

Los primeros pasos de la Reserva Federal ante la crisis hipotecaria

Hugo Contreras Sosa*

El verano de 2007 fue pródigo en información sobre el sector de la vivienda en Estados Unidos. La realidad de ciertas complicaciones hipotecarias no era ningún enigma desde 2006, en particular por la aparición de nuevos productos financieros que las imbricaban y globalizaban, pero la turbulencia que a partir de entonces ha vivido ese país tomó por sorpresa a gran parte de los analistas y abarca cada vez mayor número de ámbitos de su economía, al punto de que las cifras se suceden de manera vertiginosa. Se habla, de hecho, de la indudable crisis de la actividad hipotecaria, que ha venido a insuflar cierta inestabilidad adicional a las finanzas públicas y privadas y, con insistencia creciente, se habla también de la posibilidad de que la desaceleración del producto pudiera transformarse en una recesión de profundidad mayor o menor, según las estimaciones de cada cuál.

No obstante, luego del aluvión de datos económicos al respecto (aluvión que, ciertamente, al día de hoy no cesa y hasta se diversifica), bien pudiera formularse un planteamiento sintético apoyado sobre dos rieles que dan sostén a la actual dinámica de la locomotora estadounidense: los hitos de la problemática en sí –y a cuya sombra se han delineado decisiones específicas–, por un lado, y la reflexión sistemática que de manera ininterrumpida vitaliza y orienta la conducción de la política macroeconómica, por el otro, con énfasis en su vertiente monetaria. El primer y el segundo incisos de este artículo abordan dichos tópicos, y el inciso final presenta las conclusiones.

I. Indicadores y políticas

A finales de junio de 2007 la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), de acuerdo a la evaluación de su Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés), consideraba que los riesgos para el crecimiento derivados de la cuestión inmobiliaria eran “más equilibrados” que en el mes previo. Pero en tres semanas las cosas cambiaron. Ben Bernanke, presidente de la Fed, dijo al Congreso de aquel país que el mercado inmobiliario se desaceleraría por un período de tiempo mayor al que la Fed había calculado. Poco después, el 21 de agosto, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, lanzó la misma advertencia: no habrá una solución rápida a la de-

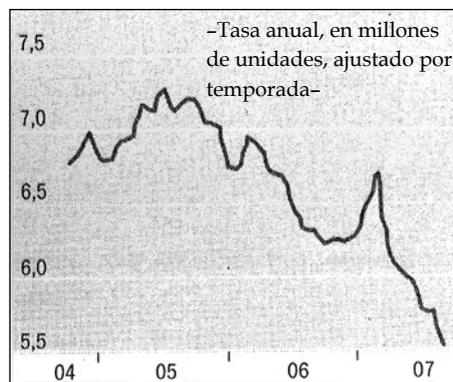
* Profesor de la División de Estudios de Posgrado y Coordinador del Seminario de Credibilidad Macroeconómica, FE-UNAM. El autor contó con la asistencia de investigación de Ángel Aparicio.

bacle de las hipotecas de mala calidad. Bernanke y Paulson se reunieron ese mismo día con el legislador demócrata Chistopher Dodd, jefe del poderoso comité de Finanzas del Senado, para aproximar sus puntos de vista.

Con un gran número de personas en riesgo de perder su hogar (Dodd habló de entre uno y tres millones), una caída continua en la venta de casas y la confianza del consumidor regresando a niveles de 2006 (véanse gráficas 1 y 2), pareció clara la estrategia macro inicialmente acordada por la Fed, la Administración Bush y el representante indispensable del poder legislativo: se trataba de que la economía real no sufriera percances originados en una cierta parte del sector financiero, es decir, de acotar en todo lo posible la inminente crisis del segmento hipotecario. Abonaban en la viabilidad de esta directriz los pronósticos de crecimiento de la Fed para 2007 y 2008: entre 2.25 y 2.5% para 2007 y entre 2.5 y 2.75% para 2008. El mensaje micro que estaba detrás de la declaración del senador acerca de que la prioridad era “mantener a la gente en sus casas” parecía más o menos claro: no habrá rescate para los participantes informados que alentaron la burbuja inmobiliaria y, por ello, el banco central no relajará las condiciones crediticias de la economía en su conjunto;¹ la Casa Blanca y el Capitolio avanzaban en el mismo sendero.

Gráfica 1

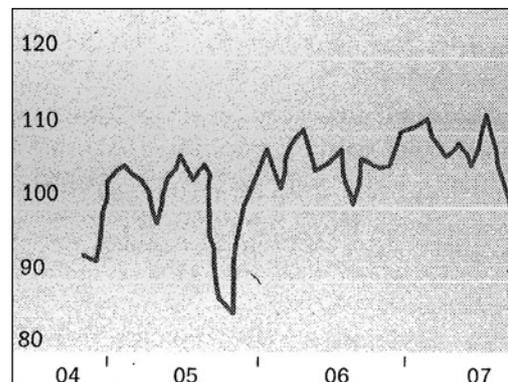
EU: ventas de casas usadas,
2004-2007



Fuente: Asociación Nacional de Agentes Inmobiliarios, de EU.

