqueza. Zapatero está empeñado en adaptar España a sus preferencias, pero la economía española debe adaptarse a las preferencias de sus consumidores y acreedores. De hecho, hasta el momento tal sesgo ideológico ha sido catastrófico para nuestra sociedad: por ejemplo, la «apuesta personal» de Zapatero por las energías renovables ha provocado que padezcamos una energía cara que reduce nuestra competitividad y nuestro empleo. Incluso Sebastián ha terminado reconociendo el despropósito que han supuesto las renovables. Conceder 25 000 millones de euros al ICO para que dirija las inversiones, no según las necesidades de los agentes económicos, sino según el proyecto personalista y socialista del Gobierno es ruinoso: los amigos de Zapatero medrarán a costa del hundimiento de las empresas que no le gusten al régimen. Es el modelo de TVE: las *telecos* subvencionando a las televisiones. Por consiguiente, más despilfarro del ahorro que necesitaríamos para recomponernos y volver a crecer de manera sostenible y competitiva.

¿Para esto pagamos impuestos? ¿Para que un iluminado los dilapide arruinando a las empresas y a los trabajadores que generan riqueza?

## En defensa de la deducción a la vivienda

Uno de los conejos más llamativos que Zapatero se sacó de la chistera durante el Debate sobre el Estado de la Nación fue la eliminación de la deducción por compra de vivienda.

Que la izquierda haya aplaudido con las orejas no debería ser algo demasiado sorprendente, ya que al fin y al cabo equivale a una subida de impuestos; que algunos liberales, sin embargo, hayan visto en esta eliminación el punto final a una discriminación fiscal que distorsionaba nuestra estructura productiva (algunos ingenuos, de hecho, la consideraban responsable de la burbuja inmobiliaria) ya empieza a ser más preocupante.

Por supuesto, son tiempos propicios para considerar la inversión en ladrillo como el origen de todos nuestros males. Cualquier movimiento político que trate de agitar esa bandera contará con el aplauso de las masas: «Que esta calamidad no vuelva a suceder». Y si a esto le añadimos que algunos ven la supresión de la deducción como un mecanismo para proceder a una rápida liquidación de todo el *stock* de viviendas que acumula nuestro país, la ocurrencia zapateril (en realidad, sebastianil) se torna una ponderada y sensata medida de política económica.

Sin embargo, no deberíamos ir tan deprisa. Ni la inversión en vivienda es una locura de juventud a la que haya que poner coto, ni la deducción causó la burbuja inmobiliaria, ni su eliminación contribuirá a la superación de la crisis.

### **La vivienda como inversión**

Si durante el *boom* casi todo el mundo consideraba que la vivienda era la única inversión segura y generadora de riqueza —la bolsa era marginada como una suerte de casino que parecía generar inversiones que mejoraran la calidad de vida del potencial inversor—, ahora casi todo el mundo se afana por despreciarla. ¿Para qué comprar una casa, si se puede alquilar? ¿Acaso creemos que un país como España puede salir adelante cuando su primera industria es el ladrillo?

En realidad, ni los excesos laudatorios de ayer ni los excesos denigratorios de hoy tienen demasiado sentido. Obviamente, la vivienda es una inversión: quien adquiere un inmueble está trasladando parte de su renta actual al futuro (está capitalizando su renta). Las letras de la hipoteca que pagamos hoy permanecen en la forma de un bien inmueble que nos proporciona servicios de habitación, que podemos alquilar a otras personas para obtener nuevas rentas, que podemos vender por un monto elevado o

legar a nuestros hijos para que tomen cualquiera de esas decisiones.

Otra cosa es que la vivienda sea una buena inversión. Eso dependerá de su precio (actual y futuro). En España era una inversión buena en 1997, se convirtió en razonable en el año 2000... y a partir de ahí debería haber perdido todo su atractivo frente a otros activos, como las acciones. Hoy, las tornas están cambiando, y cada vez va siendo menos infrecuente encontrar pisos a precios interesantes y que constituyan posibles buenas inversiones.

¿Se enriquece un país cuyo parque de viviendas no deja de crecer? Por un lado, está claro que los individuos necesitan vivir en algún sitio, que aspiran a emanciparse de sus padres y formar una familia, que desean disponer de uno o varios sitios de recreo en los que refugiarse durante su tiempo libre (segundas y terceras viviendas). Por otro, los inmuebles también son la base de la producción de la industria turística (hoteles y apartamentos) y de buena parte de las demás (necesitan tener oficinas, almacenes, locales comerciales...). Por consiguiente, la vivienda es un bien de capital bastante polivalente y reconvertible, que presenta una amplia demanda por parte de los individuos (demanda que, además, resulta bastante improbable que se extinga en el futuro).

Resulta poco dudoso que más viviendas significan más riqueza y más bienestar para los individuos. El problema no es tanto que la burbuja haya arrojado un exceso de viviendas cuanto que ese exceso se ha generado a costa del *defecto* de otros bienes de capital e industrias, que en estos momentos supondrían aún más riqueza que las nuevas viviendas (es decir, las viviendas son útiles, pero había otras inversiones más útiles que fueron desatendidas).

### **La deducción por vivienda como causa de la burbuja**

Diversos analistas han sugerido que uno de los motivos principales que engordaron la burbuja inmobiliaria en nuestro país fue la existencia de la deducción por compra de vivienda. Dado que esta deducción nos permitía ahorrarnos —como mucho— unos 1400 anuales en el IRPF por la compra de la vivienda habitual, había incentivos muy poderosos para que todo el ahorro se canalizara hacia los inmuebles.

Es un error, sin embargo, suponer que la legislación tributaria pueda generar burbujas. Desde luego, las figuras fiscales afectan a la estructura productiva, pero difícilmente podrán tildarse estos efectos de *burbuja*. Toda inversión se adopta (o se debería adoptar) por su rentabilidad financiero-fiscal (por su rentabilidad después de impuestos); por tanto, una fiscalidad favorable a un tipo de inversiones, como la efectuada en vivienda, solo hará que la rentabilidad antes de impuestos de la vivienda sea menor que la de otros activos. Pero esto nada tiene que ver con una burbuja, que alude a que el valor presente de un activo se incrementa mucho con respecto a las rentas futuras esperadas, y que se produce como consecuencia de unos tipos de interés artificialmente bajos. Quien causó la burbuja inmobiliaria en España fue el

sistema bancario (el Banco Central Europeo, con sus tipos de interés al 2%, y los bancos privados, con su estrategia de endeudarse a corto e invertir a largo), no la deducción.

Pero es que, aparte, los supuestos privilegios fiscales de la vivienda en España resultan cuando menos discutibles. Recordemos que la compra de vivienda de obra nueva está sometido al IVA (7%), y la de segunda mano al Impuesto de Transmisiones Patrimoniales (cada autonomía tiene el suyo, pero se mueve en torno al 7%), entre otros tributos. Dicho de otra manera: según estos analistas, la vivienda está tan fiscalmente favorecida en España porque comprando un inmueble nos podemos ahorrar como mucho unos 1400 euros anuales en el IRPF... a costa de pagar de golpe 14 000 euros (y eso para una vivienda de 200 000 euros; si fuera de 400 000, rozaría los 30 000).

### **La supresión de la deducción como incentivo a la recuperación**

Con independencia de que me parezca absurdo que políticamente se prime la adquisición de vivienda frente a otras formas de inversión y con independencia de que el origen de esta deducción se encuentre en el deseo de corregir los nefastos efectos de otras intervenciones (en esencia, la progresiva merma en la inversión en vivienda y el deterioro del parque de inmuebles derivados de la desprotección jurídica de los arrendadores), la deducción es, al menos, un incentivo fiscal al ahorro. Y para superar la crisis necesitamos más ahorro con el que poder sufragar la reconversión del tejido productivo español. Por supuesto, como digo, lo más inteligente sería mejorar la fiscalidad para todos los instrumentos de ahorro, de modo que las decisiones de inversión se basaran en las necesidades de los consumidores y no de Hacienda. Pero como esto no parece estar en la agenda ni del PSOE ni del PP, al menos que conserven la deducción por compra de vivienda.

Su eliminación solo retrasará el necesario ajuste de precios hasta 2011 (ya que los promotores adquieren hasta esa fecha un mayor poder de negociación para negarse a corregir la sobrevaloración de los inmuebles), y a partir de ese año agravará la deflación de precios de la vivienda: dado que se encarecerán los precios después de impuestos, los precios antes de impuestos percibidos por los promotores tendrán que reducirse aún más. Así pues, el Estado se lucrará a costa de unos promotores que para entonces estarán aún más asfixiados que ahora.

Si esperamos edificar nuestra recuperación primando el consumo sobre el ahorro, tratando de evitar que se produzca el necesario ajuste de precios y esquilmando fiscalmente a las partes más debilitadas de la economía, es que todavía no hemos aprendido por qué se produjo la crisis y cómo hay que salir de ella. Que los políticos tropiecen en estas dos piedras es comprensible; que los economistas se caigan de morros por apoyar una inalcanzable neutralidad fiscal no lo es en absoluto. Aunque, viendo el deplorable estado de nuestra ciencia, va siendo cada vez más habitual.





## Señales para un optimismo matizado

Falta bastante, de hecho solo la estamos palpando, pero tras los fuertes ajustes que se han producido en el mercado financiero e inmobiliario, parece que ya hay algunos atisbos de reactivación en la economía internacional.

Desde luego, durante los últimos meses se han producido ciertas señales esperanzadoras. Primero, la bolsa estadounidense ha subido más de un 25% desde su mínimo anual; los tipos de interés en los mercados interbancarios han detenido su caída, lo que parece indicar una cierta recuperación de la demanda de crédito; y, sobre todo, los precios de las materias primas están aumentando con fuerza desde marzo.

Lo cierto es que todos estos indicadores deben ponerse en verde para que podamos hablar de recuperación. Recordemos que la crisis es fruto de la expansión crediticia no respaldada por ahorro que emprendieron los bancos privados de todo el mundo con el auxilio permanente de sus respectivos bancos centrales. Esta expansión crediticia insostenible provocó que la inversión aumentara mucho en determinados sectores (como la vivienda o la automoción) sin que correlativamente se incrementara la inversión en el resto de sectores necesarios para que los primeros siguieran siendo rentables.

Por ejemplo, durante estos años se vendieron muchos coches a crédito y, sin embargo, no se invirtió lo suficiente para lograr un incremento de la oferta de petróleo. ¿Consecuencia? El número de automóviles aumentó de manera significativa y, con él, la demanda de petróleo sin que lo hiciera su oferta. Los precios del crudo se dispararon y la actividad fabril se desmoronó ante los elevados costes. Pues bien, puede trasladar este fenómeno a casi cualquier otra materia prima: cobre, cereales, zinc, aluminio, hierro, carbón...

En otras palabras, tenemos un «cuello de botella» en el sector de materias primas que debemos corregir para seguir creciendo. Los keynesianos, que todavía siguen sin comprender la crisis, han venido afirmando que se han acabado las oportunidades de inversión y que hemos llegado a algo así como el punto máximo de desarrollo con el actual modelo productivo. Por eso Obama y su corte (también Zapatero, claro) llevan meses hablando sobre la necesidad de pasar a una «economía sostenible» que genere otro tipo de riqueza: una riqueza más social, ecológica y cultural que trascienda del bienestar material.

Milongas para no reconocer la realidad: la inversión en materias primas sigue

siendo tremendamente rentable. Una rápida ojeada a los datos lo deja claro: en el mercado estadounidense hay más de 120 empresas en el sector de energético y de materias primas con una rentabilidad sobre los activos (ROA) superior al 10%. Unos datos excelentes si tenemos en cuenta que llevamos casi 12 meses con los precios del petróleo y de otros *inputs* básicos en mínimos de cinco años. No por casualidad ninguna empresa en este sector ha reducido significativamente su inversión (más bien al revés) en 2008 y 2009, al contrario de lo que predicen con absoluto desprecio de la vida empresarial los keynesianos.

El mercado, por fortuna, tiende a corregir los desajustes que en buena medida el Estado le ocasiona. Lo único que los individuos necesitamos para rectificar es tiempo y que los políticos no se metan demasiado en nuestras vidas. Hemos tenido lo primero —de ahí los avances en numerosos frentes—, pero ni mucho menos lo segundo. Por eso, tal vez convendría matizar algo las señales de optimismo que antes apuntábamos.

Primero, probablemente el repunte del mercado de valores tenga más que ver con los precios absurdamente deprimidos que se alcanzaron en marzo que con una importante mejora de las expectativas a largo plazo. Y en todo caso no deberíamos olvidar que en 1933 y 1935 el mercado estadounidense aumentó más de un 50% sin que ello señalara, ni mucho menos, la recuperación económica.

Segundo, lo mismo puede decirse con respecto a que el tipo de interés interbancario haya dejado de caer. En efecto, en algún momento debía dejar de hacerlo y, por ahora, los tipos siguen siendo casi la mitad que en marzo, momento en que las expectativas estaban más deprimidas.

Y tercero, aunque la apreciación de las materias primas pueda ser uno de los indicadores más sólidos de mejoría (ya que apunta a una reactivación de la demanda sobre todo de inversión), hay un dato que no deja de arruinar este cuadro: el precio del oro también ha aumentado con fuerza desde abril. Dicho de otra manera, los inversores siguen desconfiando seriamente de la calidad de la deuda que se está creando (especialmente pública) y siguen refugiándose en el oro frente a un futuro que siguen sin ver libre de peligros.

En definitiva, es cierto que durante los últimos meses muchos agentes económicos han saneado su condición financiera y ello les ha permitido demandar más crédito para invertir en los sectores más rentables de la economía; pero al mismo tiempo el Estado se ha dedicado a crear más deuda basura que no ha dejado de incrementar el riesgo de impago del conjunto de las economías. Todavía quedan grandes áreas de la estructura productiva por reestructurar (simplemente hay que fijarse en España) y en este contexto de debilidad las sociedades difícilmente podrán soportar cargas financieras tan gravosas como las que los políticos les están imponiendo. Precisamente ese es el riesgo más grande a día de hoy: que la burbuja de

la deuda pública estalle y que se lleve por delante los ahorros de todos los individuos.

*Libertad Digital*  
29 de mayo de 2009.

## ¿Funciona? No

El desempleo cae tímidamente por primera vez en catorce meses y nuestra tasa de paro sigue duplicando a la media de la UE, pero los medios de comunicación ya están ofreciendo su credibilidad como sacrificio en el altar de las adulaciones al Gobierno.

Ahora resulta que el Ejecutivo ha conseguido darle la vuelta a la irresistible tendencia de destrucción de empleo en nuestro país y ya parece que estamos a punto de terminar una crisis que hasta hace nada se nos aseguraba que no habíamos comenzado. Poco importa que para dejar de añadir centenares de miles de parados a una población activa casi desempleada en un 20% haya sido necesario invertir varios miles de millones de euros en cualesquier proyectos públicos.

Si de lo que trataba todo era de esto, de tener ocupados a los españoles —y no de que generen riqueza— mientras la crisis seguía carcomiendo lo que erróneamente creímos que era una economía sólida y competitiva, Zapatero bien habría podido dar empleo no a apenas 25 000 ciudadanos, sino a 60 veces más. Es sencillo, basta con el dinero presupuestado en fondos de inversión local (13 000 millones de euros) se destine a contratar a 1,5 millones de españoles, pagarles durante un año un salario mensual de 700 euros y dedicarlos a las tareas más elementales que podamos imaginar: vigilar que la población de cabras salvajes no descienda, replantar árboles para que las ardillas puedan volver a circular por España y avisar a los servicios meteorológicos de que las nubes adelantan tormenta.

Cierto, sería un modelo productivo bastante empobrecedor, ¡pero habríamos creado un millón y medio de empleos! El Gobierno no solo le habría ganado la partida al paro, sino que lo habría devuelto durante un año a sus mínimos históricos. Qué maravilla.

Alguien debería explicarles a los socialistas y a su comparsa mediática la diferencia entre crear puestos de trabajo y crear riqueza. Lo primero es relativamente sencillo, basta con tener un saco lleno de dinero y desparramarlo entre la población; es la versión adulta del ir a dar vueltas al patio en la escuela, el sujeto no hace nada productivo pero se lo mantiene ocupado. Lo segundo es lo realmente complicado y lo que no parece que el PSOE esté logrando. Consiste en que las industrias nacionales generen año tras año más bienes y servicios de los que demandan los españoles (o los extranjeros, en el caso de intercambios internacionales). La diferencia es esencial: crear empleo sin crear riqueza implica que ese empleo se mantendrá en tanto en cuanto quede algo de riqueza ajena por rapiñar; es como devorar poco a poco la

gallina de los huevos de oro. De hecho, el empleo solo es sostenible cuando constituye una manifestación de una creación previa de riqueza, no al revés.

Sin embargo, con las monsergas de nuevos modelos productivos (que en realidad no son más que los modelos productivos del Paleolítico: someterse a la naturaleza y malvivir al borde de la inanición), el Ejecutivo solo está financiando puestos de trabajo sin otro uso y finalidad que el puesto de trabajo en sí mismo. Y así, claro, hasta un analfabeto económico como el presidente del Gobierno puede reducir el paro; cuestión distinta es que salgamos de la crisis y no nos estemos empantanando más en ella.

Y es que convendría no confundirse. Precisamente porque esos puestos de trabajo dependen de los fondos públicos que perciben, en cuanto estos terminen —y en algún momento terminarán— el paro volverá a sus niveles anteriores y, lo que es peor, la recuperación será todavía más lenta y complicada por haber despilfarrado los escasos recursos con los que contábamos.

Ahora bien, no deja de haber una cierta justicia poética en que el paro haya comenzado a remitir justo unos días antes de las elecciones europeas. Cuando el único discurso del principal partido de la oposición ha consistido —Falcon aparte— en repetir hasta la saciedad la cifra de cuatro millones de parados sin dotarla de contenido ideológico alguno, pues pasa lo que pasa. Ahora tendrán que comerse con patatas el discursito de que la economía empieza a recuperarse, y ello a pesar de que Zapatero solo se la esté cargando con el creciente endeudamiento público. Bien merecido se lo tienen; nosotros, los ciudadanos, no tanto.

*Libertad Digital*  
2 de junio de 2009.

## España en la carrera de la rata

Sin duda, dice mucho de las intenciones del PSOE que se hayan subido ciertos impuestos justo después de las elecciones. Y dice mucho por dos motivos. Primero por cuanto ya debería ser algo sobradamente conocido entre todos los españoles: al Gobierno —a ningún Gobierno, pero con especial intensidad a este— no le importa lo más mínimo el bienestar de los ciudadanos; su único objetivo es mantenerse en el poder.

Solo así se explica que los impuestos se incrementen después de los comicios europeos. Si era necesario aumentarlos para encarrilar la situación económica, ¿por qué no se adoptó esa decisión antes? ¿Por qué se retrasó hasta después de que los ciudadanos que aun tienen estómago para ir a votar depositaran su sufragio en las urnas? ¿Es que nos están diciendo que sus intereses electorales valen más que la adopción de medidas que redunden en beneficio de los españoles?

Aunque claro, y este es el segundo motivo, que subir los impuestos sea algo que favorezca a los españoles resulta bastante discutible. Nuestro país tiene un déficit público del 8% (es decir, gastamos nada menos que 80 000 millones de euros más de lo que ingresamos), de modo que algo hay que hacer, porque por mucho que se empeñen Zapatero y Salgado, el margen del Gobierno para seguir endeudándose se va acabando (ahí tenemos a las agencias internacionales de *rating* amenazando *de nuevo* con rebajar la calificación de la deuda pública española).

Ante un desequilibrio en nuestras cuentas, tenemos dos alternativas: o ingresar más o gastar menos. Cualquier persona sabe que si cada mes derrocha más de lo que cobra, tendrá que ir pensando en apretarse el cinturón o en hacer horas extras en el trabajo. A esta segunda estrategia, el inversor inmobiliario y experto en finanzas personales Robert Kiyosaki la llama «la carrera de la rata».

Básicamente, una persona, familia o sociedad está en la carrera de la rata cuando vive por encima de sus posibilidades: no solo se funde todas sus rentas, sino que primero se endeuda para seguir consumiendo y, después, cuando el crédito ya le comienza a escasear, se busca un segundo o tercer empleo para poder mantener su desbocado ritmo de vida.



El resultado de la carrera de la rata es también bastante conocido: la persona cada vez tiene menos tiempo libre, vive más agobiado para poder atender sus facturas, va acumulando más deuda y, al final, termina restringiendo de todas formas su gasto (cosa que debió y no quiso hacer al principio) pero con una diferencia sustanciosa: tiene una montaña de deuda pendiente de pago.

El Gobierno ha optado por meternos de lleno en la carrera de la rata. Con un 8% de déficit, solo se le ocurre intentar reducir el gasto público en un 4,5% (en realidad se está incrementando a sí mismo el margen de gasto en un 15%, pero este es otro asunto) y aumentar los impuestos. Dicho de otra manera: más deuda, mismo despilfarro (a pesar de que probablemente terminará creciendo) y, eso sí, más tributos.

Las subidas de impuestos de hoy, téngalo por seguro, han sido solo una broma comparadas con las de mañana; solo vienen a indicar qué rumbo se seguirá en el futuro. Con una deuda pública creciente, aun cuando lográramos —por alguna alineación de los astros Zapatero y Obama— regresar al equilibrio presupuestario, deberíamos incrementar los impuestos. Pues imagínese si el presupuesto sigue arrojando un importante agujero negro ejercicio tras ejercicio.

En unos años, los caprichos de las energías renovables de Zapatero se traducirán en subidas del precio de la luz del 31%, los sociales y keynesianos en fuerte subidas de impuestos y los laborales y de supuesta protección del trabajador en unos cinco millones de parados. Ese solar será la España del caprichoso ZP.

*Libertad Digital*  
12 de junio de 2009.

## Cambiar para que todo siga igual

Timothy Geithner, secretario del Tesoro de Estados Unidos, y Lawrence Summers, director del Consejo Nacional de Economía, publican hoy en el *Washington Post* un artículo en el que esbozan su propuesta de reforma del sistema bancario nacional.

La columna es un perfecto ejemplo de cómo los erróneos diagnósticos sobre los orígenes de la crisis dan lugar a propuestas equivocadas acerca de cómo combatirlas y prevenirlas. De ahí que resulte tan importante identificar con corrección el problema para luego darle la adecuada respuesta.

Y es que Geithner y Summers adoptan desde el comienzo un falso punto de partida: la crisis se debió al exceso de ahorro asiático que fue canalizado a través de los nuevos instrumentos financieros y generó un exceso de expansión crediticia. En otras palabras, dado que chinos y japoneses fueron muy frugales y gracias a ello nos prestaron carretillas cargadas de dinero, la codicia cegó nuestros ojos y colapsó nuestras pobres mentes. No supimos qué hacer con tantos fondos y los colocamos en el primer sitio que se nos ocurrió: ora hipotecas *subprime*, ora financieras de automóviles, ora empresas aseguradoras.

La explicación es sencilla y parece verosímil pero se equivoca por entero y contiene el germen de la destrucción de la economía. Caracteriza al ahorro como algo nocivo y peligroso y aboga por que las decisiones humanas sean controladas y reguladas. Pero no, el ahorro es la base del capitalismo (capitalismo proviene de capital y solo acumulamos capital ahorrando), gracias al cual hemos podido expandir nuestro actual nivel por encima del de los antiguos faraones y monarcas absolutos.

Y por consiguiente tampoco: ni el ahorro asiático causó la crisis ni la desregulación *per se* estuvo en el origen de nuestros problemas. Lo primero, porque por cada dólar que los chinos ahorraban, emitían un renminbi que se gastaban (curiosa multiplicación de los panes y los peces); lo segundo, porque un modelo de banca privilegiada y servil a los intereses financieros del Estado en muy poco grado puede calificarse de desregulada.

Frente a estos serios problemas, la Administración Obama parece decidida a dotar de una mayor solidez a la banca pero a costa de estrechar aún más los ya de por sí directísimos lazos que existen entre políticos y banqueros. Así, propone incrementar sus ratios de liquidez y solvencia (lo que en efecto habría paliado buena parte de la crisis actual) pero sin atacar su problema de fondo (los privilegios financieros, concursales y políticos de la banca) para así dotarse de la competencia de controlar la



actividad e incluso la dirección de un banco con problemas.

Dicho de otra manera, Obama no pretende cambiar el modo destructivo de hacer banca, sino racionalizar esa destrucción, incorporarla como un área más del Gobierno y externalizar sus costes al conjunto de la población. Seguirá habiendo ciclos económicos, solo que el Estado meterá más la mano en ellos.

Es como si un ayuntamiento subvenciona las partidas del casino a sus vecinos y cuando se da cuenta de que sus ciudadanos son cada vez más pobres (y el casino más rico) no piensa en abolir la subvención, sino en obligarles a apostar un poco menos e incluso en que el alcalde se arroge el derecho de apostar en su lugar cuando ya se encuentren al borde de la bancarrota.

Creo que todos coincidiremos en que la solución a la ludopatía subvencionada no pasa por pretender darle sentido a lo que no lo tiene, sino en eliminar ese subsidio municipal al juego. Entonces, ¿por qué Obama no se decide a eliminar los privilegios de la banca? Es decir, ¿por qué no regresa al patrón oro, impide que la Reserva Federal descuenta casi cualquier clase de activo, fuerza la liquidación de los bancos insolventes y, en última instancia, impide exagerados descalces de plazos? Por una razón muy sencilla, que sí supone la causa última de esta crisis pero que casualmente los políticos se niegan a admitir: el primer y mayor beneficiario de las expansiones crediticias artificiales que llevan a cabo los bancos privados, y que suponen el germen de crisis económicas como la actual, es el propio Estado.

Sin el presente régimen de dinero fiduciario que, en determinadas condiciones, permite expandir a placer el crédito, los gobiernos que quisieran colocar sus emisiones de deuda pública tendrían que pagar elevadísimos tipos de interés. Así, casi todo el gasto público debería financiarse con impuestos y no difiriendo su pago a las futuras generaciones. ¿Se imaginan que los políticos intentaran acometer hoy las brutales subidas fiscales necesarias para financiar sus desbocados presupuestos? No podrían porque simplemente la población se sublevaría. Por eso siguen tirando de los bancos y de la inflación y por eso no quieren cambiar el sistema financiero, sino seguir arrimando el ascua a su sardina.