Gráfica 2

EU: índice de confianza al consumidor,
2004-2007, 1985=100



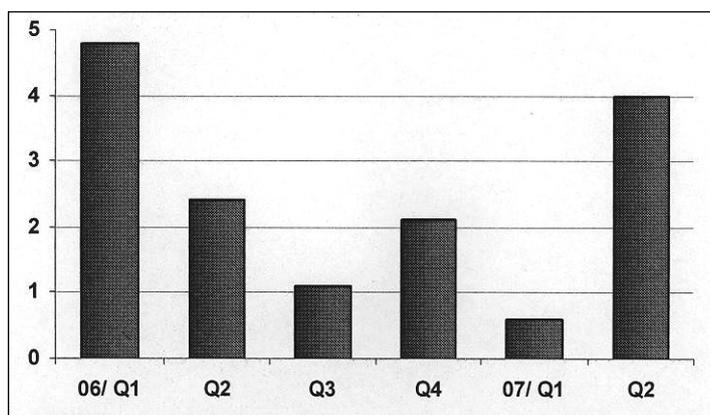
Fuente: Conference Board.

¹ Jeffrey Lacker, directivo de la Fed, fue más nítido: la volatilidad del mercado no obliga a la Fed a bajar el precio del dinero, como lo reportó el diario *El País*.

Wall Street, en cuanto complejo de intereses globales de la alta finanza, tomó nota de que el suministro de la liquidez estaba garantizado pero no así la rebaja en el precio del dinero y respondió. Al menos en tres frentes: primero, deslizó entre los profesionales de la opinión de que el propio Alan Greenspan, a la sazón presidente de la Fed, había animado la adquisición de hipotecas a tasa variable; segundo, enfatizó que la quiebra indiscriminada de entidades financieras podría arrastrar a compañías de todo tipo no menos que a las propiedades de las familias y, tercero, arreció la campaña de mensajes de que una recesión era ya inminente a fin de que las expectativas pesimistas de los agentes impusieran el aflojamiento de la postura monetaria de la Fed, cuya reunión sería en septiembre.

Y es que ambos bandos tenían parte de razón. La economía estaba reportando un crecimiento vigoroso (de 4% anualizado) en el segundo trimestre de 2007, en una revisión alcista debida a la balanza comercial y a mayores inversiones, amén de que la inflación general se colocaba debajo de 3% y la "core" (que excluye los precios de los alimentos y de la energía) apenas arriba de 2% (véanse gráficas 3 y 4). Pero Wall Street, a su vez, hacía hincapié en el caso de Long Term Capital Management (LTCM), el fondo de coberturas cuyo desplome había llevado a la Fed a un trabajo de salvamento en 1998, antes de que los mercados sintieran los fuertes impactos que de allí se habrían difuminado a todo el sector financiero. ¿Por qué ahora tendría que ser diferente?

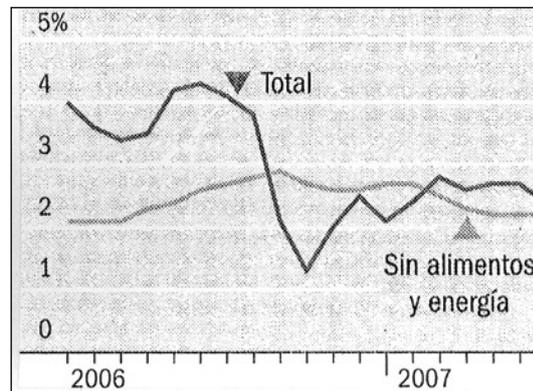
Gráfica 3
EU: producto interno bruto (PIB)¹, 2006-2007
-variación trimestral anualizada-



^{1/} ajustado por temporada.

Fuente: Departamento del trabajo de EU.

Gráfica 4
EU: inflación total e inflación core, 2006-2007
-valoración frente a igual lapso del año previo
en el índice de precios al consumidor-



Fuente: Departamento del trabajo de EU.

La volatilidad de las bolsas de valores y del dólar, así como mayores pérdidas inmobiliarias, reflejaron la pugna, hasta que dos intervenciones –del gobierno federal y de la Fed– trataron de cambiar la situación persuadiendo a los financieros. Al cierre de agosto el presidente George Bush anunció que intentaría un acuerdo con el Congreso, de mayoría demócrata, para la reforma temporal de una cláusula sobre vivienda del Código Federal impositivo, a fin de flexibilizar los refinanciamientos hipotecarios, pero insistió en que la economía estaba sólida y que “un rescate federal a los prestamistas sólo estimularía la recurrencia del problema”. El banco central, simultáneamente, reiteró –en voz del gobernador Randall Kroszner– que no saldría a ayudar a inversionistas y prestamistas que realizaron transacciones de alto riesgo y que lo conducente era que las firmas del sector de hipotecas garantizadas buscaran a sus deudores para obtener arreglos.²

La respuesta a la idea de Bush fue su descarte inmediato. Por ejemplo, Richard Steinberg, presidente de Steinberg Global Asset Management, sólo dijo: “no creo que esté destacando un plan de rescate. Es más un mensaje

² Los reguladores monetarios, según información de la agencia Reuters, lo pusieron en términos de costo-beneficio a los financieros: las técnicas para atenuar las pérdidas que preservan la propiedad de las casas en general son menos costosas que los juicios hipotecarios, especialmente cuando se aplican antes de los incumplimientos de pagos.

político". La respuesta a la Fed fue tanto indirecta como privada: por un lado, anticiparon que el sector de la vivienda seguiría hacia abajo debido a una mayor dificultad para obtener créditos, por el otro lado no se divulgó el contenido de una reunión entre Ben Bernanke y los ejecutivos de las grandes inmobiliarias. Para mediados de agosto, entonces, la estrategia orientada al mercado Bernanke-Bush soportaba ya seis millones de créditos hipotecarios de alto riesgo pendientes de pago, equivalentes a un millón de millones de dólares, e involucraba a dos y medio millones de estadounidenses. Y para mediados de septiembre la mayoría de los economistas coincidía en que habría una desaceleración.³

Una de las características más llamativas de la estrategia impulsada por el banco central durante estas fricciones lo fue su manejo diferenciado de las tasas de interés clave, como bien lo resaltó Greg Ip del *Wall Street Journal*, porque mientras Greenspan había reducido de inmediato las tasas de interés ante el *crack* bursátil de 1987 y apoyado a LTCM, Bernanke sólo había recortado la tasa de interés que la Fed cobra a la banca comercial (y ampliado los plazos de sus préstamos en la ventanilla de descuento) pero mantenía intacta la tasa interbancaria, que afecta a los préstamos de corto plazo. Ip destacó un aspecto esencial: existe la percepción "de que la Fed lanzará un salvavidas a los inversionistas" y, de crecer dicha percepción, ello "erosionará su credibilidad". Para Ip "no es probable que mantenga las tasas sólo para castigar a los especuladores"⁴

En esta etapa temprana las reacciones de Alan Greenspan fueron, en principio, de respaldo a Bernanke. Al comparar la rápida baja en tasas de interés que él había practicado cuando la recesión de 2001 contra la aparente insensibilidad de Bernanke, Greenspan aclaró con puntería: "En ese entonces lidiábamos con un escenario en el que la inflación estaba disminuyendo. Pudimos actuar sin temor a alentar presiones inflacionarias. Ya no se puede hacer eso..." Y remató: "pienso que Bernanke está haciendo un excelente trabajo". Luego reconoció que sabía de las hipotecas a tasas variables pero

³ Con una probabilidad de 36% de que la economía cayera en una recesión, según la encuesta del diario *The Wall Street Journal*. La del mes anterior había arrojado un 28 por ciento.

⁴ La metáfora de Ip al respecto no carece de plasticidad: "...eso sería como si los bomberos dejaran que un incendio consumiese a todo un pueblo sólo para desincentivar que la gente fume en la cama".

no pensó que esos préstamos iban a generar tantos problemas. Pocos días después, al presentar su libro de memorias *La era de las turbulencias: aventuras en un nuevo mundo*, Greenspan criticó (muy tardíamente) la política fiscal de George Bush.

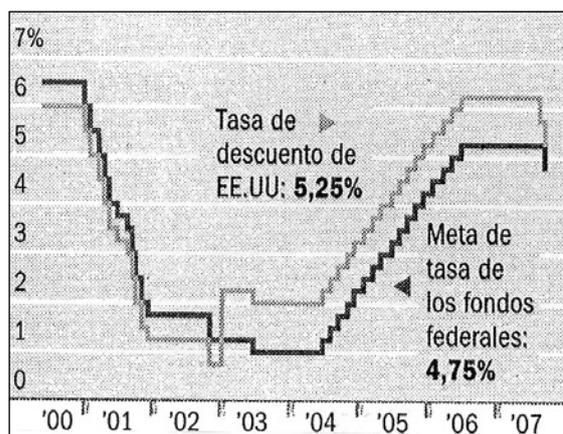
Lo que sí hizo la Fed poco antes de la reunión de septiembre 18 fue inyectar recursos al sistema. El viernes 7 de septiembre, por ejemplo, inyectó 2 mil millones de dólares vía operaciones de recompra de deuda a tres días. Después de varios días de inyecciones de liquidez la suma de la semana fue de 46 mil 750 millones de dólares más 31 mil 750 millones durante la semana previa. Quizá por eso (liquidez creciente) Laurence Meyer, ex gobernador de la propia Fed, aseveraba que la tasa interbancaria sería reducida, según su percepción, en un cuarto de punto en septiembre y octubre y luego se mantendría en 4.75% en el futuro inmediato, y esa leve relajación monetaria sería suficiente para aligerar el crédito y regresar a la economía a la senda de crecimiento.