*Libertad Digital*  
15 de junio de 2009.

## Los pies de barro del crecimiento inflacionista

Esta semana visitó Madrid uno de los expertos en teoría monetaria más importantes y originales del mundo, el profesor Antal Fekete. Unos pocos privilegiados tuvimos la suerte de asistir al seminario privado que organizó en su sede el Instituto Juan de Mariana durante tres intensivas jornadas, en las que se discutieron asuntos muy diversos y controvertidos para la mayoría de la profesión económica.

Me gustaría, sin embargo, llamar la atención sobre uno de ellos, por ser probablemente el de más actualidad y uno de los más importantes para comprender en toda su magnitud la crisis económica que padecemos: la brutal destrucción de capital que el dinero fiduciario ha provocado en los últimos años.

La diferencia económica esencial entre capitalismo y socialismo es el régimen de propiedad privada sobre los factores de producción. La propiedad privada no solo es importante porque ofrece un marco descentralizado para la toma de decisiones — donde cada individuo o empresa puede probar, acertar y ganar dinero, o probar, equivocarse, perderlo... y rectificar—, sino sobre todo porque esa toma de decisiones no se produce en el vacío y de manera aleatoria, sino que tiene una herramienta básica para prosperar: el cálculo económico.

El cálculo económico no es más que la utilización de los precios de mercado (que surgen de las interacciones voluntarias entre los agentes y sus propiedades) para conocer la rentabilidad de las decisiones que se quieren tomar. Dado que casi todos los bienes de consumo y factores productivos tienen un precio en el mercado, puedo intentar anticipar si mis inversiones me permitirán ganar dinero o si, por el contrario, me arruinarán. Tan solo tengo que comparar el dinero que necesito gastar en adquirir o contratar trabajadores, máquinas, materias primas, etcétera, con el dinero que espero obtener por las ventas de mi producción.

El resultado que arrojan estas operaciones queda reflejado en la contabilidad de partida doble, esto es, un balance empresarial donde toda modificación en el activo (el valor de todos los medios de que se dispone) tiene su reflejo automático en el pasivo (los derechos que existen sobre esos medios), y viceversa. Si mi activo se incrementa y mis obligaciones no, mis fondos propios aumentarán; si mi activo se reduce y mis obligaciones no, mis fondos propios se reducirán. El empresario, gracias a la contabilidad de partida doble, sabe en todo momento en qué posición se encuentra para poder completar de manera exitosa su proyecto: producir los bienes más valorados por los consumidores de la forma menos costosa.

Goethe calificó la contabilidad de partida doble como «el invento más refinado de la mente humana». El profesor Fekete, por su parte, lo comparó con la brújula de los marineros: hasta su invención, los barcos no podían alejarse mucho de la costa, o en todo caso tenían que orientarse por las estrellas... cuando el cielo fuera lo bastante clemente como para no ocultarlas. Si bien el socialismo equivaldría a tener el cielo siempre nublado, un libre mercado sin empresas que practicasen la contabilidad de partida doble sería el equivalente a unos marineros sin brújula: sus compañías apenas emprenderían proyectos de gran tamaño y arriesgados (no se alejarían de la costa), o se guiarían por señales simples y poco relevantes.

Sin embargo, el éxito de la contabilidad de partida doble y por tanto del capitalismo no depende solo de que las empresas tengan sus libros actualizados, sino de que los precios y la estructura productiva no estén sometidos a inestabilidad y cambios bruscos. Estas condiciones solo podrán satisfacerse en un régimen monetario sólido como el del patrón oro: cuando estaba vigente, las variaciones de precios eran menores y los tipos de interés eran muy estables.

Desde el abandono del patrón oro, el dinero fiduciario se ha apropiado de las finanzas mundiales, sometiéndolas a su intrínseca volatilidad. Ni los movimientos bruscos de precios desaparecen ni, sobre todo, se imposibilita que los bancos centrales, en cooperación con los privados, reduzcan de manera artificial los tipos.

El profesor Fekete sostiene que estas rebajas de tipos, como las promovidas por la Reserva Federal desde 2002, equivalen a una destrucción enmascarada del capital de las empresas. ¿La razón? Un entorno de tipos bajos provoca que el crédito crezca por encima del ahorro y que, tal y como demuestra la Escuela Austriaca, se generalicen las malas inversiones. A ningún lector le resultará extraña esa situación: el enorme crecimiento del crédito en España y en Estados Unidos —muy por encima del ahorro de estos países... y de los del resto del mundo— provocó una inversión masiva en vivienda que estaba lejos de satisfacer las necesidades de los consumidores.

Las empresas se adaptaron a un entorno de malas inversiones (por ejemplo, las viviendas necesitaban proveedores de todo tipo, y en torno a las nuevas urbanizaciones comenzaron a crearse negocios que tenían la expectativa de satisfacer esa futura demanda); en realidad, estaban dilapidando su capital. En su balance contable deberían haber registrado una pérdida futura (es decir, provisiones por insolvencia, obsolescencia de demanda, despidos e incremento del valor de liquidación de su deuda), pero lo que hicieron fue anotar pingües ganancias. ¿Resultado? Esas ganancias ficticias les sirvieron para repartir dividendos (*phantom dividends*) o aumentar gastos.

Imagine que sus ahorros consisten en 50 000 euros en acciones y otros 50 000 en su cuenta corriente, y que con estos últimos espera pagar una deuda de otros 50 000 que le vence en unos meses. En un momento dado, el precio de sus acciones se

multiplica por 100, de modo que sus ahorros pasan a estar algo por encima de los cinco millones de euros. Emocionado por su súbito acceso a la condición de nuevo rico, decide darse una vuelta al mundo y gastar sin contemplaciones los 50 000 euros de su cuenta corriente. Total, ¿qué importancia pueden tener 50 000 euros en un patrimonio superior a los cinco millones? ¿Qué más dará la deuda que me vence en unos meses, si puedo saldarla vendiendo unas pocas acciones? Pero ahora imagine que antes de que venza su deuda sus acciones vuelven a caer al precio que las compró y vuelven a valer 50 000 euros. ¿Qué le ha sucedido? Pues que se ha arruinado: unas ganancias potenciales en bolsa le han animado a incurrir en gastos en los que nunca habría incurrido en circunstancias normales.

Lo mismo les sucedió a los bancos: cegados por unos beneficios ficticios que solo procedían de una laxitud crediticia que tenía que revertirse, ampliaron negocio y repartieron dividendos entre sus accionistas. En lugar de incrementar sus provisiones de manera masiva durante 2004, 2005 y 2006, se dedicaron a darse unas vacaciones alrededor del mundo. Y ahora, cuando la situación se revierte, se dan cuenta de que están quebrados.

Nada de esto habría podido suceder con un patrón oro, o al menos no durante un período tan prolongado de tiempo. Los tipos de interés no pueden mantenerse por mucho tiempo artificialmente bajos, y el valor de los activos de las compañías no queda sesgado al alza.

En la última década de falso crecimiento, Estados Unidos, España y el resto del mundo han padecido un consumo masivo de capital que el sistema contable ha ocultado por la flexibilidad y elasticidad del dinero y del crédito fiduciario. Del mismo modo en que los grandes proyectos arquitectónicos serían inviables si cada día se redefiniera sin previo aviso el significado de la palabra *metro*, el capitalismo se tambalea cuando se juega con su unidad de cuenta, medida de valor de todos los proyectos empresariales. Los gobiernos lo saben, y en ello han estado... y siguen estando.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
16 de junio de 2009.

## ¿Alguna vez nos libraremos de los keynesianos?

En su último libro, el Premio Nobel de Economía Paul Krugman recuerda con sorna una noticia del periódico satírico estadounidense *The Onion* donde se puede leer: «Una nación asolada por la depresión busca una nueva burbuja en la que invertir». El titular estaba escrito en julio de 2008 pero bien podría haberse referido a cualquier período anterior. Por ejemplo, a la anterior burbuja de las puntocom, cuyo pinchazo se produjo a lo largo de 2001 y 2002.

En aquel entonces, sin embargo, no era una publicación satírica sino uno de los economistas más reputados del mundo, el propio Paul Krugman, quien abogaba por que la Reserva Federal bajara los tipos de interés para crear una nueva burbuja inmobiliaria: «Para combatir esta recesión, la Fed necesita contestar con mayor brusquedad; hace falta incrementar el gasto familiar para compensar la languideciente inversión empresarial. Y para hacerlo, Alan Greenspan tiene que crear una burbuja inmobiliaria para reemplazar la burbuja del Nasdaq». Lo han recordado varios *bloggers* liberales durante estos días.

Al afamado economista estadounidense parece que no le ha gustado que aireen sus trapos sucios y se ha quejado en su propia bitácora de que la derecha le culpa de todos los males habidos y por haber: desde matar a Manolete a haber causado la burbuja inmobiliaria.

El problema es que nadie acusa a Krugman de haber estado entre el comité de asesores de Greenspan, quien ya se bastó él solito para inflar el ladrillo. La crítica es otra y Krugman solo de un modo bastante patético trata de esparcir basura por todas partes: Krugman integra ese clima intelectual perverso e ignorante que nos ha conducido a la crisis actual. El keynesianismo no es la solución a la crisis, sino su causa última.

Por simplificar la cuestión. Los keynesianos consideran que la economía es como una máquina que, si se detiene, hay que darle cuerda. Lo único importante es que la máquina no se pare y no cómo se la vuelva a poner en funcionamiento. En este caso, Krugman quería salir de la burbuja de las puntocom con la burbuja inmobiliaria y para ello abogó por una brutal expansión crediticia.

La Escuela Austriaca, por el contrario, siempre ha explicado que la economía no es una masa uniforme que se pueda manipular a placer. Los aparatos productivos tienen sus estructuras y cuando esas estructuras se deforman y se vuelven insostenibles hay que purgarlas: la crisis cumple precisamente con la finalidad de

liquidar lo malo para enderezar el camino.

El Premio Nobel Krugman siempre ha despreciado las teorías austriacas por considerarlas moralistas. En su torcida interpretación de ellas, lleva años repitiendo que los austriacos creen que las crisis son una especie de castigo divino (de sanción correctiva) por haber crecido demasiado en el período del *boom* económico. Las crisis, en su opinión, no son inevitables, sino que la labor del Estado —Gobierno y Banco Central— consiste precisamente en impedir por cualquier medio —gasto público o expansiones crediticias— que se produzcan los reajustes que necesita la economía. Tal y como explicaba en 2001:

«Siempre he creído que el enfoque más correcto frente a las crisis es el de olvidar el pasado en lugar del crimen y castigo. Es decir, siempre he creído que una burbuja especulativa no tiene por qué conducirnos hacia una recesión siempre y cuando los tipos de interés se bajen lo suficientemente rápido como para estimular inversiones alternativas».

Tampoco podíamos esperar mucho más de una mente privilegiada que sostiene que toda la dinámica de los ciclos económicos —tema sobre el que los mejores economistas de la historia se han rebanado los sesos para escribir miles de páginas con una calidad y cantidad de matices apabullantes— puede resumirse sin problemas en el modelo de una cooperativa de canguros. Una ridícula historieta que, según él mismo, «cambió su vida», con la que considera que «puede aprenderse más economía que con un año de editoriales del *Wall Street Journal*» y que incluso «si se lo tomara en serio podría salvar el mundo».

El problema no es que haya chiflados; el problema es que a los chiflados les den un Premio Nobel y luego se conviertan en gurús a los que leen y escuchan con admiración millones de ciudadanos, economistas y políticos. El problema no es que los medios presten su espacio a la propaganda inflacionista dirigida desde siempre a justificar el expolio del Estado a través de la moneda; el problema es que ese *agitprop* se haya convertido en dogma de fe al que rinden culto casi todas las universidades del planeta al camuflarse de keynesianismo. El problema no es que cada maestrillo tenga su librito para salir de la crisis y que a muchos les agrade más la tertulia vespertina en el bar que el debate académico. El problema es que los mismos arrogantes ignorantes que nos metieron en el actual atolladero se postulan ahora como los salvadores que nos van a sacar de él exactamente del mismo modo en que nos forzaron a entrar.

Que alguien como Krugman haya logrado el máximo galardón al que puede aspirar un economista muestra los pies de barro del actual sistema financiero, no por casualidad inspirado en sus geniales ocurrencias y en las de sus colegas. La crisis no es solo económica, sino también intelectual.

18 de junio de 2009.

## Contra Milton Friedman

La historia es en general un mal laboratorio para tratar de comprobar la solidez de las teorías económicas. Los hechos solo nos hablan de lo que pasó pero no de lo que habría pasado en caso de que las decisiones políticas hubiesen sido otras.

Uno de los grandes debates en el pensamiento económico del último siglo es si la Reserva Federal causó la Gran Depresión en la década de los 30 por no haber expandido lo suficiente la oferta monetaria, tal y como defendía Milton Friedman. Atendiendo a la historia, lo único incontestable es que la política de la Fed no evitó la crisis, pero de ahí no se colige que la hubiese podido evitar con otro tipo de política.

Friedman sostenía que sí: otra política de la Fed habría evitado la contracción crediticia por dos motivos esenciales: a) un crédito más barato por parte de la Reserva Federal necesariamente se habría traducido en una mayor demanda de crédito por parte de los bancos y los particulares, y b) esa mayor demanda de crédito se habría traducido también necesariamente en nuevas inversiones por parte de los agentes económicos.

El gran teórico monetario Melchior Palyi, sin embargo, se mostró en radical desacuerdo con el estadounidense. Palyi se quejaba con amargura de la estrechez de miras de los monetaristas cuando suponían que cualquier incremento de la oferta monetaria se iba a traducir automática y mecánicamente en un incremento de los préstamos de los bancos:

«La teoría (monetarista) toma por seguro que siempre hay personas solventes dispuestas a asumir nuevas deudas. ¿Pero es cierto que siempre las hay? ¿Y qué sucede si tanto los bancos como los potenciales deudores toman los nuevos fondos no para invertir y gastar sino para refinanciar sus deudas y mejorar su liquidez? Esto es precisamente lo que sucedió durante la Gran Depresión».

Dicho de otra manera, Palyi ponía en duda las dos hipótesis de Friedman: a) por mucho que se bajen los tipos de interés, la demanda de crédito no tiene por qué aumentar (los keynesianos llaman a esto «trampa de la liquidez», sin entender demasiado en qué consiste) y b) el nuevo crédito en todo caso se utilizará para refinanciar el antiguo crédito y no para acometer nuevas inversiones.

Observando la Gran Depresión, es complicado dilucidar quién de los dos acertó: Friedman siempre se escudó en señalar que la Fed no actuó con suficiente contundencia, y aunque expandió el crédito no lo expandió *lo suficiente*. No obstante, la verdad es que el propio Friedman recoge en su obra *Una historia monetaria de los*



*Estados Unidos* algunos datos que le deberían haber movido a la reflexión: las rebajas de tipos de interés de la Fed siempre fueron seguidas de reducciones en la demanda privada de crédito y sus incrementos de la oferta monetaria se tradujeron en un mayor atesoramiento por parte de los bancos privados.

Aun así, podemos conceder que la polémica entre Friedman y Palyi no pudo resolverse observando la década de los 30 debido a que la Fed no hizo caso a Friedman. Sin embargo, esta nueva Gran Depresión nos ofrece la oportunidad perfecta para revisar las tesis de Friedman: al fin y al cabo, Bernanke es un declarado friedmanita que ha actuado en todo momento como habría prescrito su maestro.

Pues bien, con los datos en la mano, la crisis actual le está dando completamente la razón a Palyi y se la está quitando a Friedman.



Los últimos datos del *Flow of Funds* estadounidense (la estadística trimestral que mide el endeudamiento del país) han resultado devastadores para las tesis del estadounidense. Pese a que ya llevamos medio año con unos tipos de interés cercanos al 0%, el endeudamiento privado de las familias se reduce un 1,1%, el de las empresas un 0,3% y el de los bancos un 10,5%. El único sector que se está aprovechando del dinero barato es el único que no se debería estar aprovechando: el Gobierno federal, que en apenas un trimestre ha incrementado su endeudamiento un 22,6%.

Por consiguiente, en este punto tiene claramente razón Palyi: mientras la economía no se reestructure (amortizaciones de deuda, liquidación de *stocks*, incremento del ahorro, ajustes de precios...), la política monetaria no favorece en absoluto el crecimiento y la recuperación (más bien la lastra, ya que facilita el endeudamiento público).

¿Y qué sucede con el segundo punto de la disputa entre Palyi y Friedman? Pues aunque Bernanke ha multiplicado casi por tres la cantidad de dinero, los bancos han comenzado a atesorarlo con intensidad, hasta el punto de que sus depósitos apenas han aumentado (y ciertamente no habrían aumentado nada de no ser por el fuerte endeudamiento público). De nuevo, por tanto, Palyi tenía razón: los bancos centrales no tienen una capacidad absoluta para reactivar el crédito privado. Tan o más importante que la oferta de crédito es su demanda.

Entonces, ¿para qué ha servido, en definitiva, la política friedmanita de Bernanke? Solo para incentivar y abaratar el endeudamiento público de Obama a costa del sector privado. Por consiguiente, ha sido útil para dilapidar los ahorros de los estadounidenses, rescatar a sectores ruinosos (véase General Motors) y tratar de sostener los precios: el cóctel ideal para retrasar todo lo posible la recuperación.

¡Si tan solo los economistas hubiesen adorado menos a Keynes y Friedman y hubiesen leído (y comprendido) más a Mises, Hayek o Palyi!

*Libertad Digital*  
25 de junio de 2009.

## Los keynesianos cebaron la crisis *subprime*

Durante los últimos días, el Premio Nobel de Economía Paul Krugman ha sufrido un duro revés en su credibilidad, al airearse varias declaraciones suyas de 2001 y 2002 en las que aconsejaba a la Reserva Federal bajar los tipos de interés para reactivar la economía creando una burbuja inmobiliaria. Así, por ejemplo, escribía en el *New York Times* que: «Para combatir esta recesión, la Fed necesita contestar con mayor brusquedad; hace falta incrementar el gasto familiar para compensar la languideciente inversión empresarial. Y para hacerlo, Alan Greenspan tiene que crear una burbuja inmobiliaria para reemplazar la burbuja del Nasdaq».

Y si bien a muchos nos ha sorprendido la imprudencia de Krugman por destapar las ruinosas cartas del keynesianismo, no nos ha extrañado en absoluto que el economista estadounidense sostuviera estas ideas. Al fin y al cabo, se enmarcan en la mejor tradición keynesiana de que las crisis económicas son períodos de irracional inestabilidad en los mercados que pueden y deben prevenirse mediante políticas estabilizadoras de la demanda, ya sean monetarias o fiscales.

La teoría keynesiana se contrapone por completo a la austriaca, que caracteriza las crisis como un período de purga o de liquidación de las malas inversiones que se habían generalizado en la economía como consecuencia de la expansión crediticia artificial que se había generado con anterioridad. Las crisis son el colofón necesario de que la inversión crezca por encima del volumen de ahorro real de una sociedad, es decir, de que se estén inmovilizando a largo plazo grandes sumas de dinero que los agentes económicos mantenían en su activo como saldos de tesorería (en lenguaje bancario: transformación de plazos).

Arnold Kling ha resumido con incisiva perspicacia la base del debate entre keynesianos y austriacos frente a las crisis económicas: «¿Es mejor una recuperación distorsionada que una recesión sin distorsiones?». Los keynesianos, aun sin ser conscientes de ello, abogan por abortar el proceso de liquidación de malas inversiones (crisis) antes de que concluya y de iniciar acumulativamente una nueva fase de proyectos empresariales erróneos (recuperación). La idea final es encadenar lo peor con lo malo bajo la esperanza de que las economías siempre dispondrán de una plataforma en la que apoyarse para lograr impulso ante sus políticas de estímulo artificial.

El problema es que esa plataforma no es otra que la liquidez de los agentes económicos: la parte de su activo neto que pueda enajenarse en cualquier

circunstancia sin pérdida de valor. Las recuperaciones distorsionadas que promueven los keynesianos se producen a costa de mermar cada vez más la liquidez de los agentes, hasta que llega un punto (como ahora) en el que se encuentran la despena vacía y la política monetaria (obviamente también la fiscal) se muestra del todo impotente para promover una nueva recuperación distorsionada.

Los keynesianos han venido calificando esta situación como «trampa de la liquidez», es decir, un escenario en el que por muy bajos que sean los tipos de interés no se logra que los agentes económicos demanden crédito para acometer nuevas inversiones. No entienden que si se ha llegado a semejante extremo es porque en el pasado han deteriorado tanto las posiciones de liquidez de los agentes que ya nadie está en condición de volver a endeudarse (un incremento del pasivo supone un deterioro adicional de la liquidez). Puedes llevar al caballo al río pero no puedes forzarlo a beber.

Eventualmente, la suma de recuperaciones distorsionadas genera una depresión de considerable intensidad. Por eso las teorías keynesianas se encuentran entre las principales responsables intelectuales de la crisis actual. La burbuja inmobiliaria que quiso crear Krugman en 2001 para encarrilar una recuperación distorsionada de la crisis de las acciones puntocom ha sido la puntilla de décadas de errores empresariales acumulados en forma de deterioro de las posiciones de liquidez de los agentes económicos.

*ElCato.org*  
26 de junio de 2009.

## Zapatero, cómprame un piso

Dice Juan Lazcano, presidente de la Confederación Nacional de la Construcción, que «echa en falta» ayudas públicas al sector de la construcción por parte del Ejecutivo, como bien podría ser la adquisición de viviendas para destinarlas al alquiler. Al fin y al cabo, señala Lazcano, la construcción representa alrededor del 10% del PIB... y es bueno que así sea.

Calla, como no podría ser de otra manera, que tal vez nuestros problemas económicos se deriven de que la construcción se ha inflado sobremanera hasta representar el 10% del PIB. Qué lejos quedan aquellos tiempos en que España crecía a ritmos de crucero y la construcción apenas representaba al 6,5% del PIB. Qué años aquellos 1997, 1998 y 1999 en los que España reducía el paro en medio millón de personas por ejercicio sin despeinarse demasiado y sin tener que rendir culto al ladrillo como santo motor de nuestro modelo productivo.

Ah, pero la gente es desmemoriada, en diez años llueve mucho y dan para mucho, por ejemplo para construir *emporioitos* gracias al crédito barato de los bancos centrales y a ese interesado mecanismo para financiar los ayuntamientos españoles que se llama suelo urbanizable.

No sé, porque nunca estuvo en mi naturaleza integrar el Gosplan patrio, si la construcción debe representar el 10%, el 1% o el 90% del PIB español. Ni me gustan las histerias socialistas contra el ladrillo ni los entusiasmos lucrativos de la patronal del ramo. Si por una vez dejáramos al libre mercado actuar, sin restringir el suelo, sin escupirle a la cara (y a la seguridad jurídica) del arrendador por ser un *marvado* capitalista, sin manipular los tipo de interés, sin cambiar viviendas de protección oficial por papeletas electorales o sin recurrir a costosísimas obras públicas para maquillar las cifras del paro, entonces probablemente sabríamos cuál debe ser la presencia de ese sector en nuestra economía. Simplemente, será la que necesiten que sea los consumidores, y no, como ha sucedido hasta la fecha, la que necesiten que sea políticos y banqueros.

Ahora bien, una cosa es desconocer qué peso y configuración (Lazcano cree que tiene que ganar peso la rehabilitación de viviendas; será que debe de conocer que todos los españoles están pensando en meter en sus casas a los obreros del Plan E que les están levantando ahora mismo la acera de enfrente) ha de tener el sector de la construcción en España y otra muy distinta pasar por alto las recomendaciones que lanza su *lobby* para salir de la crisis.

Es cierto que, mientras haya *stocks* invendidos de viviendas, ningún otro constructor volverá a edificar un inmueble. ¿Qué sentido tiene construir más si todavía hay un millón de pisos sin vender? Por eso Lazcano pide al Gobierno que compre ya los inmuebles que acumulan los bancos. La cuestión es, ¿a qué precio? Si de reducir los inventarios se trata, tan efectivo como adquirir las viviendas a precios astronómicos sería bombardearlas.

Ah, que no es solo eso, que lo ideal es darle una salida útil y productiva a ese *stock* de pisos. Bueno, pues entonces no dilapidemos forzosamente el dinero de unos contribuyentes que, como consumidores, se niegan a comprar los pisos a sus precios actuales. Ahora bien, si estos se ajustan y caen a la mitad, tal vez muchos proyectos empresariales que ahora se guardan en el cajón o en los que ni tan siquiera se piensa comiencen a ser rentables. Al fin y al cabo, los edificios —ya sea en forma de alquiler o amortización— suponen uno de los costes más importantes para una empresa, especialmente para las pequeñas y medianas a las que PP y PSOE tanto dicen querer ayudar.

Bueno, pues que den ejemplo. Ni un euro para comprar pisos a los bancos o a los promotores. Que dejen de trincar los amigos de los políticos a costa del resto de los ciudadanos: eso sí sería un cambio del modelo productivo de España que, me parece, no se va a dar.

*Libertad Digital*  
8 de julio de 2009.

## De Madoff a Hernández Moltó

«A río revuelto, ganancia de pescadores», debieron pensar Zapatero, Obama y cuantos socialistas más que durante años se hubieran rendido a la aparente y falsa evidencia de que su odiado capitalismo y su más detestada especulación creaban riqueza para las masas. Nunca dijeron ni pío sobre los pies de barro y las inestabilidades de ese crecimiento inflacionista, por mucho que quienes sí defendían y comprendían los libres mercados —como los economistas de la Escuela Austriaca— llevaran décadas denunciando las debilidades de un sistema que solo forzando el lenguaje cabía calificar de liberal.

Por ello, cuando la torre de Babel crediticia construida durante un lustro por los bancos centrales y sus sucursales privadas comenzó a derrumbarse de manera acelerada, la izquierda resentida debió frotarse las manos. Ni entendían por qué no había caído antes ni entendían por qué caía ahora, pero al fin y al cabo tenían una oportunidad de oro para denunciar los excesos del «neoliberalismo salvaje» y clamar por su regulación, esto es, por convertir lo que hasta entonces había sido un cortijo de la banca en un cortijo del Estado.