El martes 18 de septiembre el FOMC bajó su blanco para la tasa de fondos federales medio punto, el doble de lo esperado por los mercados, a fin de evitar una desaceleración: 4.75%. Era el primer recorte después de 17 alzas consecutivas a lo largo de cuatro años (de 1% en junio de 2004 a 5.25 en junio de 2006) y se acompañó de otro recorte: el FMC aprobó de manera unánime el de la tasa de descuento (como se dijo, la que cobra por préstamos directos a la banca comercial), que bajó también medio punto para quedar en 5.25% (véase gráfica núm. 5). El comunicado destacó que el estrechamiento de las condiciones crediticias tiene potencial para intensificar la corrección inmobiliaria y frenar el crecimiento, sin que ciertos riesgos inflacionarios se hayan disipado. La respuesta bursátil fue casi eufórica: el índice Dow Jones subió más de 300 puntos (hasta llegar a 13 739) equivalentes a 2.5%, el mayor aumento en un solo día desde hacía media década.⁵

Una vez tomada la decisión de aflojar su postura monetaria para no dejar que las tensas condiciones crediticias empujasen a la economía a una recesión, y suponiendo que eso quizá sería suficiente, la Fed tenía que atender

⁵ Erróneamente el banco de inversión Lehman Brothers afirmó que lo peor de la corrección crediticia ya había pasado, a menos que ocurriese algo impredecible. Reportó ganancias efectivas mayores a las esperadas y una posición de liquidez “más fuerte que nunca”. Pero allí no terminaría la historia.

Gráfica 5
EU: tasa de descuento y blanco de la tasa de fondos federales
2000-2007



Fuente: WSD Market Data Group.

el otro flanco del asunto: la inflación. Si bien el alza de los precios de las materias primas (energéticos y alimentos, en especial) podía leerse como un fenómeno que estaba provocando un cambio más o menos prolongado en los precios relativos, la mayor liquidez sí podría reforzar las presiones inflacionarias ya vigentes, e incluso debilitar al dólar en los mercados internacionales de divisas. Habiendo esquivado (quizá) a Escila, ¿tendría la Fed que toparse con Caribdis? He ahí el constante dilema de los bancos centrales con mandato dual, otra vez.

En efecto, el mismo día en que se daba a conocer el comunicado de la Fed caía el dólar, siguiendo una tendencia visible desde 2002 -y, sobre todo, desde la segunda parte de 2006- e indicando que los posibles rebrotes del nivel general de precios adquirirían una ponderación mayor en los mercados. Poco después el diario británico *Financial Times* informaba que el dólar estaba ya en su peor nivel en 15 años, según uno de los índices (el compuesto por seis divisas) de la Reserva Federal que data de 1973. La depreciación del dólar, como es sabido, puede mejorar las exportaciones netas y con ellas la demanda agregada. Por ejemplo, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento en 2007 sería de apenas una décima de punto, pero en 2008 y 2009 se calcula en casi un cuarto de punto, según estimaciones de Macroeconomic Advisors.

Y quizá el problema de fondo con el dólar no era el descenso de su valor sino la probabilidad de que la trayectoria bajista fuese errática, porque

podría disminuir la demanda de activos financieros de Estados Unidos y obligar a la Fed, con ello, a llevar las tasas de interés de nuevo al alza. Ese fue precisamente el mensaje de Rodrigo de Rato, a la sazón director gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI) a finales de octubre: hasta ahora las fluctuaciones cambiarias se han mantenido ordenadas, pero “el riesgo de una caída brusca del dólar existe, y esta caída podría ser la consecuencia o la causa de una pérdida de confianza en los activos cotizados en la moneda estadounidense”. De cualquier modo, la caída del dólar no generó a Washington un choque con sus aliados europeos. Aunque las autoridades monetarias y financieras de la eurozona se han manifestado con la volatilidad de las paridades, han preferido también eludir a Estados Unidos y presionar a China.