Así, durante los últimos meses hemos oído hablar hasta la saciedad de los males de la desregulación, del *shadow banking*, de la especulación desenfrenada, de la codicia inversora, de los altísimos salarios de los directivos, del retroceso de la política y de la necesidad de regresar a un modelo de banca más «tradicional». Algo así como el mito del buen salvaje pero aplicado al sistema financiero.

Ni una palabra, claro, del monopolio que ostentan los bancos centrales para emitir la moneda de curso forzoso y orientar los tipos de interés. Ni una palabra, faltaba más, de la imposición estatal de un dinero fiduciario que arrebatara a los consumidores e inversores cualquier soberanía para oponerse a los excesos del *lobby* financiero y de la nomenclatura estatal. Cero, se ve que no tocaba.

Pues bien, hete aquí que en España, el país en el que el resto de la comunidad internacional parece querer fijarse para conformar las nuevas regulaciones, quiebra Caja Castilla-La Mancha y el resto de nuestros patrios Montes de Piedad están al borde de su bien merecida bancarrota.

No deja de ser un mito que nuestro sistema bancario haya resistido mejor que el resto los achaques de la crisis internacional. Más que nada porque hasta ahora ya ha recibido tanto dinero público como el estadounidense (y a buen seguro obtendrá sumas superiores en el futuro gracias a ese FROB tan dócilmente apoyado por el PP).



Pero con el caso Caja Castilla-La Mancha no solo debería derrumbarse este mito. Hay una asimetría si cabe más perversa que sugiere que el sector privado es esencialmente corrupto y el público fundamentalmente pulcro. El mercado nos arrastra hacia la competencia feroz y la ley de la selva mientras que el Estado nos empuja hacia la cooperación y las mieles de la civilización. Implícitamente se sugiere que el Estado debería sustituir al mercado y que, si en vez de la avaricia privada hubiésemos gozado de la solidaridad pública, ninguno de estos desaguisados se habría producido.

Sin embargo, tan solo es necesario observar de qué manera se han comportado las cajas de ahorro durante las recientes fluctuaciones económicas para comprender cómo sería un mundo donde la banca estuviera controlada y dirigida por políticos. El paraíso con el que sueñan Zapatero y Obama, el de la banca pública, está aquí en España: amiguismo, corrupción, inversiones suicidas y créditos alocados. «Infracciones muy graves» que demuestran que el hombre y no el mercado es el codicioso y potencialmente mancillable. La diferencia está, o debería estar, entre otros asuntos básicos en que en un mercado libre los errores se pagan con la quiebra y los fraudes con la restitución de las víctimas; en un sistema público, con rescates, opacidad y más poder regulatorio para los políticos.

A la izquierda le ha resultado muy fácil aprenderse el apellido Madoff y recitarlo cual letanía liberticida cada vez que se le oponen argumentos económicos sensatos. No deberíamos olvidar a Hernández Moltó: más que un Madoff hispano es el primer, que no el último, Madoff del impoluto y honrado sector público.

*Libertad Digital*  
27 de julio de 2009.

## ¿Se podría haber hecho peor?

Nunca uno de los países que con más intensidad iba a sufrir una de las crisis económicas más duras de la historia debería haber elegido como presidente del Gobierno a un tipo que se enorgullecía de desconocerlo todo sobre economía: de la A a la Z. Nunca debería haberlo hecho a menos que quisiera suicidarse, que quisiera condenar a sus hijos y a los hijos de sus hijos a la mediocridad cuando no a la miseria.

Pero lo hizo. Es el típico drama de la fagocitación del sistema capitalista por las democracias populistas como la española: el sistema económico con mayor capacidad para generar riqueza y para elevar el bienestar de las masas es parasitado por el sistema político que de manera más sibilina genera una mayor cantidad de pobreza.

Ante cualquier dificultad económica, la parte de la sociedad más pobre siempre apoyará a los partidos políticos que prometan ayudarla a costa de los más ricos. Al fin y al cabo, su estilo de vida variará poco: el Estado puede asumir durante un tiempo el coste que suponían sus salarios. Lástima que para ello haya que matar a la gallina de los huevos de oro; una gallina que podrá dar mucha carne pero que se terminará acabando. A partir de ese momento, estancamiento, decadencia y a malvivir. Pero ¿quién relacionará entonces que la miseria de hoy es consecuencia del intervencionismo de ayer? En todo caso se culpará al ruin capitalismo, incapaz de crear riqueza si no es explotando a los más pobres: incluso en los cementerios socialistas hay razones para pedir más cadenas.

Es un drama, sí, y un drama que gracias a Zapatero nos ha tocado vivir. La manera en la que el PSOE ha combatido la crisis difícilmente podría ser más desafortunada:

— Acto primero, negacionismo y pasividad: La economía necesitaba que le facilitaran el reajuste y se cerraron en banda. Zapatero pretendió seguir navegando con un barco que hacía aguas por todos lados sin ni siquiera tratar de taponar los agujeros.

— Acto segundo, aguantar el chaparrón a golpe de chequera: La rígida economía española responde con reestructuraciones bruscas y Zapatero se niega a facilitar los cambios. En su lugar, prefiere tirar de gasto y deuda para que nadie note que la existencia de la crisis y sigan viviendo como si no la hubiera. El barco se hunde y solo nos proporciona unas bombonas de oxígeno para aguantar unos minutos más bajo el agua.

— Acto tercero, volver a la realidad: La deuda es caprichosa. Tiene una característica en la que los gobernantes piensan poco hasta que les toca declararse en bancarrota; tarde o temprano hay que devolverla. Nadie nos presta el dinero para que no se lo repongamos (con intereses), por lo que, conforme aumentan las dudas sobre nuestra solvencia, el grifo se va cerrando. La economía sigue sin reajustarse, el manantial del gasto se va secando y solo queda subir impuestos. Bajo el agua sin oxígeno, hay que aguantar el peso de las bombonas, por lo que los náufragos españoles tratan de endosárselas los unos a los otros y de salir a la superficie pisoteándose sin miramientos.

Muchos dijimos que las medidas para combatir la crisis eran básicamente dos: liberalizar los mercados para facilitar los ajustes y reducir el peso del Estado (impuestos y gastos) para incrementar los recursos a disposición del sector privado. No nos hicieron caso o, más bien, nos hicieron caso para llevar a cabo todo lo contrario: misma rigidez y más gasto público.

No por casualidad, la economía sigue sin responder y con un estado cada vez más crítico solo queda asestarle el último golpe: subir impuestos a los ricos para que se escapen con sus capitales del país y nos quedemos con una sociedad cada vez más proletarizada, esto es, una sociedad donde nadie dispone de ahorros para invertir y crear nueva riqueza y donde hemos de devorarnos entre nosotros.

Con cinco millones de parados nos vamos a poner a subir impuestos para comenzar a pagar parte de los millonarios despilfarros que nuestra clase política ha acometido en los últimos meses. Esa es la estampa de un país con un futuro cada día más negro y al que siguen machacando con aberrantes políticas contra el sentido común económico.

*Libertad Digital*  
1 de agosto de 2009.

## Obama no ha salvado la economía

En esta crisis económica se dirimen dos batallas intelectuales de enorme importancia. La primera versa sobre el origen de la crisis, esto es, sobre si realmente la ha causado el libre mercado. Y mucho me temo que en este punto estamos perdiendo el pulso de una manera abrumadora, aunque tal vez no tan absoluta como sucedió en la crisis del 29: la explicación más extendida de la actual debacle es una falta completa de regulación y no una muy desafortunada intervención de los bancos centrales en los mercados financieros, como así fue.

La segunda batalla se está librando en la actualidad y todavía no la hemos dejado de ganar de una forma tan aplastante: una vez ha estallado la crisis, ¿las intervenciones públicas han ayudado a que nos recuperemos? Es más, ¿podría el mercado haber superado la crisis sin la concomitante intervención del Estado?

Obama ya ha movido ficha: la economía se está recuperando gracias a sus políticas de estímulo. Sabe que para su proyecto socialista resulta esencial que esta idea cuaje entre los ciudadanos: primero, para asegurarse la reelección y segundo para justificar un avance cada vez más penetrante del Estado en todos los ámbitos de la economía. Al fin y al cabo, quien puede lo más (solucionar la mayor crisis del último medio siglo) también puede lo menos (colectivizar la sanidad, la energía, las pensiones...).

Por eso es esencial que seamos conscientes de los procesos económicos que hay detrás de esta estabilización de la economía internacional (la española, como siempre, es harina de otro costal) y que sepamos transmitirlos con claridad.

Como tan bien ha puesto de manifiesto la Escuela Austriaca, las crisis económicas son la respuesta espontánea del mercado al crecimiento insostenible, artificial y basado en la inflación crediticia que vive una economía. La crisis no es el problema, sino parte de la solución. Imagine, por ejemplo, que España no hubiese entrado en crisis en 2007 y que, por tanto, siguiéramos produciendo, como en 2006, 800 000 viviendas anuales. ¿Acaso cree que seríamos más ricos? No, tendríamos urbanizaciones por todo el país pero, entre otras cosas, no podríamos pagar el petróleo que consumimos. La crisis es la «protesta» del mercado contra una situación que no puede ni debe mantenerse.

Por eso mismo, las crisis no son períodos que duren de manera indefinida (salvo que el Estado las perpetúe con todo tipo de medidas absurdas como sucedió a partir de 1929): hay que purgar los excesos y, una vez purgados, volver a crecer sobre bases

más o menos sólidas. Esa purga pasa por tres ámbitos: reestructuración empresarial (es decir, que las empresas que no son rentables quiebren o cambien de actividad), ajuste de los precios relativos (por ejemplo, los precios de los inmuebles tienen que caer para que, por un lado, deje de ser rentable producir 800 000 al año y para que, por otro, el exceso de viviendas ya construidas pueda reutilizarse en la incipiente reestructuración empresarial) e incremento del ahorro (para reducir el endeudamiento y financiar la mentada recuperación).

Afortunadamente, el mercado de Estados Unidos ha experimentado de manera natural estos tres fenómenos: las bancarrotas se han extendido por toda la economía (ahí quedan las mayores de la historia como son Lehman Brothers y General Motors), los precios de la vivienda y de las acciones han caído a niveles del año 2001-2002 (precisamente el momento en el que sobre todo los primeros comenzaron a inflarse en forma de burbuja) y el ahorro familiar ha aumentado a máximos de los quince años. En ninguno de estos tres procesos ha intervenido el Estado, sino que más bien los ha torpedeado todos (impidiendo quebrar a muchas empresas, tratando de reinflar los precios de la vivienda y despilfarrando los crecientes ahorros de los estadounidenses con sus déficits públicos).

Es del todo demagógico que Obama se atribuya la recuperación cuando solo ha ejecutado el 10% de su plan de gasto y cuando la rebaja de impuestos que ha implementado es análoga a la que practicó Bush a comienzos de 2008 sin efecto alguno sobre la economía. No, de momento no ha hecho nada especial que no hiciera Bush y que no fracasara con Bush. Entonces, ¿con qué cara se jacta de estimular la economía? Con la misma con la que su vicepresidente Joseph Biden, cuando pintaban bastos en términos de empleo, decía que sin su plan de estímulo los resultados habrían sido todavía peores: si las cosas van bien es gracias a mí y si las cosas van mal es *a pesar* de mí.

Pues no, estamos justamente donde hace cinco meses. Cuando el pesimismo alcanzaba sus niveles más altos desde la quiebra de Lehman Brothers —el *Dow* tocó su mínimo en 12 años— y el plan de Obama estaba lejos de comenzar a ser aplicado, ya observé que:

«Muchas empresas han quebrado y la economía se está reorganizando con fusiones, adquisiciones y liquidaciones de activos. En cierto sentido puede que los políticos hayan llegado demasiado tarde para impedir el ajuste».

El ajuste prosigue, aunque los riesgos también subsisten precisamente por la nefasta política fiscal que ha seguido Obama, como asimismo expliqué en mayo.

No deja de ser lamentable que la nomenclatura política que padecemos culpe al mercado de causar las crisis que ellos producen y luego se atribuyan el éxito de impulsar unas recuperaciones que el mercado genera y que ellos solo obstruyen. No es solo un error científico de primer orden, es un error deliberado para justificar el

incremento de su poder y los recortes de nuestra libertad.

*Libertad Digital*  
7 de agosto de 2009.

## Madoff: Un fallo del Estado, no del mercado

No han sido pocos los socialistas que han tratado de asociar el fraude de Madoff con la supuesta naturaleza fraudulenta del capitalismo. Ya se sabe por dónde discurre el argumentario: si la libertad permite al hombre pecar, entonces la libertad es pecaminosa y lo virtuoso es la esclavitud.

Tales lumbreras, sin embargo, no parecen darse cuenta de que los supuestamente encargados de volvernos virtuosos por la gracia de las cadenas serían unos hombres tan corruptos como aquellos a quienes se quiere reformar. Es decir, pretendemos que estafadores y pecadores nos conduzcan por el camino de la honradez y de la virtud.

Huelga decir que el razonamiento hace aguas por todos los lados y que sustituyendo a Madoff por otro Madoff con sueldo público no solucionaremos nada. De hecho, muy probablemente lo estemos agravando. Puede que el mercado intervenido que padecemos en la actualidad haya fallado (parcialmente) a la hora de detectar el fraude, pero sin duda también lo ha hecho el Estado y todas sus agencias supervisoras.

El propio Madoff se sorprende de que las autoridades tardaran tanto tiempo en descubrir su engaño. Sí, finalmente, tras unos 50 años, lo detectaron, pero ¿en qué sentido cabe considerar esto un éxito? Ahora mismo habrá muchos otros estafadores sueltos a quienes las autoridades no habrán descubierto y que, gracias a esta incompetencia, podrán seguir engañando a sus clientes. ¿Es un problema del supervisado o más bien del supervisor?

Obama y el resto de socialistas han tratado de atribuir este fracaso del Estado a su supuesta falta de competencias. Olvidan que lo normal en todo proceso de crecimiento sano —esto es, aquel que no pretenda hacerse añadiendo grasa a un organismo—, es que uno vaya captando más competencias conforme acredita que ha hecho el mejor uso posible de las que ya disponía. Las empresas exitosas no son las que amplían capital para evitar la quiebra, sino las que han exprimido al máximo el capital y piden más para continuar haciendo lo propio.

Y aquí los incentivos del Estado y del mercado sí son totalmente asimétricos: si la SEC fracasa a la hora de descubrir el fraude de Enron, se aprueba la Ley Sarbanes-Oxley para que obtenga más competencias; y si con la Ley Sarbanes-Oxley tampoco es capaz de detectar a Madoff, a Stanford y tantos otros, se defiende alegando que todavía necesita más competencias. En cambio, las empresas encargadas de detectar fraudes que fracasan suelen desaparecer, como Arthur Andersen, o ser penalizadas

por sus clientes a menos que asuman el coste de su error (como ha hecho el Banco Santander).

Pero es que, además, no es cierto que la SEC no detectara el fraude de Madoff por falta de competencias, sino por pura incapacidad. En 1999, el inversor Harry Markopolos contactó con la SEC para advertirle sobre el fraude de Madoff y desde entonces reiteró sus acusaciones año tras año.

En 2001, Michael Ocrant publicó un informe para el fondo de inversión MAR/hedge —del que incluso se hizo eco la revista *Barron's*— en el que señalaba sus dudas sobre la honorabilidad de la estrategia de Madoff. Según Ocrant, numerosos inversores en Wall Street desconfiaban de Madoff ya que habían intentado lograr sus altas rentabilidades replicando su supuesta estrategia y ninguno lo había logrado.

Asimismo, y de manera más reciente, en diciembre de 2006 un pequeño fondo de inversión, Aksia LLC, detectó el fraude de Madoff y aconsejó a sus clientes que no invirtieran en él.

Podríamos seguir citando a personas y empresas que descubrieron el fraude de Madoff (Doug Kass, Société General o Salomon Konig), pero lo esencial es que la SEC tardó diez años en darse cuenta de lo que muchos otros agentes en el sector privado ya había detectado.

Al final, la inoperancia —incluso para escuchar a los expertos del sector privado— de ese supervisor monopolístico de facto llamado SEC ilustra aquella enseñanza hayekiana tan importante de que los sistemas sociales complejos funcionan mejor permitiendo que los agentes se coordinen haciendo uso de su conocimiento disperso que tratando de concentrar y centralizar esa información en unas pocas cabezas burocráticas.

El caso Madoff es flagrante: muchos potenciales inversores habían descubierto el fraude desde hacía al menos una década, pero el organismo encargado de perseguirlo les hizo caso omiso. Se trata de todo un fallo de un monopolio público que, para más inri, impide que el mercado desarrolle las adecuadas instituciones espontáneas que permitían responder al fraude con más agilidad y eficiencia. Entonces, llegados aquí, ¿qué ganaremos dándoles más competencias a los incompetentes?

*ElCato.org*

12 de agosto de 2009.





## ¿Por qué no se aprieta Blanco el cinturón?

Una de las características del desolador panorama político español es el creciente grado de estupidez que la población es capaz de tolerarles a sus dirigentes. Cuando el nivel ha caído tan bajo, uno solo tiende a fijarse en las alocuciones más ridículas o más absurdas como la de «encuentros planetarios» o «seres vivos no humanos». Sin embargo, no deberíamos dejar que esta degeneración política pervierta a la ciudadanía hasta convertirla en receptiva a cualquier barbaridad que se lance desde los púlpitos.

Dice Blanco, meses después de que su Gobierno jurara en todos los credos posibles que en España no se subirían impuestos, que el Ejecutivo está dispuesto a «incrementar ciertos impuestos» para garantizar la «inversión pública». Pero, como la dosis de demagogia izquierdista no puede faltar en la ecuación, solo se subirán impuestos a las rentas más altas: «Soy partidario de ayudar a los que más lo necesitan y si para ayudar a los que más lo necesitan en momentos de dificultad los que tienen más recursos tienen que apretarse el cinturón, habrá que decirlo con claridad a la sociedad».

Desde luego se trata de un paso en la buena dirección, ya que el agente económico que, con diferencia, más fondos maneja en España y que más desequilibradas tiene sus cuentas es el Estado; y dentro de la Administración Central, uno de los ministerios que más despilfarra es, precisamente, el de José Blanco.

Si el ministro de Fomento quisiera aplicar su lógica elemental a arreglar algo el entuerto económico actual, y no a empeorarlo todavía más, concluiría, como muchos llevamos concluyendo desde hace más de dos años, que es imprescindible que el Estado reduzca de manera muy sustancial sus gastos para poder reducir también de manera enérgica los impuestos.

Pero, como esto de la Economía es algo que se le atraganta al Gobierno, parece que Blanco con lo de «apretarse el cinturón» quiere decir que el PSOE cree necesario robar a los pocos que todavía generan algo de riqueza en España para que sus obesos y adiposos Ministerios sigan engordando de manera compulsiva. Se han vuelto adictos a derrochar nuestro dinero y, por lo visto, ya no les basta con los 100 000 millones de euros que se habrán pulido a finales de este ejercicio para desgracia y ruina nuestra, de nuestros hijos y de los hijos de nuestros hijos. La voracidad de esta gente no conoce límites; tal vez ahora se vea más claro por qué Zapatero estaba obsesionado con clausurar los paraísos fiscales antes de inaugurar su particular

infierno fiscal.

Ahora bien, ni siquiera sin paraísos fiscales conseguirá evitar el PSOE que los inversores nacionales y extranjeros comiencen a huir de España debido a su cada vez mayor deuda pública, su rigidez laboral, su ruinoso modelo energético, su intervencionismo político en la vida empresarial y, ahora, su presión fiscal en ciernes de explotar. Subir los impuestos a las rentas más altas no es la medida más social que pueda adoptarse en momentos de crisis, sino la más suicida.

Desde luego los keynesianos se están cubriendo de gloria: más gasto, más déficit, más crisis, más gasto y déficit de nuevo y, finalmente, más impuestos. Ejemplar manera de gestionar una economía de la que los argentinos tendrán que tomar nota: todavía hay gente que puede hacerlo peor que ellos.

*Libertad Digital*  
20 de agosto de 2009.

## ¿Combatió Bernanke la contracción secundaria?

En su último artículo, mi compañero austriaco Adrián Ravier viene a defender con algunos matices la actuación de la Reserva Federal durante el último año consistente en incrementar la oferta monetaria para impedir una contracción secundaria; esto es, para evitar la quiebra de bancos por una falta de liquidez sistémica. Apoya su opinión en autores también austriacos de tanto renombre como Friedrich Hayek, George Selgin o Lawrence White, y en menor medida en otros monetaristas como Milton Friedman y Anna Schwartz.

Ravier, sin embargo, desconfía de la magnitud del incremento en la oferta monetaria que ha llevado a cabo Ben Bernanke; en su opinión, el presidente de la Reserva Federal se ha pasado de frenada y ha «creado» más dinero del que era necesario para salvar a los bancos. Y sus dudas son más que razonables: la base monetaria (el dinero propiamente dicho) se ha duplicado en menos de un año en lo que supone, con diferencia, el mayor incremento de la historia. Tan exageradas son las estadísticas que muchos (demasiados) analistas se han lanzado a la piscina pronosticando que estas políticas nos llevarán a la hiperinflación. ¿Tiene razón mi colega Ravier o la tiene el friedmanita Bernanke? Por supuesto, mi opinión se acerca bastante más a la de Ravier, pero por motivos no del todo coincidentes a los suyos.

Primero, hay demasiada mitología entre todos los analistas, especialmente entre los monetaristas, sobre la magnitud de la expansión monetaria que ha llevado a cabo la Fed. La base monetaria simplemente se ha duplicado no porque Bernanke haya puesto en funcionamiento la imprenta de dinero, sino porque los bancos privados han dejado de prestarse dinero entre sí y se lo han comenzado a prestar a la Reserva Federal (en forma de depósitos a la vista). Dicho de otra manera, en gran medida se trata de un simple efecto estadístico: antes el banco A le prestaba 100 dólares al banco B y ahora los deposita en los baúles de la Fed. Y, dado que el dinero que hay en estos «baúles» integra la definición de «base monetaria», las estadísticas monetarias reflejan un incremento brutal de la cantidad de dinero.

Segundo, como consecuencia de lo anterior, el interbancario se secó literalmente (los bancos dejaron de prestarse entre sí), mientras que la Fed comenzó a nadar en una abundancia de dinero (el que los bancos privados atesoraban en sus baúles). ¿Qué debería haber hecho Bernanke en estas circunstancias? ¿Sentarse encima de esta montaña de dinero mientras una parte muy sustancial de los bancos carecía de crédito para sobrevivir? No, en efecto, Bernanke hizo *grosso modo* lo correcto entre octubre

y diciembre del año pasado (cuestión distinta es el antes y, sobre todo, el después) cuando comenzó a prestar a corto plazo a los bancos el dinero que él también había recibido prestado a corto plazo (en forma de depósitos). Básicamente, los bancos tenían demasiado miedo para prestarse dinero entre sí, así que primero se lo prestaban a la Fed y luego la Fed se lo volvía a prestar a los bancos. De este modo evitamos una innecesaria quiebra del sistema financiero por un súbito incremento de la demanda de dinero sin envilecer la moneda.

Nada realmente extraordinario y que, por cierto, no es una aportación original de Milton Friedman. Ya durante el siglo XIX se consideraba que la función más importante de los bancos centrales consistía en actuar como prestamista de última instancia, esto es, concediendo créditos a corto plazo a los bancos en dificultades durante un pánico financiero.

El gran teórico de la banca central de finales del siglo XIX, Walter Bagehot (a quien, por cierto, Bernanke ha apelado en numerosas ocasiones para justificar su política), ya defendía en su *magnum opus Lombart Street* que el Banco de Inglaterra debía combatir las crisis de liquidez prestando sus reservas a la banca en momentos de dificultad. Pero ya antes que Bagehot numerosos autores habían llegado a conclusiones análogas: Henry Thornton, Thomas Tooke o Henry Dunning Macleod, por nombrar solo algunos.

En realidad, Friedman vino a confundir a todo el mundo (confusión que todavía persiste hoy) al defender que la misión del banco central en tiempos de crisis era evitar no la iliquidez bancaria, sino las contracciones de la oferta monetaria (especialmente en la actualidad es posible que la oferta monetaria crezca sin proporcionar liquidez al sector financiero y viceversa, que la oferta monetaria se contraiga y sin embargo el sistema financiero no necesite liquidez).

La recomendación de Friedman no significa prácticamente nada y, desde luego, no sirve como guía de actuación para una política sensata de la banca central. No es tan importante cuánto aumentan o disminuyen magnitudes bastante arbitrarias que definen la oferta monetaria (como la M0, M1, M2, M3 o M4) cuanto qué hace con sus reservas un banco central (y esta sería mi principal discrepancia con Ravier). Y repito, en momento de crisis lo que debe hacer un banco central es prestar sus reservas a corto plazo contra activos de calidad también de corto vencimiento con el objetivo de evitar que la banca y la economía privada entren en una contracción secundaria. Como digo, esto fue lo que hizo Bernanke, mal que bien, a finales de 2008. Pero, ¿es todo lo que ha hecho?

Por desgracia, no. Desde el comienzo de 2009 el presidente de la Fed comenzó a meter la pata hasta el fondo, ya que se olvidó del sensato objetivo de prestar sus reservas a corto plazo y puso en marcha su famoso helicóptero inflacionista: la Fed comenzó a utilizar sus reservas a corto plazo para comprar alrededor de 700 000

millones de dólares de activos a largo plazo —entre ellos titulizaciones hipotecarias a 30 años de Freddie Mac y Fannie Mae y deuda pública de los déficits de Obama— para tratar de reinflar el crédito e iniciar una nueva burbuja especulativa. Esto no tiene *nada* que ver con evitar una contracción secundaria y *todo* que ver con monetizar deuda pública y jugar a lo que hace 50 años se llamó Operación Twist.

Si por algo sentenciaba que la recomendación de Milton Friedman de que hay que evitar la contracción de la oferta monetaria no sirve de nada y solo añade confusión a unas directrices muy claras desarrolladas por los economistas del siglo XIX, es porque con estas actuaciones suicidas, impropias de un banco central serio, la Fed también está evitando que se hunda la oferta monetaria y, sin embargo, está colocando en grave riesgo la viabilidad futura del dólar y de la economía.

Por consiguiente, aunque Ravier se queja de que la oferta monetaria ha aumentado demasiado, el problema real no está ahí, sino en que ha aumentado demasiado porque se ha prestado a sectores a los que nunca se debería haber prestado. Esto es, el problema está en que la Fed se ha endeudado a corto plazo para prestar masivamente a largo, justo la insostenible estrategia financiera que nos ha arrastrado a la situación actual.

Pero en todo caso, sí coincido con Ravier, Hayek, Selgin, White y, por supuesto, con Huerta de Soto, en que un sistema financiero que no padeciera las actuales leyes de curso forzoso y el monopolio de emisión de las autoridades monetarias sería un sistema que no generaría crisis como la que ahora padecemos.

*Libertad Digital*  
21 de agosto de 2009.

## ¿Resistirá el dólar otros cuatro años de Bernanke?

El pasado 25 de agosto Barack Obama propuso que el actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, siga otros cuatro años al frente de la institución monopolística. Una decisión que no por poco sorprendente deja de ser desazonadora.

Si uno analiza la gestión que Bernanke ha hecho de la crisis —dejemos de lado la que hizo del *boom* crediticio, cuando incluso llegó a negar que existiera burbuja inmobiliaria alguna— puede distinguir tres fases en su política monetaria, y solo una de ellas resulta medianamente aceptable. Desde luego, un pobre historial para seguir siendo lo que algunos llaman «la autoridad económica más importante del mundo».

En la primera de estas fases, que se extiende desde los primeros signos de la crisis de liquidez (agosto de 2007) hasta la quiebra de Lehman Brothers (septiembre de 2008), la Fed acometió una política monetaria que se dio en llamar *qualitative easing*. Básicamente, Bernanke se limitó a gestionar los activos de la Reserva Federal para inyectar *liquidez* en el conjunto del sistema bancario, pero sin incrementar sus pasivos. Lo que hizo fue, pues, cambiar los mecanismos de financiación a disposición de la banca degradando la calidad de los activos de la Fed.

La razón es fácil de entender: la política monetaria tradicional (operaciones de mercado abierto) supone que la Fed compra temporalmente la deuda pública de los bancos a cambio de dinero. El problema, claro, es que los bancos necesitaban en esos momentos mucho más dinero que deuda pública tenían, y Bernanke optó por prestarles contra colateral muy variado (en general, los activos basura que tenían en sus balances). Nacieron así tres nuevos mecanismos de financiación (el *Term Auction Facility*, el *Primary Dealer Credit Facility* y el *Term Security Lending Facility*), y los tipos de interés se redujeron del 5,25 al 2%.

Los resultados de esta política ya pueden ser analizados: Bernanke no solucionó, ni mucho menos, los problemas de liquidez de la banca, y en cambio favoreció una brutal depreciación del dólar y la creación de una de las burbujas de materias primas más intensas de la historia, circunstancias que solo contribuyeron a agravar la situación de la economía real en todo el mundo.

La segunda de las etapas de la política monetaria de Bernanke, conocida como *quantitative easing*, comienza tras la quiebra de Lehman Brothers y se extiende hasta finales de 2008. En esos momentos la enorme incertidumbre asociada al sistema financiero provoca que los bancos privados dejen de prestarse dinero entre sí y pasen a depositarlo en los baúles de la Reserva Federal: el pasivo del banco central, que

hasta entonces apenas había crecido, aumentará más de un 100%.

En apenas unos meses la Fed se encuentra con casi un billón de dólares en depósitos que proceden de un mercado interbancario drenado de fondos, circunstancia que deja al sector bancario sin sus mecanismos tradicionales de financiación.

Ante el incipiente pánico bancario, la Fed tiene dos opciones: actuar como intermediario entre los bancos (desarrollando la función que venía cumpliendo el interbancario) o dejar quebrar a grandes partes del sistema financiero, enfrentándose a una más que segura contracción secundaria. Aquí, afortunadamente, Bernanke tomó la decisión acertada: crear o ampliar los mecanismos de financiación a corto plazo de la Fed para sostener el sistema.

Así, en pocas semanas el banco central comienza a utilizar el dinero que había recibido en depósito para prestarlo a corto plazo al resto de bancos (ampliando el *Term Auction Facility*), a las empresas (favoreciendo el descuento de su papel comercial con el *Commercial Paper Funding Facility*) y a los bancos centrales extranjeros (mediante los *swaps* de divisas), para que pudieran acometer políticas en dólares análogas a las suyas.

Este conjunto de decisiones fueron *grosso modo* sensatas y estuvieron orientadas en la buena dirección: aplacar el pánico y permitir la normalización del crédito. Los resultados han sido de momento positivos, ya que la banca no ha quebrado, las malas inversiones se han ido purgando, la mayoría de los créditos ya se han devuelto y, en definitiva, el dólar no se ha resentido.

No es que fuera necesario ser un genio para llevar a cabo este tipo de políticas — el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, hizo lo mismo, y con menos errores—; en realidad, bastaba con haber leído y entendido a Walter Bagehot. Por muy nocivos que resulten los bancos centrales —sobre todo a la hora de engendrar el ciclo económico—, en la medida en que se arrojan el monopolio de la banca de emisión, su política no puede ser la de quedarse de brazos cruzados en medio del pánico cuando la banca privada dispone de colateral de suficiente calidad.

Por tanto, y desde esta perspectiva, durante el cuarto trimestre de 2008 Bernanke sí estuvo bastante acertado. Cuestión distinta, por desgracia, es lo que podríamos denominar «la tercera fase» de su gestión de la crisis, que muchos analistas consideran una especie de apéndice de la segunda, cuando sus diferencias son más que notables.

A finales de diciembre de 2008 y mediados de marzo de 2009, la Fed anunció que iba a utilizar los depósitos de los bancos para iniciar sendos programas de compra de bonos hipotecarios por valor de un billón de dólares y de 300 000 millones de dólares de deuda pública, respectivamente. Semejantes planes no tenían nada que ver con el sensato objetivo de evitar una contracción secundaria, sino con un absurdo intento de



reactivar el crédito en la economía mediante la reducción artificial de los tipos de interés a largo plazo (lo que en los años 60 se llamó Operación Twist).

El problema es que Bernanke no ha logrado su objetivo —y de haberlo hecho solo habría engendrado otro ciclo económico—, y en cambio sí ha hipotecado el futuro de la economía estadounidense y de su moneda. La Fed se ha endeudado masivamente a corto plazo (depósitos a la vista) para invertir a largo (bonos hipotecarios y deuda pública), esto es, justo la insostenible estrategia financiera que nos ha abocado a la crisis actual.

Los riesgos de esta estrategia son enormes, y, obviamente, aún no podemos juzgarlos desde un punto de vista histórico. Baste tener presente que cuando los bancos privados quieran retirar sus depósitos —esto es, cuando la demanda de crédito reflote gracias a la eventual recuperación económica—, la Fed tendrá que liquidar a toda prisa más de un billón de dólares en activos a largo plazo que, sobre todo por lo que se refiere a los bonos hipotecarios, son muy difíciles de enajenar en el mercado. Dicho de otra manera: del mismo modo en que un banco puede caer presa del pánico financiero, al dólar le podría suceder lo mismo en el futuro.

Por eso Bernanke nunca debería haber sido propuesto para otro mandato al frente de la Fed. El pirómano que causa incendios no puede ser el encargado de apagarlos, por mucho que haya tenido algún periodo transitorio de lucidez.

*ElCato.org*

28 de agosto de 2009.

## El colapso de la macroeconomía... y de Keynes

El Premio Nobel de Economía Paul Krugman publicó la semana pasada un largo artículo en el New York Times en el que diagnosticaba el colapso del edificio intelectual de la macroeconomía neoclásica, después de la crisis financiera, y proponía una reorientación de ella hacia los modelos keynesianos.

Krugman denunciaba la hipótesis de los mercados eficientes (en el sentido de que los precios de los activos reflejan en cada momento toda la información disponible), criticaba el poco análisis que en las universidades han recibido las burbujas financieras y las quiebras bancarias y ponía muy en duda que la política monetaria de los bancos centrales sea siempre una respuesta eficaz a las crisis.

En realidad, buena parte de lo sostenido por Krugman en ese artículo no es novedoso. Algunos llevamos años poniendo el dedo en esa llaga: la macroeconomía moderna está en bancarrota; y, como también dice el de Princeton, existe un temor generalizado a desviarse de una ortodoxia que, sin embargo, no sirve para describir la realidad ni, mucho menos, para predecirla. Como bien apunta, los economistas actuales han renunciado a la verdad a cambio de la elegancia matemática.

El problema de Krugman es que, sin darse cuenta, también comulga con esa teoría económica cuyo edificio ha colapsado y que debería haber perdido toda credibilidad con la crisis que estamos viviendo. Por supuesto, el estadounidense defiende un regreso a Keynes y a su *Teoría General* —¡como si alguna vez se hubieran marchado!— como la única alternativa posible al desaguizado; pero solo un profundo desconocimiento de Keynes y, sobre todo, de las alternativas a sus ideas puede llevar a una conclusión tan disparatada.

Es completamente falso que los keynesianos fueran los únicos en no sumarse a la corriente mayoritaria de la economía al negarse a rendir culto a un mercado supuestamente perfecto. La Escuela Austriaca lleva mucho tiempo —desde mucho antes de que Keynes publicara su primer libro— criticando que las economías de mercado están sometidas a fuertes fluctuaciones —ciclos económicos— derivadas de la expansión crediticia insostenible que ejecutan con regularidad el sistema bancario y los bancos centrales; y jamás se ha sumado a conclusiones tan irreales como la de los mercados perfectos. Muy al contrario, sus teorías resaltan la pluralidad, complejidad y subjetividad de la información presente en el mercado, que provoca diferencias en los juicios empresariales de los agentes y los mueve al error. Los austriacos no creen que el mercado sea perfecto, solo afirman que las limitaciones de

información de todo empresario las padecen igualmente, pero corregidas y aumentadas, los políticos, por lo que no es cierto que los problemas de coordinación (crisis incluidas) se puedan solucionar con una regulación centralizada y omnicomprendensiva de los mercados.

Al fin y al cabo, los defensores de la hipótesis de los mercados eficientes son economistas encerrados en sus despachos de universidad que nunca se han puesto a invertir en él —y cuando lo han hecho se han arruinado, como ilustra la quiebra de Long Term Capital Management— y que por tanto lo desconocen casi todo de la realidad. Larry Summers los calificó con sorna como los *ketchup economists*, aquellos que creen haber descubierto El Dorado cuando comprueban que dos botellas de ketchup de 250 gramos valen lo mismo que una de 500.

Sin embargo, por mucho que se equivoquen los neoclásicos en que los mercados impersonales no se ajustan perfectamente mediante los precios, no deberíamos olvidar que los keynesianos no son más que sus hijos bastardos.

Del artículo de Krugman se desprenden dos ideas que perfectamente pueden encajar con su criticada ortodoxia, tal y como los nuevos keynesianos pretenden formularla. Krugman opina que, si los mercados fueran perfectos, y si los bancos centrales pudieran dejar los tipos de interés por debajo de cero, las crisis económicas desaparecerían. Pero esta presunción solo puede nacer de la incompreensión de los procesos de mercado. Las crisis no se producen porque los agentes sean en numerosas ocasiones irracionales, en el sentido del *homo economicus* (aun cuando probablemente lo sean), sino porque el sistema bancario falsifica las señales y los incentivos que se envían a esos agentes. Dicho de otra manera: aun cuando todo el mundo actuara con toda la información disponible y tratara de maximizar sus beneficios, se seguirían produciendo crisis económicas con regularidad, porque lo cierto es que las decisiones que se toman durante una burbuja especulativa son muchas veces racionales (todos aquellos que compraron un piso en 2004 y lo vendieron en 2006 salieron ganando, pese a que entraron en el mercado en medio de la mayor burbuja inmobiliaria de nuestra historia).

Precisamente porque el sistema bancario lleva a los agentes a tomar decisiones de inversión insostenibles a largo plazo, el reducir los tipos de interés, aunque sea por debajo de cero, no sirve para corregir esos errores. Lo cual encaja muy mal en la idea keynesiana, a la que regresa Krugman, de que las crisis se producen por un problema de demanda (por no haber demanda suficiente para contratar a todos los trabajadores que se están quedando en paro).

Pero esto es una visión incluso más reduccionista que la de la perfección de los mercados. El problema económico de España no es —y parece mentira que alguien lo crea así— que la gente ha dejado de comprar pisos a unos precios infladísimos. Las dificultades de España —y de Estados Unidos, y del resto del mundo— no consisten

en que ya no estemos despilfarrando nuestros ahorros en inversiones que nadie deseaba y que, pese a ello, estaban copando porciones cada vez mayores de nuestro aparato productivo...

El auténtico problema es que nos hemos metido durante cinco años en una orgía de malas inversiones y nos hemos endeudado hasta las cejas. En este contexto, las restricciones de la demanda son solo una manifestación (que no una causa) de nuestra delicada situación: España tiene ahora una economía adaptada para producir bienes y servicios que nadie demanda (por ejemplo, viviendas a precios estratosféricos). Pero ¿acaso la solución a una crisis puede consistir en obligar a la gente a consumir aquello que no desea por medio del gasto público?

No, la crisis no puede solucionarse abaratando el endeudamiento (tipos de interés negativos) o forzando el consumo. Precisamente las crisis son períodos en que el aparato productivo protesta (restringiendo la oferta y demanda de crédito y comprimiendo los márgenes de beneficios de las industrias más dependientes del endeudamiento) contra los intentos de los agentes económicos de consumir e invertir por encima de sus posibilidades.

La irracionalidad o el cortoplacismo de los especuladores no causa las crisis, tal y como piensa la escuela conductivista, y también la keynesiana. Los errores de inversión explican por qué Warren Buffett se ha convertido en el hombre más rico del mundo y, en cambio, un inversor de a pie es probable que acabe perdiendo en bolsa si no adopta una estrategia financiera. Pero esa irracionalidad no proporciona una explicación de los ciclos económicos, esto es, de las fases prolongadas y recurrentes de auges y depresiones.

Para ello no hay que mirar a Keynes, como pretende hacer Krugman, sino a la Escuela Austriaca. Keynes está tan equivocado como lo estuvo siempre, simplemente porque sus propuestas —incremento deficitario del gasto público— están equivocadas en lo teórico y, en la práctica, condenadas al fracaso: solo hay que estudiar el caso de Japón, el de Estados Unidos con Bush o incluso el de España ahora mismo para darse cuenta.

Sí, los *ketchup economists* de Summers se equivocaban, pero los keynesianos (y Larry Summers) también: dos botellas de 250 gramos de ketchup no tienen el mismo valor que una de 500 —aunque su precio pueda circunstancialmente coincidir—, por la misma razón que 100 000 botellas de 1 gramo no valen lo mismo que una botella de 100 000 gramos. El error no es anecdótico, porque ilustra que los keynesianos jamás entendieron por completo la teoría subjetiva del valor que desarrollara en 1871 Carl Menger. Sus ideas —y las de los neoclásicos— son de antes de que la economía se convirtiera en ciencia. En realidad, son lo que la alquimia a la química. Sin una buena teoría del valor no pueden entender el concepto de liquidez y sin el concepto de liquidez no pueden comprender los ciclos económicos.

No hay que regresar a los errores teóricos seculares que Keynes resucitó en los años 30. Los friedmanitas se equivocan en casi todo, pero los keynesianos lo hacen en todo... salvo en apuntar que los friedmanitas se equivocan en casi todo. Aciertan, pero por razones erróneas; las razones correctas se las podría proporcionar una riquísima literatura austriaca —con la que, no lo olvidemos, se formaron economistas que ellos mismos glorifican, como Schumpeter, Hicks o Morgerstern— si no se negaran a aprender economía.

El problema no es solo que vayan a vivir en la ignorancia más supina toda su vida —es lo que tienen los fanáticos ciegos—, sino que nos van a arrastrar a los demás. Es hora de enterrar toda la macroeconomía universitaria —de Keynes a Friedman— y aprender algo de la escuela que, con mucha diferencia, más se acerca a la realidad: la de Menger, Böhm-Bawerk, Mises, Hayek, Lachmann, Fekete y Huerta de Soto. Una hora que no parecen dispuestos a que llegue, por lo mismo que dice Krugman sobre la ortodoxia: ¡qué difícil es reconocer que se ha estado 80 años completamente equivocado!

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
8 de septiembre de 2009.

## ¿Y para eso renueva a Bernanke?

Obama exige poner fin a las molestas burbujas financieras que primero provocan un auge descontrolado en la economía y que posteriormente degeneran en una insufrible crisis. ¿Qué mejor declaración de intenciones que acabar con los ciclos económicos? Lástima que probablemente no haya habido en el siglo xx debate económico más encrespado que el de las causas de la crisis en el capitalismo.

Los economistas clásicos lo atribuían, no sin cierta razón, a la especulación desenfrenada en mercancías gracias a un crédito bancario excesivamente laxo. Los socialistas en general lo vinculaban a la anarquía productiva del capitalismo. Y los keynesianos pensaron que se debía a una intrínseca inestabilidad de los mercados financieros que terminaba provocando una crisis de demanda.

Ninguna de estas explicaciones, sin embargo, nos proporciona una auténtica y completa teoría del ciclo económico. ¿Lo sabe Obama? Lo dudo mucho. Entre otras cosas, porque estas demagógicas declaraciones se producen apenas unas semanas después de que el presidente estadounidense propusiera renovar a Ben Bernanke al frente de la Reserva Federal. Dicho de otra manera, Obama coloca al zorro al frente del gallinero y luego pretende terminar con la carnicería: adecuada postal de cuáles son sus conocimientos sobre economía y los ciclos económicos (no muy alejados a los de Zapatero, probablemente).

Los ciclos económicos, tal y como explica extensamente la Escuela Austriaca, son una consecuencia de una expansión desproporcionada del crédito bancario por encima del ahorro real de la sociedad. La inversión proviene del ahorro y el ahorro de la restricción del consumo; los bancos, sin embargo, permiten que se invierta sin que se deje de consumir, lo que eventualmente termina provocando el colapso de la pirámide de deuda que se ha construido.



¿Y cómo logran esto los bancos? Básicamente porque se endeudan a corto plazo (depósitos a la vista) e invierten a largo (hipotecas, préstamos empresariales, bonos...). Los depósitos a la vista (y la deuda a corto plazo en general) generan la ficción entre las familias de que tienen disponible su dinero y de que pueden seguir consumiendo antes de que maduren las inversiones que han realizado los bancos con su dinero. Con lo cual, durante un tiempo se invierte mucho más sin que se esté consumiendo mucho menos. Resultado: llega un momento en el que las inversiones no generan la renta suficiente como para amortizar toda la deuda viva y comienzan

las liquidaciones y las reestructuraciones de las (malas) inversiones.

El problema que tienen los bancos es que, si tienen mucha deuda a corto y muchas inversiones a largo, más pronto que tarde terminarían quebrando. Y aquí es donde entran los bancos centrales: gracias a su capacidad para crear medios de pago de curso forzoso —esto es, inflación— pueden proporcionar «liquidez» a los bancos privados que estén muy endeudados a corto plazo y así retrasar su quiebra. El resultado es el esperado: los bancos siguen endeudándose todavía más a corto plazo e invirtiendo a largo, distorsionando toda la economía.

Lo cierto es que las nocivas consecuencias de los bancos centrales pueden minorarse si al frente de la institución se sitúa una persona más o menos sensata y que conozca en grado mínimo los entresijos del negocio bancario, como Paul Volcker. Sin embargo, cuando ponemos al frente a un destemplado como Bernanke o a un Greenspan en sus años gañanes, las consecuencias pueden ser nefastas, como acabamos de comprobar: los bancos obtendrán tanta liquidez y tan barata como la necesiten para seguir inflando y distorsionando la economía.

¿Quiere terminar Obama con las burbujas? Pues que liberalice la banca y que no nos venga con la milonga de que el libre mercado genera ciclos económicos. Claro que dudo mucho de que lo haga; más bien parece que quiere llevar las burbujas a su redil. Ya sabe, cambiar para que todo siga igual.

*Libertad Digital*  
8 de septiembre de 2009.



## Sí había alternativa

Un año después de la quiebra de Lehman Brothers se hace imperativo reflexionar sobre sus causas y sus consecuencias. No es un asunto baladí, porque el mayor colapso empresarial de nuestra historia dio paso, a su vez, a la mayor rapiña estatal que hayan conocido los tiempos. Se nos dijo en aquel momento, cuando las obscenas reuniones entre políticos y banqueros se extendían con sorprendente descaro por todo el orbe, que no había alternativa, que era necesario recapitalizar a la banca —a toda la banca— para evitar males mayores.

En Estados Unidos fue una mentira difícil de digerir y llegó a costarle una humillante derrota en la Cámara de Representantes a George Bush. En España coló con la habitual mansedumbre que nos caracteriza; la izquierda les regalaba carretillas de dinero a los banqueros y a sus compinches de las cajas, mientras el proletariado nacional, ese que según nuestro ínclito presidente del Gobierno no va a sufrir las consecuencias de la crisis, y la derecha, esa que debe articular una alternativa liberal-simpática al fiasco socialdemócrata actual, se plegaban ante la «única política económica posible». Pero, ¿realmente era la única posible?

En el Observatorio de Coyuntura Económica del Instituto Juan de Mariana hemos publicado un extenso análisis del derrumbe del sistema financiero internacional hace ahora un año. De él se desprende que había al menos dos alternativas al rescate del sistema financiero tras la quiebra de Lehman.

La primera, y más evidente, es no haber generado la crisis, esto es, haber eliminado todos los incentivos para que todas estas entidades se endeudaran masivamente a corto plazo con la finalidad de invertir a largo plazo. La iliquidez que arrastraban la banca, las aseguradoras y las agencias hipotecarias en su balance era de tal calibre que si acaso sorprende que no quebraran mucho antes.

Para que nos hagamos una idea, la mayoría de los bancos estaban apalancados más de 30 veces sobre su capital. Sería como si a una persona que solo tiene en propiedad 10 000 euros se le concediera una hipoteca de 300 000 euros. Pero el asunto era aún peor, ya que más de la mitad de ese dinero recibido a préstamo vencía a corto o a muy corto plazo; ¿se imagina que cada semana o cada día tuviera que renegociar 150 000 euros de su hipoteca? Mas los problemas no terminaban aquí: partes muy sustanciales de ese dinero se invirtieron no solo a largo plazo, sino en activos cuyo valor estaba tremendamente inflado: como si usted hubiese utilizado los 300 000 euros para comprar un inmueble que dentro de unos años valdrá 150 000

euros.

La situación era dramática y en drama se tornó. Cuando las inversiones de Lehman comenzaron a pinchar, sus acreedores a corto plazo dejaron de renovarle los préstamos y el banco de inversión se vio obligado a echar el cierre, generando un pánico sobre el resto del sistema financiero que a punto estuvo de costarle la vida de no ser por las onerosas inyecciones estatales de dinero.

Por consiguiente, la manera más clara de haber evitado esta situación habría sido no generándola, esto es, eliminando los enormes incentivos que existen para que los bancos se endeuden a corto plazo e inviertan a largo, provocando el ciclo económico. Básicamente, como decía Alan Greenspan en sus tiempos más honestos, volver al patrón oro para evitar que los bancos centrales puedan inflar artificialmente el crédito y crear burbujas sobre todo tipo de activos.

Sin embargo, en pleno 2008 esta alternativa servía de más bien poco. La crisis estaba ahí y había que encararla de alguna manera. Los gobiernos optaron, como decía, por recapitalizar la banca para evitar que quebrara, y nos juraron que no cabía otra posibilidad. Pero mintieron.

Habría bastado con que los acreedores del sistema financiero hubiesen convertido, en el peor de los casos, el 8,5% de sus créditos en acciones para que *toda* —repito, toda— la banca estadounidense hubiese evitado la quiebra sin necesidad de meter un solo dólar del contribuyente. Situación bastante parecida a la española, con la salvedad de que este proceso habría implicado que los políticos renunciaran a sus chiringuitos, privatizando las cajas de ahorro.

La estrategia de convertir deuda en acciones es muy habitual en los procedimientos concursales. Aquellos acreedores que confían en la viabilidad del negocio, en lugar de liquidarlo aceptan pasar a ser sus propietarios. Lo mismo podría haberse hecho con el sistema financiero internacional: si yo hubiese prestado 100 euros por ejemplo a Citigroup, este me debería haber devuelto 91,5 euros y los 8,5 euros restantes me los habría pagado en forma de acciones del banco; una vez evitada la quiebra, el banco habría podido volver a generar beneficios, con lo que el precio de sus acciones habría aumentado, y yo solo tendría que haberla vendido para recuperar el monto total de mi préstamo.

De hecho, en la práctica es muy posible que hubiese hecho falta bastante menos dinero que el 8,5% de los pasivos de la banca para recapitalizarla. Al fin y al cabo, numerosos bancos llevaron a cabo importantes ampliaciones de capital que podrían haber sido incluso superiores sin la intervención pública. No en vano, por lo que ha trascendido de la reunión del 13 de octubre de 2008 entre el secretario del Tesoro, Henry Paulson, y los principales bancos de Estados Unidos, la mayoría de estos solo aceptó el dinero público bajo amenaza del propio Paulson. Es más, el consejero delegado de uno de los mayores bancos de Estados Unidos, Wells Fargo, no ha

ahorrado críticas al plan de rescate público de la banca, por considerar que redujo enormemente el margen de maniobra de las entidades para recapitalizarse en el mercado.

Desde luego, no puede decirse que el rescate público fuera un éxito. En un momento de contracción y restricción crediticia, dio paso a la emisión de cientos de miles de millones de dólares en deuda pública, lo que redujo todavía más el crédito disponible para el sector privado. Y todo para salvar sin criterio alguno a una gran cantidad de entidades con problemas, convalidando con nuestro dinero las buenas pero también las malas inversiones que hubiesen realizado.

Los políticos justificaron sus planes de rescate en la promesa de que volvería a fluir el crédito, pero este solo se empantanó aún más, provocando, entre otros, el derrumbe del consumo a crédito y trasladando la crisis a la economía real. Fue este fenómeno, erróneamente asociado con una crisis de demanda, el que dio alas a los demagogos keynesianos para proponer todo tipo de programas de estímulo que no han hecho más que lastrar la recuperación y generar un endeudamiento propio de tiempos de guerra que, siendo optimistas, terminarán pagando nuestros nietos.