Debido a que las buenas noticias en diversos flancos (comportamiento del empleo, venta de propiedades a extranjeros y gasto en consumo) no eran suficientes contra las malas (lento crecimiento de la productividad, mayores costos laborales, etcétera), el Departamento del Tesoro auspició a mediados de octubre una iniciativa para que los bancos y otros agentes financieros privados reuniesen en un fondo sus activos riesgosos (entre 75 y 100 mil millones de dólares) a fin de evitar ventas desordenadas de activos, lo cual podría agravar las condiciones crediticias que ya enfrentan los inversionistas y los intermediarios, sobre todo en los mercados de obligaciones comerciales respaldadas por activos, donde los refinanciamientos han sido difíciles a pesar de la calidad de los colaterales involucrados.

La iniciativa del fondo de rescate estaba muy relacionada con los denominados “vehículos de inversiones estructuradas” (conocidos en inglés como “SIVs”), pero fue rechazada por inversionistas privados como Warren Buffet: “reunir un montón de hipotecas y cambiar la propiedad” no hará más viable a la hipoteca... “sería mejor tenerlas en los libros contables para que todo mundo sepa qué es lo que está sucediendo”. Y también por Alan Greenspan, con razonamientos que el Tesoro hacía suyos poco tiempo antes: los inversionistas podrían percibir que “algún tipo de fuerza ajena al mercado” eleva los precios de ciertos instrumentos, además (lapidó) “si intervienes en el sistema los buitres se alejan, y a veces los buitres son muy útiles” Por su parte, Paulson mantenía el discurso pero comenzaba a ceder en la práctica: “el gobierno federal no socorrerá a los especuladores e inversionistas” que medraron cuando el negocio inmobiliario estaba en auge, pero ayudará un poco a que el mercado se recupere, incluídas modificaciones en los préstamos estructurados (el superfondo) y una reforma general del sistema que regula las hipotecas.

Es en ese marco que el FOMC redujo la tasa de interés de referencia un cuarto de punto el 31 de octubre, para quedar en 4.5%, y la Junta de Gobernadores aprobó un decremento de igual magnitud a la tasa de descuento, para quedar en 5%, al tiempo que se informaba de un crecimiento de 3.9% en el segundo trimestre, evidentemente mayor al esperado. Si además el comunicado de la Reserva Federal asevera que el crecimiento del tercer trimestre fue sólido, ¿qué explicaba la baja? En principio, el propio comunicado aclaró que hacia el corto plazo el ritmo de expansión será menor reflejando, en parte, “la intensificación de la corrección inmobiliaria”. Junto a eso está el hecho de que la “core inflation” había mejorado modestamente durante los meses previos. Todo indica, pues, que la baja tenía un carácter preventivo y estaba dirigida contra la desaceleración esperada para el cuarto trimestre de 2007 y el primero de 2008, dado el rezago con que opera cada decisión de política sobre la economía.⁶

Hay que decir que la decisión de la Fed no fue unánime. Mientras Bernanke (presidente), Timothy Geithner (vicepresidente), Frederic Mishkin, Donald Kohn, William Poole y otros más votaban el sí a la baja de un cuarto de punto acompañados de un liberal más duro como Randall Kroszner, Thomas Hoenig, representante de la Fed de Kansas, prefería no modificar la tasa de fondos federales, rompiendo el consenso. Y es que apenas un mes antes (a finales de septiembre) la Fed inyectó al sistema reservas por un monto similar al de agosto, uno de los meses más críticos en cuanto al problema de la vivienda: 38 mil millones de dólares (mediante cuatro operaciones) y varios días más con montos menores. La magnitud total de los movimientos de la Fed de Nueva York, ejecutora de las directrices, fue mayor al previsto por los mercados.

Mas eso no fue todo. *Financial Times* reportó la primera semana de noviembre que la Fed añadió 41 mil millones de dólares en reservas temporales al sistema bancario, “la inyección de efectivo más grande en un solo día desde septiembre de 2001”, luego del ataque terrorista.⁷ Al parecer, la Fed

⁶ Esa fue también la percepción en México de Guillermo Ortiz Martínez, gobernador del banco central, al comentar que el anuncio de la Fed era producto de los riesgos que dicho organismo veía hacia el futuro.

⁷ Dadas las enormes sumas de dinero, no es claro que las cifras de *Financial Times* no estén contabilizando ya las anteriores, proporcionadas por el servicio noticioso Dow Jones Newswires. Sobre la política macroeconómica estadounidense luego del 11 de septiembre de 2001, véase Contreras Sosa, 2001a y b.

trataba de aproximar el costo del fondeo interbancaria a su blanco estipulado, para calmar a los inversionistas. Y cabe el matiz: en el sentido del voto positivo de la mayoría para la baja de tasas abona el hecho de que las calificadoras de riesgo corporativo degradaron a “basura” la nota de más de 100 mil millones de dólares en bonos amparados por hipotecas de alto riesgo, amén de que los índices de morosidad de los créditos hipotecarios de alto riesgo continuaron su deterioro y, según First American Loan Performance, el porcentaje de deudores hipotecarios de alto riesgo con más de 60 días de atraso en sus pagos era mayor a 20% desde agosto.

Y, como era de esperarse, tocó su turno a las propias agencias calificadoras de riesgo. Al arranque de noviembre Standard & Poor’s, Moody’s y Fitch Ratings comenzaron a ver una merma en su prestigio y, lo más importante, en sus dólares. Moody’s, por ejemplo, perdió la tercera parte de su valor y la matriz de Standard & Poor’s (la conocida empresa McGraw-Hill) cayó casi 20%. En Bruselas se les acusó de no activar las alarmas de las que disponen para alertar a los inversionistas; Miguel A. Fernández, gobernador del Banco de España, propone que “se analice la transparencia de sus métodos y los criterios que utilizan para valorar activos”; Stephen King, jefe de economistas de HSBC, uno de los bancos más grandes del mundo, sostuvo que “las agencias no han comprendido cómo funcionan los vehículos de las hipotecas *subprime* y han cometido errores”. En ese tenor se dejó sentir la primera oleada de críticas a los presuntos vigías del sector privado.

Durante el mes de noviembre se profundizó el declive del mercado inmobiliario y el dólar siguió cayendo, pero la Reserva Federal salió también a fijar su postura. Primeramente, el gobernador Randall Kroszner dio a conocer sus estimaciones: “(e)n promedio, en cada trimestre a partir de ahora y hasta el siguiente año, se tiene programado que las mensualidades de más de 400 mil hipotecas de alto riesgo registren la primera modificación de su tasa de interés”, por lo cual era poco atractiva la estrategia seguida por los directivos del segmento hipotecario de revisar caso por caso para modificar las condiciones de pago; lo conducente sería “ayudar a grupos grandes de prestatarios en forma sistemática”. Esto significaba un distanciamiento indirecto en relación al Departamento del Tesoro, que estaba colaborando con la estrategia caso por caso reuniendo grupos de inversionistas, compañías, etcétera.⁸

⁸ La estrategia de estandarización propuesta por Kroszner, si bien no era incompatible con la que apoyaba el Tesoro, no era plenamente aceptada porque admitiría *free-riders*, por ello tampoco se trató de imponer por vías legales o regulatorias

En cuanto al balance crecimiento-inflación y la consecuente postura monetaria la Fed mandó señales ya más proclives a las demandas del sector financiero. Kroszner aclaró que "(l)os riesgos a la baja para el crecimiento ahora parecen estar ligeramente equilibrados por los riesgos al alza para la inflación", sin desconocer que el corto plazo será difícil, pero en lo fundamental la orientación de la política monetaria debería ayudar al crecimiento. Poole, miembro del FOMC, como ya se mencionó, y presidente de la Fed de San Luis, en Missouri, planteó que se podrían necesitar más recortes a las tasas de interés si los problemas inmobiliarios se propagan a la economía –sobre todo al consumo–, siempre y cuando no se alentase con ello la inflación.

Por eso no es muy complicado entender que el mercado de futuros de fondos federales se moviese por esas fechas de 70 a 80% de probabilidades de que la Fed recortase las tasas otro cuarto de punto en diciembre (más aún si se recuerda la expresión de Poole en Marquette University acerca de que la Fed sigue en una modalidad de control de crisis). El propio Ben Bernanke afirmó que el crecimiento sería lento hasta mediados de 2008 –por la evolución de los mercados crediticio e inmobiliario– y habría riesgos inflacionarios –por nuevas alzas del petróleo y la debilidad del dólar– pero tanto la inflación general como la subyacente se ubicarán en el rango de estabilidad de precios en 2008, siempre que se mantenga el anclaje de las expectativas. Seguramente por lo primero (el enfriamiento crediticio) la Fed inyectó el 8 de noviembre 32 mil 750 millones de dólares más al sistema bancario. Hacia el fin de mes hubo una innovación de la Fed en cuanto a la transparencia con la que opera, al dar a conocer un panorama más amplio y detallado de las previsiones del FOMC (véase Cuadro núm. 1).

Cuadro 1

EU: indicadores macroeconómicos relevantes, 2007-2010
-variaciones porcentuales-

Variable	2007	2008/3	2009/3	2010/3
Crecimiento del PIB	2.4 - 2.5	1.8 - 2.5	2.3 - 2.7	2.5 - 2.6
Tasa de desempleo/1	4.7 - 4.8	4.8 - 4.9	4.8 - 4.9	4.7 - 4.9
Inflación PCE/2	2.9 - 3.0	1.8 - 2.1	1.7 - 2.0	1.6 - 1.9
Inflación PCE, excluyendo energía y alimentos	1.8 - 1.9	1.7 - 1.9	1.7 - 1.9	1.6 - 1.9

1/ Promedio del cuarto trimestre.