La mala intervención pública inicial —las expansiones crediticias de la Reserva Federal— dieron lugar a nuevas intervenciones —rescate de la banca—, que a su vez favorecieron aún más intervenciones estatales —planes de estímulo keynesianos—, a cada cual peor. Había alternativas más orientadas hacia el mercado, pero ninguna de ellas se siguió. Porque para la mayoría de los políticos de lo que se trata en esta crisis no es de recuperarnos, sino de estrangular la libertad, incrementar su poder, gastar a manos llenas, hiperregular el mercado y entonces, solo entonces, no entorpecer la recuperación. Pero sí, el culpable de todo esto es el sistema capitalista. Qué duda cabe.

*Libertad Digital*  
15 de septiembre de 2009.

## ¿Qué pasó en Islandia?

Si —dejando de lado Estados Unidos— ha habido una crisis que ha cobrado brillo propio, ha sido sin duda alguna la de Islandia. La intensidad del desplome de su economía fue tal que, en medio de un pánico financiero internacional que amenazaba con llevar a la quiebra a la mayor parte de los bancos internacionales, los periódicos encontraron un espacio destacado para informar sobre los acontecimientos de ese país del que pocos habían tenido noticia antes, salvo por sus géiseres.

La mayoría de los rotativos atribuía la crisis islandesa a la desregulación financiera y al retroceso del Estado. En sus cabezas, Islandia aparecía como un caso flagrante de libre mercado fracasado. Y no, desde luego, porque el tamaño de su sector público fuera diminuto o se hubiera reducido entre 2001 y 2007; más bien al contrario: justo antes de desatarse la crisis, la presión fiscal islandesa era la novena más alta de la OCDE (41,1% del PIB), por encima de la de países como Alemania o España y al nivel de otros tan socialdemócratas como Francia o Finlandia.

No: si numerosos economistas y periodistas se lanzaron a la piscina de la identificación de Islandia con el mercado libre fue por dos motivos. El primero, relativamente disculpable, es que Islandia concluyó la privatización de su sistema bancario en 2003, y ya se sabe que cualquier país que privatice alguna de sus industrias —especialmente si es la que causa problemas— merece el sambenito de potencia ultraliberal. El segundo, sin embargo, no deja de ser un reflejo de la impotencia que muchos intervencionistas sintieron ante la crisis islandesa: cuando quebraron los bancos de la isla, en octubre de 2008, el Estado se planteó rescatarlos, pero se dio cuenta de que le resultaba del todo imposible, porque las deudas de la banca eran once veces superiores al PIB del país, y para más inri la mayor parte de ellas mismas en moneda extranjera.

Para los amamantados en el mito de la omnipotencia estatal, semejante fiasco, semejante ducha de agua fría, obviamente solo podía significar que algún tipo de perversa influencia estaba teniendo el ultracapitalismo. Lo que debería haber sido un choque de bruces con la realidad se convirtió en una coartada para seguir creyendo en las bondades del Estado, solo limitadas por la rapiña de los mercados libres.

El problema, sin embargo, es que nada de todo esto nos ayuda demasiado a esclarecer la realidad y a comprender qué sucedió en ese país europeo. Analizando con un poco de detalle la situación, podemos comprobar que el caso de Islandia no supone ninguna excepción con respecto al del resto de economías: sus bancos se

endeudaron masivamente a corto plazo para invertir a largo. En concreto, en algunos momentos de 2008 debían a 3 meses 500 000 millones de coronas islandesas más del dinero que tendrían disponible en ese mismo plazo; una cantidad que equivalía a más del 33% del PIB del país.

He expuesto de manera extensa las razones que incitaron a los bancos a emprender esa insostenible estrategia financiera en muchos otros artículos, así que me limitaré a sintetizarlas: los tipos de interés a largo plazo son bastante superiores a los tipos a corto, de modo que pueden lograrse cuantiosas ganancias tomando prestado al tipo bajo e invirtiendo al alto. Claro que esta estrategia, por rentable que sea, no deja de estar condenada al fracaso: si los pasivos de los bancos vencen mucho antes que sus activos, más pronto que tarde se encontrarán en una situación de iliquidez, antesala de la suspensión de pagos. Que esto último no se produzca se debe simplemente a las permanentes intervenciones de los bancos centrales en los mercados interbancarios tendentes a refinanciar y sostener a los bancos con mayores problemas de iliquidez; es decir: solo gracias a la manipulación que ejercen los bancos centrales sobre el dinero fiduciario de curso legal, que emiten en régimen de monopolio, los bancos privados pueden seguir endeudándose a corto e invirtiendo a largo, por mucho más tiempo del que sobrevivirían en un mercado libre.

Aun así, los bancos centrales no pueden retrasar indefinidamente el colapso de esta estrategia, ya que el problema subyacente es que se está invirtiendo a través del crédito mucho más de lo que se ha ahorrado, con el resultado de que la estructura productiva de la economía se distorsiona —con demasiada inversión demasiado alejada del consumo final—, y debe terminar reajustándose en forma de crisis económica.

En este sentido, pues, los bancos islandeses no fueron una *rara avis*. Si acaso, la nota más distintiva hay que buscarla en el hecho de que se endeudaran a corto en moneda extranjera para invertir a largo en moneda nacional. Dado que durante la primera década del siglo XXI los tipos de interés han estado mucho más bajos en Estados Unidos o en la zona del euro que en Islandia, los bancos islandeses emitieron enormes cantidades de deuda a corto plazo en moneda extranjera, que luego convertían en coronas islandesas (el indicador de la masa monetaria, M1, se multiplicó por 5,5 entre 2002 y 2007 frente a un incremento bastante más moderado del 16% en EE. UU.), y las prestaban a los ciudadanos islandeses. Es una práctica similar a la de los inversores que en España contrataron una hipoteca multdivisa tratando de aprovechar los menores tipos de interés hipotecarios de los sistemas monetarios extranjeros.

Para que nos hagamos una idea: casi el 70% de la deuda de los bancos islandeses había sido concertada en moneda extranjera, especialmente euros, dólares, libras y coronas noruegas. Parte de esa deuda se había vuelto a prestar a extranjeros (los

bancos islandeses actuaban en este caso como simples intermediarios financieros internacionales), pero otra porción muy significativa (unos 2,5 billones de coronas islandesas, casi dos veces el PIB de la isla) había ido dirigida a préstamos internos.

Esta enorme expansión del crédito se canalizó especialmente a la minería de aluminio y al sector de la construcción, y tuvo su reflejo en el saldo exterior de Islandia. Dado que los bancos habían concedido a los islandeses mucho más *poder de compra* del que los islandeses habían producido y ahorrado, las importaciones se dispararon: si en 2003 el déficit exterior era del 0%, en 2006 llegó a situarse en el 30% del PIB.

Todo este entramado —que a medio plazo implicaba un desembolso brutal en divisas extranjeras, de las que carecía el sistema bancario— podría haberse sostenido mal que bien si el banco central islandés hubiera tenido cantidades apreciables de reservas de divisa extranjera para hacer frente a tales pagos. Básicamente, podría haber intercambiado las coronas islandesas que tenían los bancos privados por los euros y los dólares que necesitaban. Sin embargo, la cantidad de divisas extranjeras que suelen hacer falta para este tipo de operaciones son de tal magnitud que los bancos centrales suelen mostrarse impotentes a la hora de la verdad. Para tomar alguna referencia: antes de sus respectivas crisis monetarias —en 1994 y 2001—, la deuda externa de México era 12 veces superior a sus reservas de divisas extranjeras, y la de Argentina 5; pues bien, la islandesa era, en octubre de 2008, 32 veces superior a las reservas de divisas del banco central, lo que claramente indicaba una fuerte incapacidad para atender los pagos extranjeros, especialmente los concentrados en los vencimientos más inmediatos.

Lo curioso es que casi nadie se percatara de los enormes desequilibrios que presentaba la economía. Para los bancos islandeses, ese volumen de deudas extranjeras significaba que, si en algún momento los mercados interbancarios internacionales se les cerraban, no podrían acudir al banco central islandés para refinanciarse, salvo por el importe de sus escuálidas reservas de divisas (aquel puede crear coronas islandesas, pero no dólares o euros). Pero parece que ninguno vio venir los problemas. De hecho, leyendo sus informes anuales uno tiene la impresión de que incluso se mostraban seguros de que contaban con sobradas divisas extranjeras como para atender todos los pagos futuros.

La fuente de esa ilusoria confianza eran uno de esos productos de ingeniería financiera que se desarrollaron a raíz del abandono del patrón oro: los *swaps* de divisas. Un *swap* de divisas no es más que un intercambio de los flujos de caja futuros que recibirán los implicados en sus respectivas monedas. Imagine que un empresario español vende su mercancía a Estados Unidos y que, por tanto, cobra en dólares pero que, al mismo tiempo, paga su hipoteca en España en euros; e imagine también que en Estados Unidos hay un empresario en una posición análoga: vende a

España y cobra en euros pero paga su hipoteca en dólares. Si los dos empresarios se quedan de brazos cruzados, se enfrentarán al muy temido *riesgo de cambio*, esto es, a la posibilidad de que, por ejemplo, el dólar se deprecie muchísimo y, por seguir con el ejemplo de arriba, el empresario español vea dispararse el coste real de su deuda en euros (como debe convertir sus ingresos en dólares en euros para pagar la hipoteca, si el dólar se deprecia necesitará muchos más dólares que antes). Así pues, a ambos sujetos les interesa eliminar ese riesgo concertando un *swap*: el empresario español se compromete a entregar cada año una parte de sus beneficios en dólares al empresario estadounidense, a cambio de que este le entregue una parte de sus beneficios anuales en euros (por ejemplo, 100 000 euros a cambio de 130 000 dólares). El tipo de cambio se cierra en ese momento (1 euro por 1,3 dólares), y ya pueden olvidarse de la cotización internacional de las divisas.

Los bancos islandeses suscribieron multitud de *swaps* de divisas para tener cubiertas todas sus posiciones. Lo que no llegaron a comprender fue que el descalce de plazos, haberse endeudado muy a corto plazo e invertido a largo, arramblaba con la asistencia que pudieran prestarles los *swaps*. Si estás muy endeudado a corto en moneda extranjera, puede que llegue un momento en el que necesites de inmediato cantidades enormes de esa moneda extranjera, mientras que los *swaps* solo te proporcionan cada año una pequeña suma: la porción de la inversión a largo plazo que se recupera anualmente. Dicho de otra manera: si un banco ha pedido prestados 100 000 yenes para conceder una hipoteca de 100 000 euros, con un *swap* podrá convertir cada año en yenes la letra anual que pague su deudor (por ejemplo, 10 000 euros), pero no de repente la totalidad de la hipoteca.

Así pues, mientras los bancos centrales extranjeros seguían expandiendo masivamente el crédito (entre 2002 y 2005), los bancos islandeses no tenían demasiados problemas para renovar sus deudas a corto plazo en moneda extranjera. Simplemente tenían que acudir a los mercados interbancarios y pedir una refinanciación de sus créditos. No obstante, cuando a partir de 2006 el grifo del interbancario comienza a cerrarse, Islandia empieza a experimentar graves dificultades en forma de inflación y depreciación de la corona. Sin embargo, las fuertes subidas de los tipos de interés (del 9 al 12,75%) dictadas por el banco central consiguen frenar el proceso inflacionario y postergarlo; hasta que la crisis de liquidez se manifiesta en toda su intensidad: agosto de 2007.

A partir de esa fecha, para atender a sus pagos en divisa extranjera, a los bancos islandeses no les queda más remedio que pedir prestadas coronas al banco central e intercambiarlas por euros, dólares y demás monedas, lo cual provocará una intensísima depreciación de la corona, hasta el punto de que en marzo de 2008 esta había perdido el 30% de su valor con respecto al euro.

El banco central islandés continúa aumentando los tipos de interés hasta llegar al

15% en septiembre de 2008, tanto para limitar las peticiones de crédito de los bancos como, sobre todo, para conseguir que los extranjeros conviertan sus monedas en coronas y las depositen al 15% en la isla. Además, en ese período también logra que el banco central de Noruega le conceda un crédito extraordinario para poder refinanciar las deudas nominadas en coronas noruegas. Los esfuerzos no son del todo en vano, porque, aunque la inflación sigue escalando hasta el 14%, la depreciación de la corona islandesa se detiene.

Sin embargo, este encaje de bolillos salta por los aires cuando quiebra Lehman Brothers y el pánico se extiende por todos los mercados financieros del mundo. A partir de ese momento, el crédito se restringe de manera muy considerable y los tres grandes bancos islandeses —el Glitnir, el Landsbanki y el Kaupthing— entran en quiebra, a raíz de lo cual pasan a ser controlados por el Estado. Si hubieran dispuesto de créditos a corto plazo, habrían podido hacer frente a sus obligaciones a corto, o, en caso de que hubieran tenido sus deudas a corto en moneda nacional, el banco central podría haber refinanciado sus operaciones durante un tiempo. Pero como no era ninguno de esos casos, se veían forzados a vender sus activos a largo plazo en moneda nacional para acudir con las resultas a los mercados internacionales de divisas para obtener moneda extranjera a un precio cada vez más alto (ya que necesitaban comprar grandes cantidades de moneda extranjera de manera inminente, y además la expectativa era que la corona se siguiera depreciando). Con lo cual sus activos sufrían un doble recorte: el descuento derivado de vender en grandes cantidades activos a largo plazo y el descuento derivado de convertir apresuradamente el dinero de esa venta en moneda extranjera. Ese doble recorte daba lugar, necesariamente, a su bancarrota.

Como es lógico, esas quiebras generalizaron la desconfianza en la corona islandesa (ya que nadie quiere poseer depósitos en un banco quebrado), y su depreciación se hizo aún más intensa: en un solo mes pierde el 60% de su valor; con lo cual la sociedad islandesa se ve sumida de súbito en una autarquía de facto ante la imposibilidad de seguir importando: incluso hubo problemas de abastecimiento de comida.

Por su parte, el mercado bursátil islandés, cuyo valor dependía en tres cuartas partes de los tres grandes bancos, se derrumbará después de haber estado cerrado más de una semana: el 15 de octubre pasa de 3004 puntos a apenas 678 (lejos quedaba su máximo histórico de 9000, en 2007). Todos los que habían invertido allí perdieron, pues, sus ahorros.

Ante la gravedad de la situación, el Fondo Monetario Internacional interviene proporcionando una línea de crédito extraordinaria por importe de 2100 millones de dólares, que sin ser demasiado con respecto al monto total (alrededor del 3% de la deuda externa islandesa), sí permitía hacer frente a los compromisos de pago en



divisa extranjera a corto plazo y, por tanto, estabilizar el valor de la corona.

Desde entonces, la economía está en bancarrota técnica; pero sigue funcionando gracias al crédito exterior que le van proporcionando los países, al estilo de un deudor moroso al que se le va aplazando la hora del pago.

La mejor manera de comprender el caso de Islandia es, pues, que nos imaginemos el país como un gran banco que se endeudaba a corto plazo y prestaba a largo sin que tuviera, autónomamente, la posibilidad de refinanciar su deuda a corto (como habría sucedido durante un tiempo si su deuda hubiese estado nominada en coronas islandesas). Con semejante imagen en la cabeza, más de uno pensará que, efectivamente, el caso de Islandia es un fallo del libre mercado, ya que nadie obligó al banco «Islandia, S. A.» a asumir estrategias financieras tan descabelladas e insostenibles. Lo cual, claro, sería cierto... si pensáramos que el sistema financiero y monetario actual tiene algo de libre.

En realidad, si uno abandona la ceguera monetarista, la crisis de Islandia es todo un ejemplo de qué le puede suceder a un país en un sistema de dinero fiduciario nacional. Islandia simplemente se sumó a la expansión crediticia que llevaron a cabo los bancos centrales extranjeros —principalmente, la Reserva Federal y el Banco Central Europeo—, bajo la absurda hipótesis de que esas inyecciones continuas de liquidez que presionaban artificialmente a la baja los tipos de interés se mantendrían de por vida.

Nada de esto podría haber ocurrido —o al menos no durante un plazo tan prolongado, que fue lo que volvió dramática la situación en Islandia— en un sistema monetario de patrón oro. En ese marco, los bancos centrales no tienen la capacidad de crear dinero fiduciario nacional para refinanciar las deudas a corto plazo de sus bancos, con lo cual a estos no les resulta posible expandir el crédito sin respaldo previo de ahorro.

Por consiguiente, en un sistema de patrón oro Islandia no podría haberse endeudado masivamente a corto plazo ni en moneda nacional (oro) ni en moneda extranjera (oro), con lo cual no se habría producido la hipertrofia bancaria, que copó el mercado bursátil, ni los bancos (que hubieran sido más pequeños... y solventes) habrían quebrado. Además, el valor de la corona islandesa, al estar respaldado por el oro, no habría fluctuado lo más mínimo con respecto al de otras divisas (también respaldadas por el oro; con lo cual los tipos de cambio no variarían, serían fijos) y la sociedad islandesa no se habría visto desprovista de importaciones.

Por mucho que les pese a ciertos economistas adoradores del papel moneda, este tiene bien poco que ver con el libre mercado, ya que es fruto de una imposición estatal (monopolio de emisión más curso forzoso) destinada a privilegiar a los bancos privados y a su insostenible estrategia de descalce de plazos. Y por el mismo motivo, los fallidos *swaps* de divisas no son un instrumento espontáneo de los mercados

libres, sino un mecanismo para tratar de paliar, muy parcialmente, los problemas que genera el abandono del patrón oro.

Sí, los bancos islandeses actuaron libremente, pero solo dentro de un marco impuesto por el Estado que genera los perversos incentivos para que estas cosas sucedan de manera regular (ciclos económicos). Echar la culpa del colapso islandés al libre mercado sería tanto como decir que la culpa de que un preso que no ha recibido alimento alguno durante semanas es del propio preso porque era libre para deambular por su celda... y aun así no hizo nada para evitar la inanición.

*La Ilustración Liberal*, n.º 41  
Otoño 2009.

## Posner, otra víctima de Keynes

Los lobos intervencionistas con piel de cordero domesticado que aceptaron el mercado a regañadientes, como un punto intermedio virtuoso entre el socialismo y el capitalismo, andan desbocados.

Dado que nunca comprendieron el funcionamiento de la economía y los mercados, se contentaron con una moderada transacción entre la libertad y la coacción que enseguida travistieron de ciencia: lo mejor cuando no tienes ni idea sobre un tema es no tomar partido.

Pero el sesgo intervencionista de sus planteamientos no desapareció, y a las primeras de cambio, con la crisis, se han echado al monte. Es el caso, entre otros, de Richard Posner, profesor de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chicago y uno de los padres del análisis económico del Derecho.

No es que Posner fuera antes un gran defensor del capitalismo con anterioridad a la crisis. Así, por ejemplo, acusó a alguien tan tibiamente liberal como Milton Friedman de confiar en los mercados más por fe que por ciencia. O, recientemente, reflexionando sobre la muerte del conservadurismo estadounidense, afirmó que su tipo de gobierno ideal se alcanzó durante la era Clinton, momento en el que, entre otras cosas, la presión fiscal se situó en sus niveles más altos desde el New Deal.

Sin embargo, parece que este verano el juez Posner ha concluido algunas lecturitas que tenía pendientes desde hacía unas cuantas décadas y, vaya por dónde, se ha convertido al keynesiasmo. En un propagandístico artículo publicado la semana pasada, Posner nos relata cómo tras la quiebra de Lehman Brothers se planteó leer la *Teoría General* de John Maynard Keynes, ante la evidencia de que la teoría económica ortodoxa carecía de respuestas y explicaciones para lo que estamos viviendo. Una línea de razonamiento, por cierto, muy similar a la que ya glosamos de Paul Krugman y que acierta en el diagnóstico (los llamados economistas no saben de economía) pero fracasa estrepitosamente en las recetas (hay que volver a Keynes).

Posner, el mismo que acusaba a Friedman de irracional defensor del mercado y propugnaba un análisis más científico de la realidad, se deshace en elogios hacia Keynes, «el mejor economista del siglo xx», y su obra, «la mejor guía disponible para entender la crisis». Sorprende el entusiasmo del nuevo converso, sobre todo cuando este reputado economista, a sus 70 años, todavía no había leído un libro tan equivocado pero no por ello menos importante como la *Teoría General*. ¿Qué fiabilidad merece el juicio de un lector parcial, tendencioso y que abraza casi de

manera acrítica un libro tan archirrefutado como el de Keynes? ¿Qué comprensión de los fenómenos económicos podemos esperar que posea? Probablemente la misma que antes de su bautizo keynesiano: ninguna.

Posner expone a lo largo de su artículo la explicación keynesiana de las crisis económicas, que podemos resumir así: la renta de una sociedad puede destinarse al consumo, a la inversión o al atesoramiento; consumo e inversión son actividades productivas que permiten contratar a los trabajadores y poner en marcha la economía; pero el atesoramiento de dinero supone dejar ociosos algunos recursos, de modo que una parte de los trabajadores no encontrará ocupación y tendrá que disminuir su consumo y su inversión, arrastrando así al resto de la economía. Dado que los mercados libres se enfrentan a una incertidumbre inerradicable que los empresarios intentan combatir mediante el atesoramiento de dinero, habrá una parte de la economía que tienda a permanecer pasiva. La misión del Estado es, por un lado, buscar empleo a esos recursos ociosos (mediante rebajas de tipos de interés o incrementos del gasto público) y, por otro, reducir la incertidumbre (de nuevo, garantizando los beneficios al empresariado con proyectos sufragados por el erario público).

Aunque los errores de Keynes son numerosos, y su exposición y crítica nos llevaría más que un artículo periodístico, sí podemos seguir la estela de Posner al sintetizar las tres proposiciones básicas del keynesianismo: a) el consumo es el fin de una sociedad; por tanto, cuanto más se consume, más riqueza se genera; b) el atesoramiento es destructivo para la economía; c) la incertidumbre futura afecta negativamente a la inversión a largo plazo porque los empresarios solo la combaten mediante el atesoramiento.

La primera de estas hipótesis probablemente sea la más absurda, y sorprende que un tipo como Posner no le encuentre pega alguna. De acuerdo con Keynes, cuanto mayor porcentaje de nuestra renta gastemos en consumir, más productivas serán nuestras inversiones. Así, si los consumidores gastan 90 euros de cada 100, los empresarios recibirán ese dinero como ingresos, lo que a su vez constituirá su renta, que destinarán también en un 90% (esto es, 81 euros) a comprar los bienes de otros empresarios, quienes, a su vez, volverán a gastar el 90% (72 euros) en otros bienes... Al final, pues, si la gente gasta en consumir el 90% de su renta, cada euro que nos proporcione una inversión se multiplicará por 10; en cambio, si por ejemplo la gente solo gasta el 20%, cada euro solo se multiplicará por 1,25.

Deberíamos pensar que esta explicación cojea por alguna parte desde el momento en que repararemos en que, si todos gastáramos el 100% de nuestras rentas, en teoría cada euro que proporcionara la inversión debería multiplicarse por infinito; esto es, bastaría que todos dejáramos de ahorrar para que la escasez sobre la Tierra terminase. Pero esto es profundamente antiintuitivo, ya que todos somos conscientes de que, si

los empresarios dejan de invertir en sus empresas, nuestros bienes de capital se depreciarían, y si las familias dejaran de ahorrar no habría dinero para financiar proyectos de inversión a largo plazo, como viviendas, investigaciones, grandes infraestructuras... Esto es, si todos dejáramos de ahorrar, destruiríamos la civilización.

El truco que emplea Keynes es tan primario que los que no se preocupan por buscar explicaciones causales y realistas dentro de la economía suelen ser presa fácil de él. Básicamente, Keynes se fija en que la Renta Agregada (o el PIB) es igual a consumo + inversión. Así, supongamos que el PIB es 10, el consumo 9 y la inversión 1 ( $10 = 9 + 1$ ); parece claro que entonces la inversión es una décima parte del PIB, o lo que es lo mismo, el PIB es diez veces la inversión. Esto le sirve a Keynes para dar un salto al vacío y suponer que si la inversión se incrementa de 1 a 2, el PIB también lo hará de 10 a 20, cuando en puridad pasaría de 10 a 11 ( $11 = 9 + 2$ ). El economista de Cambridge confunde las relaciones causales (cada punto de inversión multiplica por 10 la renta) con las funcionales (en estos momentos, la renta es 10 veces mayor que la inversión).

Más consumo no nos llevaría a más riqueza, sino a matar y cocinar la gallina de los huevos de oro. En el fondo de este disparate, sin embargo, subyace la idea de que todo deseo de consumo presente se transforma automáticamente en producción; en realidad, por el contrario, nuestro consumo actual es fruto de la producción pasada, que fue financiada con un volumen de ahorro tan elevado como para permitir, por ejemplo, en el caso de las ventas de coches, que los trabajadores de las minas cobraran hace años sus salarios puntualmente a fin de mes, aun cuando el aluminio que extrajeron en aquel remoto pasado solo se haya terminado de vender ahora y en forma de vehículo.

La siguiente proposición de Keynes que Posner defiende es que el atesoramiento es no solo inútil sino perjudicial para el funcionamiento de una economía. La idea es que atesorar dinero equivale a dejar ociosa una parte de los recursos de la sociedad, que se correspondería precisamente con los factores desempleados. Keynes viene a decir: si de cada 10 euros se consumen 7, se invierten 2 y se atesora 1, el poder adquisitivo contenido en los euros atesorados no se empleará para contratar a trabajadores y otros factores productivos, que quedarán por tanto desempleados. Es lo que el inglés llamaba «equilibrio con desempleo».

En realidad, sin embargo, el atesoramiento de dinero cumple funciones muy importantes en la vida empresarial; funciones que resultan insustituibles para su correcto funcionamiento. Primero, es la única manera en que los consumidores pueden protestar contra los empresarios que les ofrecen lo que no demandan: en este caso, el atesoramiento es una manera de forzar la reconversión de la estructura productiva a una más acorde con los deseos de aquellos. Como decía Jacques Rueff:

«Demandar liquidez no es no demandar nada, como creía Keynes; es demandar riqueza que pueda ser monetizada dentro de nuestro sistema monetario. Y, por tanto, como cualquier otra demanda, pone en funcionamiento las fuerzas del mercado». Y, segundo, el atesoramiento equivale a un fondo del que los agentes económicos pueden echar mano para adaptarse rápidamente a los cambios imprevistos. Sin dinero atesorado, las empresas y las familias apenas tienen capacidad para modificar su conducta de manera rápida y para corregir sus errores.

Posner se queja de que los bancos estén «atesorando dinero en lugar de prestarlo», y denuncia que el atesoramiento por parte de las familias «se ha cargado al sector minorista de Estados Unidos». En realidad, no tiene en cuenta que probablemente ese sector minorista era artificialmente grande debido a un crédito al consumo falsamente asequible, fruto de las expansiones crediticias del sistema bancario. No olvidemos que un crédito supone un mayor consumo presente a costa de un menor consumo futuro, y probablemente las familias estadounidenses se hayan dado cuenta de que su renta no se va a incrementar indefinidamente gracias al endeudamiento masivo de la sociedad y prefieran reducir este fuerte desequilibrio temporal. La afirmación de Posner sería tanto como decir que en España los promotores inmobiliarios han quebrado por el exceso de incertidumbre; mire, no: han quebrado porque producían vivienda a unos precios insostenibles.

El atesoramiento solo es un problema si existen fuertes rigideces de precios que impiden que la economía se adapte al cambio que exigen los consumidores y los inversores. Pero entonces el énfasis de las reformas keynesianas debería situarse no en multiplicar el gasto público, sino en flexibilizar los mercados. Algo que desde luego no sucede, ya que en opinión de Keynes incluso podría resultar contraproducente para la recuperación.

Por último, Posner también rescata la muy keynesiana idea de que la única respuesta que adoptan los agentes económicos ante un incremento de la incertidumbre futura es el atesoramiento. A este respecto, conviene tener presente que Keynes era un economista muy cortoplacista, que no comprendía adecuadamente los mercados de valores y que amasó su fortuna no invirtiendo a largo plazo, sino especulando a corto.

Por las mismas fechas en que redactaba su *Teoría General*, dos exitosos inversores, Benjamin Graham y David Dodd, publicaban el que probablemente sea el libro más completo sobre este tema: *Security Analysis*. En él acuñaron el concepto de *margen de seguridad* de un activo financiero, definido como la diferencia entre el valor intrínseco y el precio de mercado del propio activo. Básicamente, ¿compraría usted hoy un piso de 100 metros cuadrados en la calle Serrano por 50 000 euros? Por muy alta que sea la incertidumbre, seguramente sí lo haría, porque es consciente de que el precio de ese inmueble nunca caerá por debajo de esa cifra.

Ante un estallido de incertidumbre en el mercado, los empresarios no tienen por qué atesorar toda su renta y negarse a invertirla, sino que pueden hacerlo en aquellos proyectos que les ofrezcan un mayor margen de seguridad. La respuesta a una mayor incertidumbre no tiene por qué ser más atesoramiento, sino la exigencia de mejores precios, lo que nos devuelve a la necesidad de eliminar rigideces artificiales en el mercado.

Puede que los especuladores como Keynes se muevan por lo que él llamaba *animal spirits* y la mentalidad de ganado, pero los grandes inversores a largo plazo, como Warren Buffett o como los directivos de cualquier gran empresa, se mueven por los precios que les ofrece el mercado en cada momento: aprovechan los pánicos como una oportunidad y, como mucho, se limitan a controlar mejor dónde colocan su dinero (¿o acaso las grandes empresas han cesado completamente de invertir en nuevos proyectos durante la crisis?).

Siendo graves todos los errores de Keynes, hay que decir que son destellos de una realidad mucho más compleja que ni el inglés ni por supuesto Posner han llegado a comprender. Keynes se obsesionaba con que la inversión fuera inferior al ahorro, y nunca llegó a plantearse qué sucedería si la inversión superaba al ahorro merced a manipulaciones del crédito. Hoy son muchos los que, como Posner, siguen sin comprender este punto, y por eso se suman a los arúspices-economistas del siglo xx que preferían escrutar las tripas de un pollo antes que estudiar la realidad.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
29 de septiembre de 2009.





## La corta vida de la burbuja Zapatero

Qué poco dura la alegría en la casa del pobre, deben pensar en La Moncloa. O no, porque probablemente nada de esto les venga por sorpresa. Lo que durante tres exigüos meses se nos vendió como un éxito indiscutible de ese agujero de más de 8000 millones de euros llamado Plan E ha llegado a su fin. Vaya novedad.

Por ponerlo un poco en perspectiva, entre mayo y julio se han creado en España, merced a abrir zanjas, taparlas y volver a cavar, 100 000 puestos de trabajo, bastante menos de los que se destruyeron en marzo y abril —160 000— y casi los mismos —120 000— que se crearon durante idéntico período de 2006 y sin necesidad de plan E alguno.

Se me dirá, claro, que en 2006 estábamos todavía en medio de esa burbuja crediticia que el Banco Central Europeo creó y que nuestros bancos y sobre todo cajas de ahorros —eso es lo que se llama desregulación financiera— tan bien supieron canalizar y amplificar. Y es verdad; sin embargo, ¿qué otra cosa ha sido el Plan E salvo un intento *in extremis* de perpetuar la burbuja de la construcción? Si, ya sé que al Gobierno se le ha llenado la boca prometiendo un cambio en el patrón de crecimiento español, pero no nos engañemos: aunque tal tarea no compete al Ejecutivo, sino a cada uno de los empresarios que día a día tratan de localizar oportunidades de beneficio y aprovecharlas, ni siquiera se ha seguido semejante rumbo.

El PSOE, como mucho, podía facilitar el proceso de ajuste: dejar que se hundiera la construcción —sin rescatar a las promotoras, sin reformar la ley concursal, sin retrasar tanto como sea posible la quiebra de cualquier banco y sin planes E—, que se ajustaran precios y salarios —rebajando las cotizaciones a la Seguridad Social y poniendo fin a ese instrumento propio del fascismo mussoliniano y análogo a los comités paritarios de Primo de Rivera, llamado negociación colectiva— y, por tanto, que los factores productivos de nuestra economía se recolocaran en industrias exportadoras que, poco a poco, nos permitieran ir amortizando nuestra elefantiásica deuda exterior.



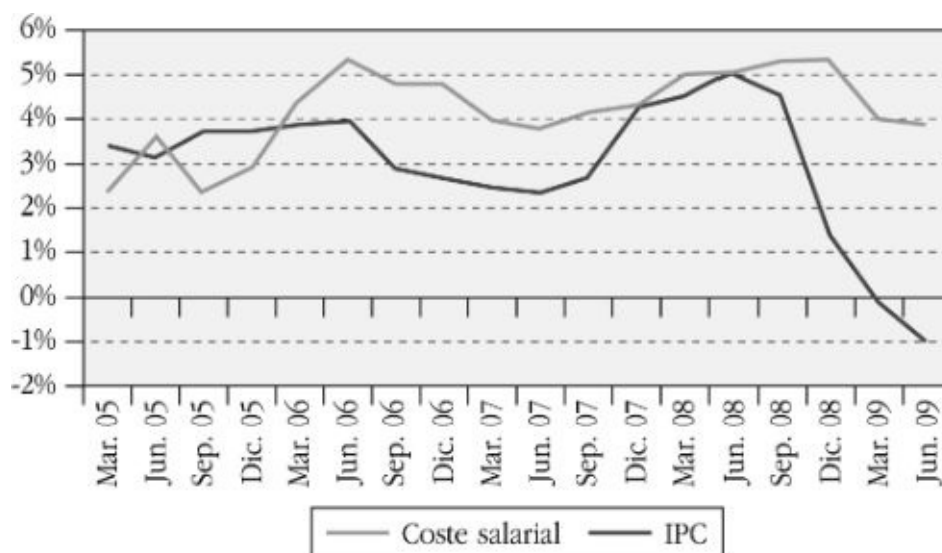
Pero no. Los socialistas prefirieron dificultar cualquier reajuste privado de la economía y teledirigir el cambio de modelo productivo de manera centralizada. Primero exprimiendo los últimos estertores de la burbuja de la construcción, recolocando a los trabajadores y empresarios desde el ladrillo privado —carísimos inmuebles que nadie quería ni podía pagar— hacia el ladrillo público —innecesarias obras de remodelación urbana por las que nadie hubiese pagado ni un céntimo en tiempo de crisis—. Ahí se ven los salvíficos efectos del Plan E: entre mayo y julio el sector donde más cae el paro en términos relativos es el de la construcción. Bendito cambio de patrón de crecimiento que en su agonía ya ha destruido entre agosto y septiembre un número mayor de empleos a todos los creados artificialmente por el Plan E.

Segundo, el Gobierno no solo no facilitó las minoraciones de precios y salarios que podrían haber permitido el surgimiento de nuevas industrias competitivas y

rentables. Al contrario, se cerró en banda en el mal llamado diálogo social, levantando el puño como si en Rodiezmo estuvieran, e impidió la muy necesaria contención salarial.

Vean en el siguiente gráfico la peculiar evolución que precios y salarios han tenido en España durante el último año.

PRECIOS Y SALARIOS EN ESPAÑA (INE)



Desde septiembre de 2008 el IPC empieza a hundirse y en cambio los costes salariales siguen aumentando a ritmos del burbujeante año 2006. ¿En qué se traduce esto? Pues muy sencillo: precios decrecientes y costes crecientes para los empresarios. O, por traducirlo a lo que todo el mundo entiende, menos rentabilidad y competitividad de nuestras empresas que, poco a poco, van echando el cierre y despidiendo trabajadores.

Y claro, con esto llegamos a la última fase del cambio de modelo productivo comandado por Zapatero: impuestos más altos para financiar todavía más obra pública y, sobre todo, más subsidios de desempleo. Precioso panorama: el PSOE impide a los españoles trabajar por lo que pasa a convertirlos en parásitos de los empresarios, de los trabajadores que todavía trabajan y —no lo olvidemos— de todos nuestros hijos.

Desde luego, si nuestro presidente del Gobierno fuera consejero delegado de cualquier compañía, lo tendría algo difícil para llegar a fin de mes: vacaciones indefinidas pero remuneradas para toda su plantilla. Vamos, que a menos que haya descubierto la piedra filosofal, en unas semanas estaría quebrada y disuelta. Lástima que Zapatero no dirija una fallida empresa, sino un fallido Estado cuya capacidad de expolio le permite seguir endeudándose y tirando artificialmente del carro aún cuando esté cayendo en picado.

Y luego Salgado regaña al FMI porque en sus negros augurios no han valorado la

influencia que va a tener sobre nuestro crecimiento el falseado proyecto de presupuestos para 2010. Probablemente no lo hayan hecho, porque si no, en lugar de pronosticar una recesión del 0,7%, habrían al menos triplicado el ritmo de caída. Pero ¿qué más dará una mentirijilla adicional?

*Libertad Digital*  
2 de octubre de 2009.

## Un keynesiano contra Keynes

Pese a que la crisis ha puesto de manifiesto la bancarrota de muchos modelos macroeconómicos de inspiración monetarista y keynesiana, parece que solo los primeros —primos hermanos de los segundos— han pagado los platos rotos de sus limitaciones teóricas.

De hecho, ya hemos comentado aquí que el keynesianismo está cobrando inmerecidamente nuevos bríos no solo entre una clase política siempre ahíta de extender su intervencionismo, sino entre una desorientada Academia que parece guiarse por el principio de arrimarse al sol que más calienta en lugar de dedicarse al estudio reflexivo de la ciencia económica.

El caso conocido más reciente es el del juez Posner, quien con la fe del converso ha estado a punto de levantar con sus propias manos una estatua a Keynes frente a Wall Street. Como ya dije, no es algo que deba extrañarnos; como comentaba el austriaco Gerald O'Driscoll, si sus cándidos compañeros de universidad —los economistas de Chicago— solo sabían acrecentar la cantidad de escombros teóricos que ha de soportar nuestra ciencia, es normal que legos en la materia como Posner se acerquen ahora a Keynes.

Ahora bien, no toda la profesión económica está degenerando a pasos agigantados. A diferencia de los propagandistas como Krugman o de los iniciados como Posner, hay keynesianos que han dedicado su vida, más que a adorar al maestro, a leerlo, estudiarlo, comprenderlo y desarrollarlo; y, vaya por dónde, han descubierto que la presente crisis no encaja demasiado bien en el marco analítico keynesiano.

Es el caso del economista sueco Axel Leijonhufvud, uno de los mayores expertos en Keynes, a quien dedicó su tesis doctoral (*Sobre la teoría keynesiana y la economía de Keynes*) para defenderlo de la reformulación que de su obra había perpetrado John Hicks con el modelo IS-LM.

Pues bien, ¿qué opinión tiene este analítico y sesudo keynesiano de la crisis actual? ¿Acaso considera, en la línea del neoconverso Posner o del cronista Krugman, que viene a refrendar punto por punto las teorías de su maestro? Bueno, no exactamente:

«La crisis actual se ha desarrollado de una forma prácticamente opuesta a la descrita por Keynes en su *Teoría General*».

Sí, ha leído bien. Uno de los mayores conocedores y admiradores de la obra de

Keynes reconoce que la crisis no tiene casi nada que ver con la teoría keynesiana:

«¿Podemos aprender algo de Keynes que sea relevante para la crisis actual? La verdad es que no encuentro su *Teoría General* demasiado útil. Una vez asimilada la advertencia de que no se puede dejar que la economía real se vea influida por los tejemanejes de un casino, ¿qué nos queda?».

Al fin y al cabo, Leijonhufvud recuerda que Keynes desarrolló sus teorías en un contexto bastante distinto al actual: su país, la Inglaterra de los años 20, tenía una tasa de ganancias decreciente tras la Primera Guerra Mundial y unos tipos de interés artificialmente elevados. Sin embargo, los Estados Unidos que han padecido la llamada *crisis subprime* han vivido una situación bastante diferente:

«La Fed ha podido mantener los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, [generando] una burbuja de activos combinada con un deterioro general de la calidad del crédito... y esto tiene poco que ver con la narrativa keynesiana».

Entonces, si según el lumbreras de Krugman la macroeconomía neoclásica está en crisis y solo podría ser sustituida por las historietas keynesianas pero, según Leijonhufvud, Keynes tampoco nos sirve de nada, ¿acaso no hay una teoría económica que nos permita explicar qué ha sucedido? Personalmente, ya di mi opinión: la teoría austriaca del ciclo económico encaja como un guante en los hechos que hemos vivido. ¿Pero qué opina al respecto Leijonhufvud?

«Con Greenspan, la Reserva Federal (...) aplicó una política de tipos de interés artificialmente bajos. El resultado fue, desde luego, más keynesiano que monetarista, pero también más austriaco que keynesiano: no hubo inflación en términos de IPC, pero sí una enérgica inflación de activos y una muy preocupante caída en la calidad del crédito».

Ahora bien, el economista sueco tampoco abraza absolutamente las teorías austriacas, sino que se muestra favorable a combinarlas con las de otro economista estadounidense fallecido:

«Lo que ha sucedido tiene bastante que ver con una variación de la teoría austriaca de la sobreinversión (o mala inversión). Pero Mises y Hayek tampoco tienen mucho que decir acerca del lado financiero de un *boom* causado por la sobreinversión. Para ello deberemos recurrir a Hyman Minsky».

Dicho de otra manera: el keynesiano Leijonhufvud apuesta por una combinación de las teorías austriacas con las de Minsky para explicar la crisis. Es cierto, en este sentido, que Minsky se consideraba a sí mismo un sucesor de Keynes, pero como el propio Leijonhufvud y otros economistas han puesto de manifiesto «la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky es totalmente contraria a la teoría keynesiana de que la economía gravita a un equilibrio con desempleo».

¿Por qué Leijonhufvud opta por combinar las teorías de Mises y Hayek con las de

Minsky y no se queda exclusivamente con las austriacas? Por lo que se desprende de su artículo, simplemente por un problema de interpretación de la teoría austriaca: el economista sueco piensa que la teoría austriaca explica siempre las expansiones crediticias a partir de la manipulación de los tipos de interés por parte del banco central. Pero, según el propio Leijonhufvud, «los errores del banco central no explican por sí solos la expansión de los *credit default swaps* o de los CDO cuadrados y cubos. Todo esto encaja de manera más natural en la obra de Minsky». Sin amargo, lo cierto es que la teoría austriaca no considera que el banco central sea el único desencadenante de la expansión crediticia, sino que esta es una consecuencia de los privilegios jurídicos de la banca para endeudarse a corto plazo e invertir a largo.

Hayek, en *La teoría monetaria y el ciclo económico*, o Huerta de Soto, en *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, explican cómo las expansiones crediticias son fruto de las alocadas políticas de la banca comercial, sin necesidad de incluir a un banco central. Otra cosa es que todos los austriacos estén de acuerdo, y parece ser que Leijonhufvud también, en que los bancos centrales pueden inflar todavía más el crédito de lo que ya de por sí lo habría hecho la banca. Y eso es precisamente lo que sucedió a partir de 2001.

La diferencia entre Minsky y los austriacos se encontraría, por consiguiente, en que el primero piensa que el capitalismo es inherentemente inestable y que crisis como la actual tienden a reproducirse en ausencia de regulación, mientras que los austriacos sostienen que en un mercado libre —sin privilegios para la banca y con una desnacionalización monetaria— los ciclos económicos serían de muy corta duración y con efectos prácticamente imperceptibles: Minsky no se da cuenta de que, sin el apoyo estatal, las expansiones crediticias de la banca y del resto de agentes tendrían un recorrido muy breve.

En todo caso, el economista sueco reconoce que hay que tener en cuenta tanto a Hayek como a Minsky, y no se decanta por ninguno: «Ambas teorías tienen su validez; cuánta no es un tema que vayamos a dilucidar aquí». Pero lo cierto es que la descripción de la crisis que hace Leijonhufvud se acerca mucho a la que podría hacer cualquier austriaco, ya que incluso sitúa el «descalce de plazos entre activos y pasivos» como la clave para entender la expansión crediticia y la iliquidez de las entidades.

Tampoco se muestra el sueco muy entusiasta con las políticas de corte keynesiano que han aplicado los gobiernos y los bancos centrales en un momento en que los agentes económicos están sobreendeudados, y pone a Japón como referencia de sus críticas:

«Japón ejecutó políticas fiscales keynesianas (...) y se dilapidaron enormes cantidades de dinero en puentes que no llevaban a ninguna parte y en proyectos que —es de esperar— estaban algo más justificados, hasta que su deuda pública creció

tanto que se quedaron sin ganas de continuar. Todo para no lograr aparentemente nada. (...) La otra gran lección que debemos aprender de la experiencia japonesa es que, una vez que el sistema crediticio ha quebrado, las reducciones en los tipos de interés no sirven para contrarrestar la reducción de la demanda efectiva» (un diagnóstico, dicho sea de paso, idéntico al que algunos hicimos cuando Bernanke colocó los tipos al 0%).

En definitiva, no es que los austriacos estemos de acuerdo con todo lo que dice Leijonhufvud, ya que, al fin y al cabo, sigue siendo un keynesiano —por ejemplo, sí considera que la política fiscal tiene efectos multiplicadores cuando los agentes económicos son solventes, o que el capitalismo, como decíamos, es inherentemente inestable—, pero al menos es un keynesiano que se ha dado un baño de realismo, que ha leído a otras escuelas, que sabe bastante de finanzas y que reconoce cuándo sus ideas no encajan con los acontecimientos. Es, pues, todo lo contrario a un vocero como Krugman o a un fanático como Posner, que se pone a hacer reverencias a Keynes tras haber ignorado durante 70 años su obra.

Leijonhufvud y los austriacos hablan más o menos el mismo lenguaje: el de una ciencia económica que debe seguir avanzando mediante la reflexión, la discusión y el contraste de opiniones fundamentadas. Gente como Krugman, Posner o la mayoría de chicaguenses está más interesada en la propaganda, en la agitación y en vivir de las rentas en sus torres de marfil que en hacer progresar la teoría económica; Leijonhufvud y los austriacos, no. Como parece sugerirles el sueco: «La humildad ante la realidad que pretendemos analizar es también una lección que deberíamos aprender de Keynes». El problema, Leijonhufvud, es que ellos nunca han pretendido analizar la realidad.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
6 de octubre de 2009.



## La receta de UGT contra el paro

Inusitada *finezza* la de José Ricardo Martínez, secretario general de UGT en Madrid, mandando al gobernador (que no presidente, José Ricardo) del Banco de España «a su puta casa». Ponderadas palabras propias de un estadista que resumen el buen talante negociador y el «ejemplar comportamiento» de nuestras centrales sindicales.

Y mientras estos paniaguados de la izquierda se tiran los trastos a la cabeza, el desempleo supera los cuatro millones de parados en España y llevamos gastados en el último año la friolera de 30 000 millones de euros en prestaciones de desempleo porque nuestro muy flexible mercado laboral es incapaz de crear ni un solo puesto de trabajo.

Pero, ¿cuánto son 30 000 millones? Para no perdernos en las grandes cifras: para empezar, es algo así como el doble de lo que pretende ingresar el Gobierno con la recientemente aprobada subida de impuestos. Es prácticamente la mitad de lo que se recaudó por IRPF en 2008, el 60% de los ingresos por IVA y más de lo que obtiene por todo el Impuesto de Sociedades.

Dicho de otra manera, nuestra endémica incapacidad para crear empleo nos impide recortar el IRPF en un 50%, el IVA en un 60% o eliminar por completo el Impuesto de Sociedades. ¿Se imaginan qué impulso adquiriría la economía española si alguna de estas medidas se adoptara?

Mejor no lo piense mucho que igual se le revuelve el estómago. Limítese a mostrar una ligera indignación mientras se pregunta a qué o a quién se debe que cuatro millones de personas no encuentren ni un empleo: pues en esencia a estos visionarios sindicalistas que combinan el cariño hacia el socialista Zapatero con las elegantes admoniciones al socialista MAFO para que regrese al calor hogareño de «su puta casa».

Recuerde lector que estos locuaces individuos, esas plumas delicadas que en apenas un exabrupto sintetizan la calidad de sus ideas, son quienes dirigen ese infame proceso llamado de «negociación colectiva» por el que los salarios en España son incapaces de ajustarse aun cuando los ingresos empresariales se estén hundiendo. Son ellos a quienes se les ha investido con la categoría política de «agentes sociales», facultados para negociar de tú a tú con una entente gubernamental y patronal para decidir las condiciones por las que se van a regir todos los trabajadores y empresarios de España. Son ellos quienes viven de los salarios de los proletarios y de los beneficios de los empresarios sin dar un palo al agua con la excusa de disponer de

tiempo libre para desarrollar con esta exquisita prosa sus aportaciones al drama económico que vive nuestro país. Son ellos, en definitiva, quienes siguen instalados en una retórica cuasi marxista para justificar su parasitismo político y económico de la sociedad española.

Tamaños poderes y privilegios para tan gran inteligencia y responsabilidad. ¿Qué sería de nuestro país si no eleváramos a la categoría de planificadores sociales a tan templados personajes? Imaginen a las huestes sindicales engrosando las listas de paro y buscando empleo con su característica buena educación. Si es que no puede ser: cuatro millones de parados son un precio más que equitativo para que los liberados no pasen por semejante trance. De momento, pues, que sigan siendo estos mantenidos de la «puta casa» quienes marquen la política laboral del Gobierno y que prosiga la sangría de parados y de gasto público. Total, paga el contribuyente.

*Libertad Digital*  
7 de octubre de 2009.

## España, una ciénaga keynesiana

Entre 2001 y 2007 España experimentó la que probablemente haya sido la mayor burbuja inmobiliaria del mundo gracias a que alrededor del 60% de todos los créditos de un sistema financiero tremendamente endeudado con el extranjero se dirigieron hacia el ladrillo. España, pues, rezuma deuda por todos los costados después de haber vivido durante años muy por encima de sus posibilidades.

¿Y con qué instrumentos contamos para amortizarla? Apenas una rígida economía preparada para producir, eso sí, más de medio millón de inmuebles anuales a unos precios totalmente sobrevalorados que, consecuentemente, nadie ni en España ni en el extranjero está dispuesto a pagar. Por consiguiente, es claro que nuestro aparato productivo debe someterse a un fuerte correctivo que desvíe a trabajadores y bienes de capital a otras áreas de la economía que les permitan generar superávits externos con los que ir saldando nuestra abultada deuda.

Parece de sentido común, ¿no? Pues no. Para el cerril keynesianismo que nos desgobierna la clave es otra: España no padece un problema de deuda y de competitividad, no. Tan solo atraviesa un bache, fruto de una inexplicable e injustificable contracción crediticia internacional, que nos impide aprovechar al máximo todo nuestro potencial. Sería un error, por tanto, quedarnos de brazos cruzados esperando que la situación crediticia se normalice porque, de hecho, podría llegar a agravarse si no la confrontamos activamente: una producción por debajo de nuestro potencial implica una renta futura menor que no nos permitirá amortizar nuestra deuda lo suficientemente (perpetuando la contracción del crédito).

La conclusión keynesiana es, pues, diametralmente opuesta a la que dicta el sentido común: es necesario que el único agente —el Estado— que tiene músculo financiero suficiente para seguir endeudándose en estos tiempos de tribulación lo haga con la finalidad de «movilizar» el espíritu nacional y los recursos ociosos. Será un endeudamiento adicional que se autoliquidará y que a la larga será más beneficioso que esperar a que el mercado se recupere.

Tomando como base estas delirantes ideas, el Ejecutivo de José Luis Rodríguez Zapatero está llevado a cabo una desastrosa política económica que solo tiene como resultado el progresivo empeoramiento de la situación española. Así, convencido de que la economía gozaba de perfecta salud antes de 2008 y de que apenas eran necesarios meros ajustes de matiz que el Estado podía implementar por decreto ley, ha bloqueado sistemáticamente cualquier intento de liberalizar el muy inflexible

mercado laboral español dominado por las centrales sindicales. ¿Resultado? En pleno período de deflación de precios, derivado del hundimiento de la demanda por unos productos escasamente competitivos, los costes salariales no paran de aumentar. Así, entre junio de 2008 y junio de 2009 el IPC ha caído un 1%, mientras que los costes salariales han crecido un 4%.