2/ Índice de precios de gasto de consumo personales.

3/ Estimaciones.

Fuente: Reserva Federal, 2007.

Los primeros días de diciembre la Casa Blanca volvió a salir al ruedo. El presidente Bush, en la iniciativa *Hope Now* que trata de bloquear la transmisión del problema inmobiliario a la economía en general, anunció nuevas medidas de apoyo a un millón 200 mil propietarios de casas hipotecadas (congelamiento de tasas por cinco años, refinanciamientos a tasa fija, préstamos preferenciales con respaldo federal), para lo cual solicitaría al Congreso aprobar reformas a los códigos impositivos; a los prestatarios tocaría demostrar su elegibilidad (no debe olvidarse que los datos a octubre de ejecuciones hipotecarias alcanzaban 224 mil viviendas). El Departamento del Tesoro, en una suave rectificación, informó que había consenso para llevarlo a cabo con un enfoque estandarizado.

Todavía sin que se asentara el polvo levantado por la *Hope Now*, la Fed celebró su reunión de diciembre, en la cual el FOMC decidió bajar su blanco para la tasa de fondos federales un cuarto de punto más, quedando en 4.25%, y la Junta de Gobernadores bajó también la tasa de descuento un cuarto de punto, para que quedase en 4.75%. El entorno que llevó a estas decisiones, según la Fed, es casi el mismo de la reunión anterior, caracterizado por un crecimiento que se enlentece como resultado tanto de la intensificación del ajuste inmobiliario como de un gasto del consumidor ligeramente más débil, amén de restricciones en los mercados financieros. En materia inflacionaria se caracterizó también por los mismos factores: el índice que excluye bienes primarios y energía mejoró modestamente pero el general enfrenta presiones alcistas.

Este tercer recorte consecutivo, que totaliza ya la rebaja de un punto porcentual desde mediados de septiembre, no fue unánime en el FOMC; en contra votó Eric Rosengren, que prefería bajar la tasa de fondos federales medio punto. Tampoco se presentó el balance de riesgos entre crecimiento e inflación. En cambio, el mismo día el sector financiero privado respondió con un "no" sin ambages: el Dow Jones cayó 2.14% y el Nasdaq lo hizo 2.45%. Y la respuesta a Wall Street ya no fue individual sino colectiva, al día siguiente: a la Fed se unieron el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco Nacional Suizo. El paquete de medidas se dirigió a aliviar problemas de liquidez en los mercados financieros globales, e incluye mecanismos de subasta (programa TAF) y líneas de *swaps* de divisas con el BCE y con el Banco Nacional Suizo.

Bajo el programa TAF la Fed subastaría fondos temporarios a instituciones de depósito contra una amplia variedad de colaterales que pueden asegurar préstamos en la ventanilla de descuento, con lo cual se conseguiría una

mejor distribución de liquidez cuando los mercados interbancarios no asegurados estuviesen bajo presión. Cada subasta TAF será por un monto fijo, con tasa sujeta a la subasta misma (y partiendo de un mínimo), pero la Fed podría conducir subastas adicionales en meses subsecuentes, según evolucionen los mercados. Se evaluará más adelante si este programa temporal podría sumarse a las actuales herramientas de política monetaria, como las operaciones de mercado abierto y la disposición de crédito primario. Las líneas de *swaps*, a su vez, fueron aprobadas por el FOMC para estar vigentes varios meses. Por último, pocos días después la Fed preparó nuevas reglas para el otorgamiento prudente de créditos hipotecarios, reglas que estarán sometidas a consulta por 60 días.

II. Controversias

La revisión del desempeño de la Fed ante la crisis hipotecaria, como puede verse, no admite simplificaciones y sí, en cambio, ha dado lugar a puntos de vista numerosos y divergentes, proviniendo muchos de ellos de personalidades altamente calificadas en el análisis sistemático de la política monetaria. De modo que, en aras de la brevedad, no se aludirá en los párrafos que siguen a diversos aspectos de gran relevancia intrínseca, tales como la complejidad operativa de los productos financieros estructurados, la presunta crisis del modelo de los grandes bancos comerciales o la conformación de los nuevos agentes financieros de escala mayor, por dar ejemplos representativos. Se trata, simplemente, de una breve articulación más o menos cronológica de algunas controversias intelectuales que van de Greenspan a Bernanke.