¿Qué competitividad puede ganarse cuando los costes de producción no dejan de aumentar? Poca o ninguna, tal y como atestigua que la tasa de paro en España se aproxime al 20% y que en el último año el Gobierno se haya gastado alrededor de 30 000 millones de euros (el 3% del PIB) en prestaciones al desempleo. Así es como crea riqueza la alternativa keynesiana: manteniendo rígidos los salarios y mandando a un gran porcentaje de los trabajadores al paro.

Pero como, según la visión keynesiana, en realidad tampoco era necesario ganar competitividad, sino simplemente darle un empujoncito a la demanda interna para estimular nuestra actividad, el Ejecutivo tampoco se ha preocupado demasiado ante la sangría laboral: si el mercado no contrata a los desempleados a salarios artificialmente elevados, el Estado lo hará.

Con esta lógica se pergeñó un suicida programa de obras públicas —conocido como Plan E— destinado a recolocar a los parados desde la construcción privada a la construcción estatal; como si pasar de un ladrillo artificialmente caro a otro eminentemente innecesario fuera a solucionar los problemas de nuestro caduco aparato productivo.

¿Resultados? Pocos más que dilapidar 8000 millones de euros en abrir zanjas que solo servían para volver a cerrarlas; los 100 000 empleos que a modo de espejismo se crearon durante el segundo trimestre de 2009 ya se han perdido en lo que llevamos de agosto y septiembre. Nos fundimos las reservas de comida para darnos el último atracón antes de morirnos de hambre.

Y es que si a finales de 2007 nos enfrentábamos a un serio problema de insolvencia de los agentes privados —debido a la expansión crediticia que promovió el Banco Central Europeo—, ahora ese recetario de errores científicos llamado keynesianismo nos ha endilgado el riesgo de insolvencia pública. Si los españoles no teníamos ya suficientes obligaciones que atender, Zapatero nos ha añadido en apenas año y medio unos 250 000 millones más de deuda (el 25% del PIB).

Ahí es nada; construyendo un futuro mejor para nosotros y para nuestros hijos: una deuda pública del 65%, alrededor de 4,5 millones de parados, un sistema bancario quebrado y una estructura productiva muerta e incapaz de funcionar si no es con un déficit exterior anual del orden del 5% del PIB. Si no fuera porque nos encontramos dentro del euro gorroneando la solvencia germana, hace tiempo que habríamos padecido una crisis monetaria como la de Letonia. Solo que allí ya han empezado con los ajustes y aquí todavía seguimos retrasando con más deuda la hora

de la verdad.

*ElCato.org*

7 de octubre de 2009.

## ¿Dónde se ha perdido nuestra riqueza?

Brad DeLong, ese economista que reconoce no entender a Hayek pero que ha dedicado varios artículos a criticarlo, mantuvo una discusión el año pasado en la revista *Cato Unbound* con Lawrence White, un conocido economista de la Escuela Austriaca.

Básicamente, DeLong mostraba su sorpresa por que la riqueza mundial hubiese disminuido con la crisis desde 80 billones de dólares a 60, cuando la cantidad de impagos apenas representaba unos 2 billones. ¿Cómo puede ser que una pérdida de valor de dos billones de dólares en las hipotecas haya puesto en marcha un «acelerador financiero» que ha destruido riqueza por valor de 20 billones? Simplemente, «no lo entendemos», reconocía DeLong.

Es interesante comparar esta reflexión con otra que efectuaba Krugman hace apenas unas semanas en su bitácora. Según el Premio Nobel, la crisis económica ya ha costado a Estados Unidos ocho puntos de crecimiento del PIB; o dicho de otra manera: Estados Unidos está perdiendo alrededor de un billón de dólares al año por estar crecer por debajo de su potencial.

En definitiva, DeLong se preocupa por que la economía financiera haya pinchado sin motivo aparente, y Krugman por que la economía real se ha paralizado sin razón, dejando así de crear enormes cantidades de riqueza.

Son dos reflexiones bastante intuitivas que, en general, también se plantea cualquier hombre de la calle: ¿dónde ha ido a parar el dinero que teníamos antes de que estallara la crisis? ¿Por qué si hasta mediados de 2007 crecíamos a velocidad de crucero ahora, sin que prácticamente haya cambiado nada en nuestra estructura productiva, nos estamos hundiendo en la miseria?

Como digo, se trata de preocupaciones intuitivas, pero no por ello acertadas. De hecho, parece mentira que haya que explicar estas cosas a dos profesores de universidad, uno de ellos premio Nobel. Pero, en fin, dado el punto muerto en que se halla la macroeconomía, probablemente no hubiesen llegado a profesores ni al Nobel si no padecieran semejante confusión.

Antes que nada, tengamos presente que los activos financieros no son más que títulos de propiedad negociados sobre distintas partes presentes o futuras de la economía real. Por ejemplo, una acción nos da derecho, en última instancia, a una parte de los bienes y servicios que la empresa en cuestión produzca en el futuro. Del mismo modo, un bono nos da derecho a que la empresa que los emite nos entregue

una parte de sus beneficios anuales hasta que nos devuelva todo lo que le hemos prestado (más los intereses). El valor de esta riqueza depende, por consiguiente, de su capacidad para generar renta en el futuro: ¿cuánto pagaría usted *hoy* por una renta de dinero para *mañana*?

DeLong explica que hay cinco causas posibles para que el valor de los activos financieros, de la riqueza global, fluctúe: a] una reducción del ahorro y la inversión (esto es, de la cantidad de riqueza que se crea cada año), b] las malas noticias sobre la capacidad que tiene la riqueza para generar beneficios, c] el número de impagos (la posibilidad de que los deudores no paguen lo que deben a los acreedores), d] la iliquidez (la posibilidad de que los beneficios nos lleguen más tarde de lo que habíamos esperado) y e] el incremento de la incertidumbre (la inseguridad de no recuperar la inversión).

DeLong considera que la enorme reducción en el valor de los activos financieros no puede deberse a que la cantidad de ahorro e inversión se haya reducido, ni a que hayan aparecido malas noticias sobre la capacidad para generar beneficios de las empresas, ni a que los agentes estén en una posición de iliquidez (ya que los bancos centrales han inyectado todo el dinero necesario), ni al aumento de los impagos (ya que en aquel momento solo se habían impagado dos billones de activos y la reducción de valor había sido de 20 billones); por ello, lanza como aventurada hipótesis que se haya debido a un aumento de la incertidumbre entre los agentes económicos.

Lo mismo parece pensar Krugman. ¿Por qué la economía real está paralizada?, se pregunta. Porque la incertidumbre se ha incrementado tanto que nadie consume ni invierte, parece responderse. Por eso el Gobierno tiene que restaurar la confianza despilfarrando enérgicamente el dinero de los contribuyentes. De hecho, el Nobel incluso saca cuenta: si por perpetuarnos en este estado de incertidumbre dejamos de crear alrededor de un billón de dólares en riqueza cada año, ¿por qué no destinar todo ese dinero —o incluso más— a estabilizar las expectativas y retornar a la *senda de crecimiento*?

Incluso podríamos prolongar un poco más esta película e incluir en este discurso a otros personajes, como Greenspan y sus viejas recetas contra la crisis en *The Economist*: si la economía real se recupera, el valor de los activos financieros por los que se preocupaba DeLong volverá a subir, por lo que muchos bancos y familias saldrán de la situación de quiebra técnica en que se hallan, volviendo así a prestar y pedir prestado, como hacían en la etapa del *boom*.

Me temo, sin embargo, que todas estas argumentaciones de tan prestigiosos economistas no pasan de la categoría de cuentos de la lechera. Durante años, nuestras economías vivieron un falso auge crediticio promovido por los bancos centrales y el resto del sistema bancario. Y digo *falso* porque, si bien toda inversión a largo plazo

debe estar financiada con ahorro a largo, los préstamos a largo que concedían los bancos (por ejemplo, hipotecas) solo lo estaban con deuda a muy corto plazo (depósitos a la vista).

Como resultado, en un primer momento los agentes económicos comenzaron a acometer inversiones que, aun siendo poco rentables, les permitían pagar los tipos de interés artificialmente bajos que les exigían los bancos. No es que estas inversiones fueran realmente rentables, pero lo parecían debido al crédito irrealmente barato que proporcionaban los bancos. El resultado fue una economía con mucha deuda y un aparato productivo adaptado para satisfacer las necesidades de unos agentes que deberían haber seguido teniendo acceso a grandes cantidades de crédito artificialmente barato.

Pero, obviamente, no podemos endeudarnos sin límite, así que cuando las familias, las empresas y los bancos decidieron que no seguirían incrementando su endeudamiento, por muy barato que se lo ofrecieran, el castillo de naipes se derrumbó.

En estos momentos, los agentes económicos están tratando de reducir su endeudamiento —y para ello consumen e invierten menos— y de reconvertir el aparato productivo sobre la base de un patrón menos dependiente de un crédito irrealmente barato. Dicho de otra manera: las mismas fábricas que hace tres años estaban a pleno funcionamiento hoy son incapaces de vender su mercancía a unas familias que ya no quieren (y no pueden) endeudarse más.

Esto es básicamente lo que Krugman no entiende: nuestro aparato productivo está caduco, desfasado y equivocado. No tiene sentido comparar lo ricos que seríamos hoy en caso de que en lugar de destinar cada año el 15% de la economía española a construir viviendas hubiésemos aprovechado ese capital para reducir el coste de nuestra energía, mejorar la formación de los trabajadores o aumentar los bienes de equipo en nuestras empresas. Esos recursos ya los hemos despilfarrado y no volverán; a partir de ahora hemos de volver atrás y transformar un aparato productivo adaptado a las nuevas necesidades y capacidades. No estamos dejando de crear ninguna riqueza con la crisis; en puridad, la estábamos dejando de crear durante el auge artificial, cuando despilfarrábamos nuestro dinero.

Lo mismo cabe reprocharle a DeLong. Si el valor de los activos financieros depende de la renta que sean capaces de generar en el futuro, parece claro que —cuando nos damos cuenta de que nuestro aparato productivo no sirve, porque estamos demasiado endeudados— los activos financieros se tendrán que depreciar. De acuerdo con las posibilidades que plantea DeLong, estaríamos en los escenarios b) y d). Sí ha habido toda una serie de malas noticias que explican una menor capacidad para generar beneficios de nuestras compañías (la recesión lo acredita), y sí tenemos un problema de liquidez (exceso de endeudamiento), que no puede corregirse, por



mucho que los bancos centrales ofrezcan a los agentes económicos la posibilidad de endeudarse *todavía más*.

No niego que la incertidumbre haya tenido algo que ver en la debacle, pero desde luego la parte esencial se explica por las malas inversiones efectuadas durante el *boom* crediticio. Que Krugman y DeLong no lo entiendan solo demuestra, una vez más, que no saben qué es un ciclo económico. Probablemente porque hayan dedicado más tiempo a criticar a los *teóricos de la resaca* o a los *liquidacionistas* que a leerlos y comprenderlos.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*

13 de octubre de 2009.

## Economistas curiosos y demagogos contra la crisis

El economista Roger Garrison trata de modelizar en su libro *Tiempo y dinero* la teoría austriaca del ciclo económico, traduciéndola a un lenguaje gráfico que los economistas neoclásicos sean capaces de entender.

Su punto de partida es una aparente paradoja: los keynesianos sostienen que a corto plazo el mercado es inestable porque viene caracterizado por una desocupación parcial de los recursos debido a las oscilaciones de la demanda; los neoclásicos, por el contrario, consideran que el mercado es eficiente a largo plazo, pues todos los recursos se destinan a sus usos más valiosos, contribuyendo así a un crecimiento y a una prosperidad material que no dependen de la demanda, sino de la dotación de la oferta.

La paradoja reside, según Garrison, en que tanto los keynesianos como los neoclásicos tienen aparentemente razón en sus respectivas descripciones del mercado. En general, podemos observar cómo la recurrencia de períodos de desempleo de los factores productivos convive con una tendencia de crecimiento a largo plazo que la teoría económica convencional suele explicar por la abundancia de factores y por el progreso técnico. ¿Cómo es posible, se pregunta, que ambos escenarios sean posibles si el largo plazo es solo la suma de los cortos? ¿Cómo puede el corto plazo depender de las condiciones de la demanda, y el largo de las condiciones de la oferta?

Su respuesta es que la teoría económica convencional se olvida de la existencia de un *medio plazo*, que sería el explicado por la teoría austriaca del ciclo económico; un medio plazo en el que los períodos de crisis enlazan con los de recuperación, los de recuperación con los de *boom* y los de *boom* con los de una nueva crisis. Creemos a largo plazo gracias a la acumulación de capital y al progreso técnico, pero ese proceso dista de ser lineal y acumulativo debido a un falseamiento de las condiciones del crédito (de la demanda) en el corto plazo, que no obstante termina corrigiéndose.

La tesis de Garrison parece haber recibido un espaldarazo implícito por parte del premio Nobel de Economía Edmund Phelps. En un artículo publicado la semana pasada en el *Financial Times*, Phelps denunciaba la existencia de «dos malas teorías» que estarían «expulsando» del debate a las buenas. ¿Adivinan cuáles? Sí: las de keynesianos y neoclásicos. «El problema de los keynesianos es que creen que todas las fluctuaciones (...) se deben a problemas de demanda (...). La falacia de los neoclásicos es que el empleo total de los factores (...) es independiente de cualquier movimiento en la demanda».

Phelps llega al extremo de acusar a los keynesianos de no haber leído a Keynes y a los neoclásicos de no haber leído o comprendido a Hayek. Yo más bien pienso que ninguno de los dos grupos ha leído y mucho menos comprendido al economista austriaco.

Krugman, por ejemplo, reaccionó airado al sensato artículo de Phelps. El primero se limitó a extractar apenas unas frases de la columna del segundo para intentar desacreditarlo. «Nadie, y digo nadie, sostiene la tergiversación que ha hecho Phelps de los keynesianos». ¿Qué tergiversación? Eso de que «cualquier tipo de estímulos son efectivos contra toda clase de crisis».

¿Se aleja esa descripción tanto de lo que pensaba Keynes y, sobre todo, del keynesianismo realmente existente? Personalmente, pese a los matices que quepa hacer, creo que no demasiado. Keynes llegó a afirmar en la *Teoría General*: «La construcción de pirámides, los terremotos e incluso las guerras pueden servir para incrementar nuestra riqueza», y el propio Krugman ha pedido a Obama que, «en la medida de lo posible», invierta en cosas que tengan «un valor duradero».

Es cierto que, como dice el Nobel de 2008, los keynesianos solo defienden los megaprogramas de gasto con cargo al déficit público cuando los estímulos en la política monetaria no sirven. Si bajando los tipos de interés todavía les resulta posible generar un *boom* económico artificial, prefieren tomar esta vía. En 2001, el propio Krugman sugirió a Greenspan que bajara los tipos de interés para favorecer una burbuja inmobiliaria que salvara a la economía del pinchazo de la burbuja de las puntocom. Pero, en general, Keynes desconfiaba bastante de la capacidad de los estímulos monetarios para reanimar la demanda.

Lo interesante del comentario de Krugman no es que se dedique a tergiversar la opinión de Phelps, acusándole de haber tergiversado la posición de los keynesianos, para no entrar a responder a un artículo harto razonable. Lo interesante es que, después de ese discutible ejercicio de honradez intelectual, Krugman acusa a sus rivales de ignorancia y falta de curiosidad económica: «Uno podría pensar que la peor crisis económica desde los años 30, una crisis que no debería estar ocurriendo según los modelos no keynesianos, generaría un mínimo de curiosidad intelectual. Pero no».

Por supuesto, Krugman no es lo suficientemente curioso como para plantearse y responder a los interesantes interrogantes que se desprendían del artículo de Phelps, a los cuales dedica Garrison su libro; esto es, no es lo suficientemente curioso como para plantearse si las perturbaciones de la demanda a corto plazo dependen de un proceso aleatorio de formación de expectativas o si, más bien, son el resultado de una manipulación deliberada del crédito por parte de las autoridades monetarias, ni para plantearse por qué si los neoclásicos se equivocan al creer que el mercado se puede ajustar de manera instantánea, los keynesianos aciertan cuando ese ajuste automático lo acomete el Estado. Si fuera lo suficientemente curioso, también debería ser lo

suficientemente honesto como para no mentir al negar que sí hay al menos una teoría económica no keynesiana que predecía tanto esta crisis como la de los años 30: la teoría austriaca del ciclo económico.

Precisamente, y también la semana pasada, Mark Spitznagel publicaba en *The Wall Street Journal* un muy interesante artículo, titulado «El hombre que predijo la depresión», en el que se quejaba del olvido en el que había caído una de las figuras económicas más importantes del siglo xx, que predijo la Gran Depresión de los años 30 y es el mentor intelectual de quienes han predicho la actual: Ludwig von Mises.

Spitznagel recuerda que, mientras Keynes afirmaba ufano en 1927 que no íbamos a volver a padecer una depresión (dos años después se arruinará con el pinchazo de sus inversiones en bolsa), Mises se marchaba del Kreditanstalt —el banco cuya quiebra iba a acelerar la de los bancos estadounidenses— con las siguientes palabras: «Estamos al borde de una gran crisis y no quiero que mi nombre tenga ninguna conexión con ella».

La teoría austriaca del ciclo económico es capaz de describir con una enorme precisión los acontecimientos que ahora estamos padeciendo y que hemos padecido en el pasado; y sin embargo apenas recibe atención por parte de unos keynesianos que copan prácticamente todas las universidades. Y Krugman se lamenta de que nadie, ningún gobierno, ninguna universidad, ningún grupo de pensamiento, les haga caso...

Por increíble que pueda parecer, el mundo de la última década es lo más alejado a lo que hubiese prescrito Mises y lo más parecido a lo que hubiese demandado Keynes: dinero fiduciario de curso forzoso en todo el planeta, políticas monetarias expansivas recurrentes para salir de las crisis, inflación persistente, enorme peso del Gobierno y de los Estados de Bienestar para estabilizar las expectativas...; sin embargo, según la mayoría de economistas, resulta ser el segundo el referente en que debemos fijarnos para salir de la crisis y no volver a incurrir en una.

«Cuán extraño resulta que el hombre que describiera nuestra historia interminable de expansiones crediticias inducidas por el Estado, inflación y colapso del crédito haya sido tan universalmente olvidado. ¿Debemos tomar asiento mientras contemplamos cómo se gesta una nueva tragedia?», se preguntaba Spitznagel en su artículo. Pues parece que sí, porque la curiosidad mata al gato —en este caso, el gato del chollo de tantos políticos y economistas politizados que viven de la inflación monetaria y de las malas ideas—, y Krugman y los keynesianos lo saben. Por eso relegan al olvido a Mises y resucitan a Keynes. No vaya a ser que se les desmonte una farsa teórica que ya dura más de 70 años.

## No a la Tasa Tobin

Durante las últimas semanas, buena parte de la izquierda ha seguido a pies juntillas la advertencia de Rahm Emanuel a Obama: no hay que desaprovechar la crisis en la batalla por incrementar el poder del Estado.

Aparte de toda la pléyade de regulaciones innecesarias que ya han salido adelante y de la moralina anticapitalista con la que nos desayunamos día sí, día también, algunos socialistas como el economista Paul Krugman y los políticos del Consejo Europeo han lanzado la idea de un nuevo impuesto sobre las transacciones financieras: la llamada Tasa Tobin.

Aunque la Tasa Tobin no fuera originalmente concebida para este propósito, ya se sabe que lo problemático en política no es cambiar el significado de las palabras, sino transformarlas en sufridos hechos con cargo al contribuyente. En este caso de lo que se trata es de gravar todas las transacciones financieras para reducir aquellas que tienen un carácter puramente especulativo.

Si la crisis ha sido causada por la especulación, nada más lógico que tratar de restringir el exceso de especulación en el mercado. ¿Y qué mejor manera para ello que crear un nuevo impuesto sobre cualquier operación financiera?

El problema es que esta justificación para la Tasa Tobin tiene dos errores de base: a) el que sostiene que la especulación es superflua, y de hecho un exceso de esta resulta nocivo; b) el que sostiene que el exceso de especulación tiene su origen en un mercado *demasiado* libre y que por tanto puede doblegarse con impuestos. Si, como enseguida veremos, ninguna de estas dos hipótesis se mantiene en pie, difícilmente podrá buscarse excusa alguna para este nuevo impuesto.

### **Los malvados especuladores**

Aunque los especuladores tienen en general muy mala prensa, todos lo somos en cierta medida y en algún momento. El especulador simplemente trata de anticiparse al futuro, de no actuar únicamente conforme a los datos presentes sino a sus expectativas de datos futuros. Es decir, básicamente se dedica a comprar un bien para revenderlo más caro en el futuro (o a vender un bien para recomprarlo más barato). El efecto de la especulación será simple y llanamente estabilizar los precios a largo plazo: se compra en el presente cuando un bien está barato (aumentando su precio) y se vende en el futuro, cuando esté caro (disminuyendo su precio).

Ese futuro al que se dirigen los especuladores podrá ser más o menos extenso.

Todos estamos habituados a oír hablar de «los especuladores inmobiliarios», que básicamente se dedican a comprar casas, mantenerlas vacías durante años y finalmente, cuando el precio de ellas ha subido, venderlas. Sin embargo, este no es el único tipo de especulación, ni siquiera el más habitual (de hecho, algunos de los mejores inversores de la historia, como Benjamin Graham, no lo considerarían siquiera una especulación, sino una inversión).

En los mercados financieros hay otro tipo de especulación, bastante más frecuente, mucho más a corto plazo y que normalmente no percibimos.

Ya vimos la semana pasada que todo bien cotiza a dos precios —uno para comprarlo (*asked price*) y otro para venderlo (*bid price*)—, y que esos dos precios suelen estar bastante distanciados entre sí. En los mercados se considera que el diferencial entre el *asked price* y el *bid price* sirve para medir la liquidez del activo, esto es, la facilidad para desprenderse de él sin pérdida de valor. Cuanto mayor sea ese margen, más habrá que pagar por comprar un bien (alto *asked price*) y menos se recibirá al venderlo (bajo *bid price*).

Invertir en activos ilíquidos es bastante arriesgado, ya que si el inversor los compra en grandes cantidades, tenderá a pagar un *asked price* cada vez más elevado; en cambio, si los ha de vender súbitamente y también en grandes cantidades, recibirá *bid prices* cada vez menores. Los promotores inmobiliarios han descubierto (tarde) esta triste realidad: solo pueden liquidar su *stock* de viviendas si venden a precios muy inferiores al coste que soportaron para producirlas.

Y los inversores solo están dispuestos a meter dinero en activos riesgosos si proporcionan una elevada rentabilidad. Dicho de otra manera: todos aquellos proyectos ilíquidos que no arrojen un rendimiento extraordinario no atraerán el interés de los inversores, y en circunstancias normales no serían siquiera emprendidos. Imagine que usted adquiere un paquete de acciones y que cuando va a venderlo nadie, en ese preciso momento, se lo quiere comprar (no hay inversores finales para esas acciones). Si necesita enajenarlas sin falta, el *bid price* que obtendrá será tan solo una fracción del que pagó por ellas. Puede que aun cuando la acción se haya revalorizado pierda dinero.

Es aquí donde aparecen unos especuladores esenciales para el funcionamiento de los mercados, de los que también hablamos la semana pasada: los intermediarios o *market makers*. Su función consiste en pujar por los bienes que se quieren vender (elevando el *bid price*) y desprenderse de los que se quieren comprar (reduciendo el *asked price*). Gracias a estos especuladores, el inversor que quiera desembarazarse de un paquete de acciones obtendrá un precio por su venta muy superior al que habría obtenido sin ellos; análogamente, un inversor que quiera adquirir un paquete de acciones pagará un precio muy inferior al que hubiera abonado sin ellos.

Los especuladores-intermediarios se dedican a efectuar operaciones muy a corto

plazo que pongan en contacto las necesidades de los distintos compradores y vendedores finales dispersos en el espacio y en el tiempo, reduciendo sobremanera los diferenciales entre *asked* y *bid price*. En cierta medida, incrementan la liquidez (o, mejor dicho, la *negociabilidad*) de los activos, reduciendo su riesgo y, por esta vía, aumentando la inversión que afluye a este tipo de proyectos.

A diferencia de lo que los defensores de la Tasa Tobin postulan acerca de los efectos del exceso de especulación, cuantos más especuladores-intermediarios se dediquen a comprar y a vender un bien, menor será el diferencial entre *bid* y *asked prices* y menor será su volatilidad; lo cual no tiene nada de negativo.

### **Los bondadosos impuestos**

Todo lo anterior no significa que la especulación no pueda degenerar en la formación de burbujas de precios sobre un activo. Si los especuladores asumen que ese activo se va a revalorizar durante mucho tiempo, comenzarán a depositar allí su dinero de manera masiva, provocando la subida. En este caso, los especuladores no se dedican a reducir y estabilizar los diferenciales de precios, sino más bien a desestabilizarlos. El precio de los activos se desvía de sus valores fundamentales y durante un tiempo no recoge información demasiado útil para los inversores finales.

Uno podría tachar este tipo de operaciones de «mala especulación», aunque desde luego es un subproducto inevitable de la competencia en el mercado y de las distintas estimaciones de precios futuros que efectúa mucha gente al mismo tiempo. Además, a diferencia de lo que suele pensarse, las pérdidas de este tipo de especulación solo afectan a los propios especuladores —y no al resto de la sociedad—, a menos que se combine con una expansión artificial del crédito por parte del sistema bancario. Solo en este caso las burbujas de activos terminan traducéndose en malas inversiones reales, que deberán purgarse en un período de crisis como el actual.

No queda muy claro a qué se refieren los defensores de la Tasa Tobin cuando hablan de poner coto a la especulación: a evitar toda burbuja de activos, a evitar la expansión crediticia que da lugar a los perversos efectos de las burbujas de activos o a evitar una combinación de las dos.



En el caso de que se refieran a evitar toda burbuja de activos, un impuesto sería una herramienta del todo inapropiada. Por muy alta que pongan la Tasa Tobin, en ningún caso superaría el 1%, y muy pocos especuladores dejarán de entrar en una burbuja, en la que se pueden obtener rentabilidades enormes, por un gravamen así. Como recuerda Marla Singer, la última burbuja se ha producido en el mercado inmobiliario, que es probablemente el sector donde resulta más costoso realizar transacciones.

Si a lo que se refieren es a evitar la expansión crediticia penalizando, como apunta Krugman, el descalce de plazos y la enorme dependencia de los bancos de la financiación muy a corto plazo (*operaciones repo*), es posible que el gravamen cambie el tipo de productos que facilitan el endeudamiento a corto plazo de los bancos, pero no acabará con esta estrategia financiera. Sin ir más lejos, un depósito a la vista es, a efectos prácticos, una deuda bancaria tan a corto plazo que se renueva no



cada día, sino cada segundo; del mismo modo, si dos bancos se fusionan no necesitan realizar operaciones *en el mercado* para transferirse financiación: basta con que se presten internamente los fondos. Un impuesto del 1% puede que reduzca el uso de las *operaciones repo* como base de la financiación bancaria, pero a cambio de incrementar el volumen de otros instrumentos, como los depósitos, que sigan permitiendo a unos bancos cada vez más integrados expandir de manera artificial el crédito.

En definitiva, mucho me temo que una tasa del 1% no sirve para evitar las burbujas ni el descalce de plazos, pero sí puede provocar la eliminación del estrecho margen que obtienen muchos especuladores-intermediarios cuando compran al *bid price* y venden al *asked price*. Esto es, puede abocar a que muchos de estos márgenes se queden sin arbitrar y a que, por tanto, los inversores tengan que pagar precios más elevados al comprar las acciones y reciban precios más reducidos al venderlas.

Dicho de manera más simple y demagógica, para que Krugman y otros defensores de la Tasa Tobin puedan entenderlo: un impuesto sobre las transacciones financieras eliminaría muchas operaciones de *especulación buena* y dejaría intacta la *especulación mala*. Hacemos, pues, un pan con unas tortas: más volatilidad de precios para el inversor final... y la misma recurrencia de burbujas especulativas.

Aunque, claro, todo esto debería preocupar a los defensores de la Tasa Tobin si su objetivo real fuera el que declaran: terminar con los efectos negativos de la especulación. Sin embargo, si ello fuera así, hace tiempo que habrían exigido el regreso al patrón oro, el cierre de los bancos centrales o la imposición de fuertes restricciones a la expansión crediticia artificial que llevan a cabo estas instituciones; mucho más fácil, cómodo y eficiente que un impuesto del 1% sobre *todas* las operaciones financieras. Por el contrario, los que defienden el nuevo gravamen suelen ser los mismos que exhortan a los bancos centrales a que reduzcan los tipos de interés y abaraten el endeudamiento en la economía.

El objetivo de la Tasa Tobin parece, más bien, ser el mismo que el de todos los impuestos: apropiarse de porcentajes crecientes de la riqueza de la sociedad. Aunque al publicano lo vistan de seda, publicano se queda.

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
15 de diciembre de 2009.

## Bernanke, losa del año para la recuperación

En nuestra sociedad existe una curiosa asimetría. Siempre que sucede algo malo, la responsabilidad es de la libertad; siempre que sucede algo bueno, los méritos se deben a la intervención estatal.

La revista *Time* acaba de nombrar a Ben Bernanke persona del año por sus méritos a la hora de poner fin a la II Gran Depresión de Estados Unidos. Y ya digo que es curioso, porque los mismos que atribuyen a la desregulación y a los mercados libres la gestación de una crisis sin precedentes, se afanan luego a proclamar que sus consecuencias más funestas se han evitado no gracias a esos mercados que de momento siguen siendo libres, sino a la presta intervención en ellos del banco central.

Lo lógico sería mantener una cierta consistencia en los argumentos, de modo que si la Reserva Federal es tan poderosa como para remediar una crisis, también debería serlo para causarla. Y si es tan irrelevante como para que sus intervenciones masivas y diarias en los mercados interbancarios no afecten a la gestación de las burbujas, también lo será a la hora de evitar las contracciones secundarias.

Pero los defectos se tornan en excesos según convenga la ocasión. Ya he expresado más de una vez mi opinión: la Reserva Federal causó la crisis actual y Bernanke, al llevar a cabo la única actuación diligente en todo su mandato, evitó la contracción secundaria en Estados Unidos a finales de 2008 y ello sí hay que reconocérselo (tampoco puede hacerse mucho más en un sistema financiero tan intervenido y regulado como el actual). Punto final.

A partir de ese momento, sin embargo, su actuación no ha podido ser más desastrosa. La Reserva Federal ha comprado más de 1,2 billones de deuda pública y de deuda de agencia (Freddie Mac y Fannie Mae), hipotecando seriamente el futuro del dólar, evitando que se ajusten los precios de los activos más inflados y proporcionando al Gobierno de Obama un crédito baratísimo para que dispare a placer el gasto público. Esa es su trayectoria de 2009 por la cual se le premia: la mayor monetización de deuda pública en la historia de la humanidad que no resultaba en absoluto necesaria para evitar el agravamiento de la depresión.

Ahí tenemos a otro banquero central, Jean-Claude Trichet, que sin hacer demasiado ruido y sin comerse con patatas la deuda pública de los Estados europeos ha logrado en la zona euro básicamente lo mismo que Bernanke. La gestión de Trichet durante toda la crisis ha sido, casi sin excepción, impecable —no así durante su gestación, cuando contribuyó tanto como Greenspan a la expansión crediticia—, y

sin embargo prácticamente nadie parece acordarse de él. Será que Trichet ha gestionado la crisis y Bernanke se ha aprovechado de ella para expandir las intervenciones y las competencias de la Reserva Federal (la institución que la originó).

No sé por qué extraña razón el culpable de la crisis es el mercado y su salvador San Ben Bernanke. Veremos si dentro de unos años las aguas están tan calmadas o los apologistas de los bancos centrales tendrán que inventarse otras excusas para justificar las nefastas consecuencias de la actuación de su santo patrón.

*Libertad Digital*  
16 de diciembre de 2009.

## Montilla, Camps y Gallardón coinciden: ¡viva el consumismo!

Desde luego, el intervencionismo económico tiene su punto esquizofrénico. Si hace unos años nuestros socialistas de todos los partidos arremetían, especialmente en época navideña, contra el consumismo desenfrenado del sistema capitalista, ahora piden casi de rodillas a los consumidores que se gasten el dinero... en lo que sea.

El Molt Honorable Josep Montilla exhortó hace unos días a los catalanes, con su proverbial pericia en el manejo del idioma, a que consuman con el siguiente argumento:

«Esta gente que puede consumir o que se tiene que cambiar de coche lo tendría que hacer, o la gente que necesita una vivienda y tiene recursos para hacerlo la debería comprar. Seguramente haciendo estas cosas está contribuyendo a que su hijo o su vecino mantengan su trabajo».

Es de suponer entonces que su esposa, la de los 14 sueldos, no se arredrará a la hora de acudir a los grandes almacenes. Si se comporta de manera tan dispendiosa como aconseja su marido, ella solita será capaz de mantener todos los puestos de trabajo en la Ciudad Condal.

En las muy libertarias filas populares no han querido quedarse atrás en este asunto. El Consell valenciano ha pedido recientemente a la población local que consuma productos del terruño «por su calidad y cualidades nutricionales, pero también porque de este modo contribuimos a generar riqueza y empleo en las comarcas de nuestra Comunitat».

Lo que no entiendo, entonces, es cómo Milano pudo echar el cierre, con las cuantiosas adquisiciones que se realizaban en Valencia.

Como no solo de súplicas políticas vive el hombre, los ayuntamientos de media España se han visto forzados por las inclemencias de la crisis económica —muy en contra de su voluntad, claro— a ser especialmente desprendidos a la hora de alumbrar las zonas comerciales de sus ciudades, a ver si así se anima el personal y deja limpias las tiendas.

Solo nuestra ilusionante alternativa política al socialismo zapateril, el ex militante de Alianza Popular y actual alcalde de Madrid Alberto Ruiz Gallardón, se ha gastado la friolera de 4,6 millones de euros en colocar lucecitas para dar lustre a los escaparates de los grandes centros comerciales de la Villa y Corte: todo sea por

machacar un poco más las muy machacadas tarjetas de crédito de los madrileños.

Cuando las empresas privadas recurren al *merchandising* para incrementar sus ventas se les viene encima una avalancha de condenas por tratar de manipular al consumidor; pero cuando son nuestros políticos quienes lo hacen, por lo visto hay que aplaudir con las orejas, pues todo lo hacen en pro del bien común.

Sin duda, uno no sabe muy bien qué hacer ante estas luminarias. Ora denuncian que el consumo excesivo del ostentoso Occidente está destruyendo ese planeta, que no es de nadie salvo del viento, ora se lamentan de que no consumimos lo suficiente como para que todo hogar tenga una buena hogaza de pan en la mesa. Consideran necesario tanto el racionamiento del consumo y el alza de los impuestos como el fomento del consumo y el aumento del gasto público. Todo ello, guardando la muy preciada consistencia que requiere cualquier plan de actuación política para resultar eficaz.

Aun así, no estaría de más recordarles que Standard and Poor's acaba de colocar en perspectiva negativa a España, entre otros motivos por su elevado endeudamiento privado: familias y empresas acumulan unos pasivos equivalentes al 177% del PIB. Puestos a tratar de aclarar nuestras tenebrosas perspectivas, ¿no habría tenido más sentido, tal vez, recomendarles que aparten un poquito de dinero para reducir ese abultado endeudamiento? ¿Acaso alguien en su sano juicio —esto es, no incapacitado por prodigalidad— se dedica a fundirse todos sus ingresos en productos innecesarios cuando carga con una montaña de deudas y en el futuro pintan bastos?

El sentido común parece dictar que más nos valdría limitar el consumo tanto como sea posible, ahorrar el resultante, minorar parte de nuestra deuda (¿qué tal una cancelación anticipada de las hipotecas para acelerar la recapitalización de nuestro zozobran te sistema bancario?) e incrementar la presencia de activos en nuestro patrimonio que nos proporcionen rentas alternativas a las salariales (¿cómo le suena acudir a las ampliaciones de capital y a las refinanciaciones de deuda de nuestras empresas más solventes?).

Pero, ¡ah!, nos dicen nuestros políticos, si nadie consume, ¿qué pasará con los puestos de trabajo de nuestra economía? A lo que John Stuart Mill habría respondido, hace 160 años: «La demanda de bienes de consumo no equivale a la demanda de trabajadores». O, dicho en román paladino: si nadie ahorra, ¿qué pasará con todos los puestos de trabajo que dependen de que los bancos vuelvan a ofrecer crédito, y familias y empresas a demandarlo?

Porque el consumo tiene un arreglo sencillo: si nadie en España quiere consumir, las compañías podrán vender su mercancía al extranjero... si bajan lo suficiente sus precios (y sus costes, entre ellos los salariales, mis muy apreciados sindicatos). De paso, además, contribuiríamos a reducir nuestro muy considerable déficit exterior, otro de los motivos de preocupación para Standard and Poor's.

Pero a diferencia del consumo, el crédito, cuando es desbordante, no tiene arreglo vía ajustes en el precio. Ningún banco concederá más préstamos, por muy elevados que sean los tipos de interés, si se encuentra al borde de la quiebra; y ninguna familia o empresa demandará más créditos, por muy bajos que sean los tipos, si se han sobreendeudado para acometer inversiones que han terminado siendo ruinosas.

Pues bien, los bancos españoles van a tener en los próximos años problemas de solvencia muy serios —de los que quizá no consigan salir vivos—, y nuestras familias y empresas han destinado tal cantidad de deuda a financiar inversiones fallidas (viviendas a precios infladísimos) que durante mucho tiempo no se plantearán endeudarse más para acometer los nuevos proyectos que resulten rentables en medio de la crisis.

O purgamos nuestra economía rápida y decididamente, como hace cualquier empresa sensata cuando se da cuenta de que se ha equivocado en su plan de inversiones, o seremos purgados lenta pero irrefrenablemente por una economía moribunda.

Si pretendemos viajar de Madrid a Valencia con nuestro automóvil y a mitad del trayecto nos explota el motor, de poco servirá que nos pongamos a empujar: o arreglamos el motor, o abandonamos el coche y seguimos caminando. En cualquiera de los dos casos, más nos valdrá no malgastar energías con empujoncitos estériles.

Sin embargo, parece que el empujón del consumismo navideño conseguirá este año reanimar el motor de nuestra economía. Comprando sartenes y juegos para la Playstation 3 conseguiremos recapitalizar nuestros bancos, dar salida a un *stock* de más de un millón de viviendas vacías, aligerar la enorme deuda de nuestras familias y empresas, corregir los 80 000 millones de estructural déficit público y equilibrar nuestro desajuste exterior. Eso es lo que proclaman los infalibles políticos del Reino de España, y en eso se gastan nuestro dinero. En estas fechas, en las que ningún corazón alberga maldad alguna y en nuestras acciones están iluminadas desde lo más alto, habrá que creerles, ¿no?

*Suplemento de Ideas de Libertad Digital*  
22 de diciembre de 2009.

## ¿Transparencia para quién?

Según una mayoría de políticos y numerosos economistas, parte de la responsabilidad de la crisis actual nace de la falta de transparencia de nuestro sistema financiero. Muchos se dieron cuenta, *a posteriori*, de que los productos estructurados que todo el mundo estaba contratando eran demasiado complejos para que la gran masa de población los entendiera. La gente estaba comprando deuda subordinada de Lehman Brothers sin saberlo, de ahí que tras el colapso lo perdiera todo sin ser demasiado consciente de ello.

La implicación que quiera hacerse de la reflexión anterior es que si la gran masa de población hubiese tenido acceso a toda la información, la habría sabido utilizar adecuadamente y se hubiese abstenido de comprar productos que en muchos casos solo eran aire. Implicación que sin duda hace las delicias de todos esos cándidos economistas que se han rendido a esa abstracción llamada «hipótesis mercados eficientes», esto es, la pirueta financiera que supone que los precios de mercado concentran toda la información disponible en todos los rincones del espacio intergaláctico desde que se prendiera la llamita del Big Bang; ese disparate teórico que deja inexplicadas las mayores fortunas del planeta por cuanto su estricto cumplimiento haría imposible que Warren Buffett ganara un centavo que no viniera justificado por un arrebato de riesgo.

Frente a ello, cabe simplemente reconocer que la capacidad del ser humano para captar, seleccionar, procesar y comprender información es limitada y por tanto que las decisiones de los seres humanos —y los precios son fruto de una decisión— son falibles. Más información no habría necesariamente arreglado el problema, y para comprenderlo solo hace falta fijarse en el comportamiento reciente de la gente ante otras burbujas sobre activos algo más sencillos —como la bolsa o los inmuebles—.

La información que proporciona una empresa sobre su estado o sus productos debería ser la que le exijan sus accionistas o la que pacte con sus clientes. Ambos valorarán en cada momento si creen estar suficientemente informados o si carecen de los datos necesarios para actuar sin asumir excesivos riesgos. Lo único que cabe exigirle a la empresa es que, cuando proporcionan información, sea cierta.

Por desgracia, toda la avalancha de regulaciones públicas que se avecina simplemente va a multiplicar los costes y a reducir la autonomía de las empresas para adoptar su estrategia empresarial. Y como ya aprendimos con la ley Sarbanes Oxley, esto puede tener consecuencias negativas e inesperadas: que se pregunten por qué el

volumen de recompras apalancadas de empresas —responsable en parte del elevado endeudamiento de muchas corporaciones estadounidenses— aumenta desde 2002 mucho más rápido en EE. UU. que en Europa y por qué las OPVs durante la crisis financiera fueron notablemente menores.

Lo llamativo del asunto no es ya la corta visión o la ausencia total de escrúpulos de nuestros gobernantes, sino su descarada hipocresía a la hora de proponer este tipo de reformas. Uno querría pensar que, si se pretende obligar a las empresas a ser más transparentes a costa de su rentabilidad, los propios políticos aceptarían ser más transparentes a costa de su comodidad. Pero no. Hete aquí que, como ya creía Mandeville, los vicios privados se transforman en virtudes públicas. Lo que a los empresarios les resulta exigible, a los políticos les es excusable. Por ejemplo, ¿cuál es una de las entidades más opacas del mundo en relación con el poder que ostenta? Así, a bote pronto, se me ocurre la Reserva Federal, ese monopolio de emisión de la primera divisa mundial que no debe someter a auditoría ni los acuerdos alcanzados con otros bancos centrales, ni las deliberaciones de sus reuniones, ni las transacciones habituales de refinanciación de los bancos. ¿Y acaso piensan que su presidente, denodado defensor de un mayor control sobre el sector privado, está muy por la labor de que prospere esa valiente iniciativa legislativa encabezada por el congresista Ron Paul para arrojar cierta luz sobre su oscuro *modus operandi*?

Obviamente no. Hace poco, Bernanke escribía en el *Washington Post* que la aprobación de esa ley solo serviría para «incrementar la influencia que la gente percibe que tiene el Congreso sobre la política monetaria, lo que socavaría la confianza que el público y los mercados depositan en la Fed para actuar a largo plazo en beneficio de la nación». Por lo visto, Bernanke valora más su discreta autonomía para diseñar la política monetaria que la de los empresarios para perfilar sus estrategias, y cree que también es más importante a la hora de «restaurar y sostener la recuperación económica». Precisamente por descabelladas ideas como esta, de las que son presa por curso forzoso los estadounidenses, es por lo que sí tiene sentido auditar la Fed y exigirle más transparencia.

Mr. Bernanke, la verdad, nos habría sido tremendamente útil a los ciudadanos saber si cuando en 2005 proclamaba que no había ninguna burbuja inmobiliaria en EE. UU. mentía como un bellaco o se sinceraba como un ignorante. Lástima que no tuviéramos por entonces acceso a sus interesantes deliberaciones con Mr. Greenspan. Tal vez, por mucho que le pese, si la HR 1207 sale adelante, las cosas empiecen a cambiar.

*ElCato.org*

23 de diciembre de 2009.



## El crédito desapareció y los gobiernos ocuparon su lugar

Termina 2009, el año en que vivimos una crisis económica con toda intensidad. 2008 fue solo la antesala, el período en que lo caduco se resistía a morir y lo nuevo no acababa de nacer. Teníamos grandes armatostes financieros, inmobiliarios o automovilísticos que debían desaparecer porque habían dejado de ser rentables y solo sobrevivían por el crédito que seguían succionando, ya fuera por obra del Banco Central o de la banca privada.

La quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, lo cambió todo. La incertidumbre era de tal calibre que los bancos dejaron directamente de prestar y muchas de las empresas superfluas tuvieron que enfrentarse a la dura realidad: no había suficiente crédito ni para que los consumidores siguieran comprando en el momento y pagando varios años (o varias décadas) después, ni para que las compañías que arrojaban persistentemente pérdidas sobrevivieran con cargo al endeudamiento hasta que llegaran tiempos mejores (si es que llegaban alguna vez).

Por eso la *sequedad* del crédito en el cuarto trimestre de 2008 provocó una cadena de quiebras empresariales que en buena medida llegó hasta 2009. De ahí, por ejemplo, que los meses negros para el desempleo tanto en España como en Estados Unidos fueran los últimos de 2008 y los primeros de 2009.

Toda esa purga, que en principio parecía implicar una destrucción masiva de riqueza, supuso en realidad un regreso a la normalidad. Toda la exuberancia acumulada a lo largo de varios años —como evidencia de manera paradigmática el hecho de que España produjera 800 000 viviendas en 2006, más que Inglaterra, Alemania y Francia juntas— comenzó a desaparecer: si durante casi una década invertimos muchísimo más de lo que habíamos ahorrado, parece claro que llegamos a un punto (finales de 2007 y todo 2008) en el que había muchas más bocas demandando crédito que fondos suficientes para alimentarlas (por mucho que los bancos centrales trataran de inflar nuevamente su oferta con todo tipo de disparatados programas de refinanciación).

La conjunción de las quiebras y el desempleo aligeró la inasumible presión que existía sobre los escasos ahorros de la sociedad. Las familias desempleadas y las empresas concursadas dejaron de querer endeudarse y, en cambio, trataron de amortizar todo el exceso de deuda que habían acumulado. Dicho de otra manera: a lo

largo de 2009, pese a que la oferta de crédito se tensionó, la demanda solvente de este se hundió. De ahí que el Libor y el Euribor se situaran (y sigan situados) en mínimos históricos precisamente durante este año: desaparecidos todos los malos deudores, la demanda de crédito baja y, por tanto, los tipos de interés se reducen.

Este debería haber sido el año del inicio de la ansiada recuperación: habiendo cortado la cabeza a los excesos, el mercado de crédito podría empezar a normalizarse, los precios a ajustarse, las rentas infladas a minorarse y las malas inversiones a reubicarse por el resto de sectores productivos. Vamos, podríamos haber regresado a una estructura productiva proporcionada con capacidad para crecer y prosperar de manera sostenible a lo largo del tiempo.

Pero no; este proceso de ajuste, que podría haber tenido forma de V (caída y recuperación rapidísimas), se ha visto interrumpido, bloqueado, desviado y pervertido por nuestros intervencionistas gobiernos occidentales.

No es de extrañar, de todas formas. Aparte de su más que notorio sesgo keynesiano y de su aún más evidente ansia de aprovecharse de la crisis para medrar, una sociedad sin crédito aterroriza a cualquier gobernante. Si la gente no quiere endeudarse y los bancos no les incitan a ello, las ventas de numerosas empresas se desploman (muchas de ellas basan una parte muy importante de sus ingresos en las ventas a crédito), el consumo cae, las plantillas sufren recortes, los *stocks* de mercancías se acumulan, los precios se deprimen para tratar de dar salida a esos inventarios y el PIB no deja de caer.

Son las consecuencias inevitables del ajuste, al igual que la resaca suele serlo de una gran borrachera. Pero los gobernantes populistas se aterrorizan ante semejante escenario y pasan a emplearlo como excusa para justificar su intervencionismo. Nos venden que la economía pierde fuelle y que sin inyecciones de dinero público que estabilicen las expectativas y pongan fin al círculo vicioso *caída del consumo-desempleo* no veremos la luz al final del túnel. Y así sientan las bases para sacar adelante programas mastodónticos de gasto público, financiados con cargo al endeudamiento del Estado, para tratar de relanzar la demanda en la economía. Por eso en 2009, al tiempo que hemos asistido a la muy sana corrección de los mercados crediticios, hemos padecido las mayores emisiones de deuda pública de nuestra historia. Los gobiernos no han dejado de engordar, y casi todos los países occidentales se acercan a unos niveles de deuda pública sobre el PIB iguales al 100%, si es que no los han superado.

El pretexto político parece sencillo y lógico, pero no deja de ser un peligroso sofisma: si la gente y las empresas se niegan a endeudarse, a consumir, a adquirir viviendas a precios inflados, a incrementar sus carteras de activos antes de liquidar la deuda con la que adquirieron las malas inversiones pasadas, a reducir todavía más su consumo futuro a costa del consumo presente, entonces el Estado deberá hacerlo.

Pero la corrección de la crisis debe pasar por lo contrario: por que la demanda de crédito se reduzca, la deuda acumulada se amortice, las empresas cuya rentabilidad depende de la inflación quiebren, las rentas (salariales y de otro tipo) derivadas de estas últimas compañías desaparezcan y los factores que las percibían se recolquen; y, en definitiva, por que las distorsiones que generó desde 2001 la expansión crediticia de los sistemas bancarios occidentales se corrijan.

Los gobiernos solo están tratando de sostener un edificio que se desmorona... y que debe desmoronarse para que se pueda construir sobre sus cimientos otro nuevo... que no se caiga. Con ello no solo están retrasando la recuperación —los ajustes económicos—, también están hipotecando nuestras posibilidades de crecimiento para cuando la recuperación llegue.

En 2009 hemos experimentado la necesaria corrección de algunos de los desajustes acumulados, pero la desastrosa actuación de los gobiernos para evitar la parcialmente traumática —pero imprescindible— readaptación, comprando la mala y cara mercancía de las empresas al borde de la quiebra —o recolocando a los trabajadores para que produzcan toda clase de bienes innecesarios—, solo ha distorsionado toda esa sana catarsis. Su actuación no ha hecho sino contribuir a retrasar lo inexorable y a agravar todavía más el estado de nuestra economía. Lo que el mercado ordena, el Estado lo enmaraña.

De ahí que muchos economistas estén hablando de una crisis en forma de W: en cuanto los gobiernos retiren sus programas de gasto público, sufriremos una caída de la demanda de los sectores en crisis como la de finales de 2008 y principios de 2009, pero corregida y aumentada. La única esperanza es que para entonces ya se hayan desarrollado los sectores que permitirán crear riqueza en el futuro, de modo que los destrozos de unos queden compensados con la pujanza de otros. Estados Unidos está mucho más cerca de este último escenario que España, pero en todo caso mucho más lejos de lo que estaría a día de hoy sin los suicidas paquetes de gasto público con que nos han castigado Obama, Zapatero, Merkel, Sarkozy...

El dinamismo del mercado ha permitido encarar la recuperación en 2009; la torpeza de los gobiernos solo ha servido para añadir nuevas incertidumbres a nuestro futuro: han acumulado un brutal endeudamiento público improductivo, al tiempo que han impedido que la economía privada se corrija. Si bien 2010 podría haber sido el año del retorno a los ritmos vigorosos de crecimiento, ahora se teme que sea el testigo de la quiebra de varios Estados.

¿Serán capaces los mercados, los empresarios más perspicaces de nuestras sociedades, de despejar los negrísimos nubarrones que han colocado en el horizonte nuestros gobiernos? Mi apuesta personal es que así será en muchas partes del mundo, pero no en España. Solo los más ricos pueden permitirse el lujo de correr con los gastos de gobiernos manirroto.





JUAN RAMÓN RALLO JULIÁN, (Benicarló, 1984). Juan Ramón Rallo es doctor en Economía, habiendo concluido la licenciatura con Premio Extraordinario de fin de carrera y licenciado en Derecho con Premio Extraordinario de fin de carrera por la Universidad de Valencia, así como máster en economía de la Escuela Austriaca por la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Actualmente es profesor en el centro de estudios OMMA y en el centro de estudios ISEAD. Ha recibido el «Premio Julián Marías» 2011 a la trayectoria científica en el ámbito de las ciencias sociales para menores de 40 años. Asimismo es analista económico de esRadio y director del Instituto Juan de Mariana.