Concluido el largo ciclo de Alan Greenspan de más de 18 años, Ben Bernanke –con un doctorado en economía por el Instituto Tecnológico de Massachusetts y una larga carrera académica en la Universidad de Princeton–, toma las riendas de la Reserva Federal en febrero de 2006, y año y medio después, en agosto de 2007, se toparía con la primera sacudida de la compleja crisis hipotecaria que aún no termina. Las etapas de la crisis, en cierta forma, van condicionando la opinión del gremio. Esto da sentido a tratar de encontrar en el período aquí considerado las peculiaridades de la política monetaria o, en su caso, de la nueva política monetaria.

Uno de los primeros académicos en intervenir en el debate fue Edmund Phelps, premio Nobel de Economía 2006, como lo comunicó la agencia noticiosa EFE el 23 de agosto de 2007. Phelps reclamó transparencia a los mercados crediticios estadounidenses, a fin de bajar la tensión de la crisis hipotecaria;

dichos mercados “siempre quieren dar lecciones de moral y nunca se miran ellos mismos”. Los operadores, agregó Phelps, no tenían los instrumentos para administrar la liquidez hipotecaria, puesto que “hace sólo 18 meses surgieron esos derivados financieros... que comprometieron la seguridad de las hipotecas” y aumentaron el riesgo. “Es correcto decir entonces que cuando estas hipotecas no se pagaron no había información suficiente”.

Bradford DeLong, quien fuera subsecretario del Tesoro durante la Administración Clinton, manifestó que es pertinente “regular a los mercados financieros para que los legos que invierten no sean esquilmados. Pero no cometamos el error de temer demasiado a las finanzas”. De hecho, su lectura de la gestión de Greenspan es de defensa: tuvo fallas (alentó las hipotecas de tasa variable y no enfrentó los desequilibrios presupuestarios de Bush), pero “en conjunto, Greenspan sirvió bien a Estados Unidos y al mundo durante su conducción de la política monetaria, en especial por lo que no hizo: intentar parar la especulación bursátil e inmobiliaria parando en seco la economía” (DeLong, 2007a y b).

En sentido opuesto a DeLong va Joseph Stiglitz, galardonado con el Nobel de Economía: Greenspan fue copartícipe de la manera como la Administración Bush trató de salir de la recesión de 2001, piensa Stiglitz, al haber apoyado los recortes fiscales que beneficiaban a los ricos y que terminaron endeudando a los pobres. Greenspan encabezó un crecimiento bueno pero insostenible. Para Stiglitz “los errores de las personas perduran mucho después de que ellas ya no están. Eso es muy cierto en el caso de Greenspan.” La lección para Estados Unidos y el resto del mundo es que se necesita “una mayor regulación del sector financiero, especialmente una mejor protección contra el crédito rapaz” (Stiglitz, 2007a y b).

Otros autores han enfocado sus baterías a discutir una eventual recesión. Paul Samuelson, por ejemplo, un tanto jocoso (a pesar de su solemne y mercedísimo Nobel de Economía), sostiene que hay un tercio de probabilidades de que se produzca una recesión suave, un tercio de que inyecciones de dinero de la Fed devuelvan a Estados Unidos la estabilidad y un tercio más de que los mercados vayan de arriba abajo y la inflación se dispare. Y ningún tercio es mejor que otro (Samuelson, 2007). Lawrence Summers, a su vez, desde su atalaya de ex secretario del Tesoro, dice que se necesitan un recorte tributario y gasto fiscal entre 50 mil y 75 mil millones de dólares si se quiere evitar una fuerte recesión; en tanto, a la Fed le insiste en hacer recortes más agresivos en las tasas de interés, asegurándose de que lleguen al consumidor. Él ve una probabilidad mayor a 50% de que haya una recesión.

Una perspectiva de finanzas globales es la que desarrolla, por su parte, Nouriel Roubini, de la Universidad de Nueva York. Para él la turbulencia en los mercados está asociada con problemas de liquidez y de solvencia, dado que la titularización es global y no se lleva a cabo con la transparencia debida. "Una política monetaria más laxa podría fomentar la liquidez, pero no resolverá la crisis de solvencia, porque la incertidumbre sobre la magnitud de las pérdidas es enorme, y gracias a la titularización los mercados financieros se han vuelto menos transparentes." Estos temas deben estar no sólo en el debate de Estados Unidos sino en la agenda misma del Grupo de los 7 si se quiere evitar una reacción seria contra la globalización (Roubini, 2007).

Robert Shiller, profesor en la Universidad de Yale, cree que el debilitamiento de las normas de préstamo y de innovaciones financieras permitió que se recomendara a los inversionistas papel con respaldo en hipotecas, a sabiendas de que son documentos muy riesgosos. Pero "una política monetaria blanda no es la única responsable. La tasa real de fondos relativamente baja se produjo después de que el auge inmobiliario ya estaba en marcha por completo". Greenspan, cierra Shiller, tiene razón en cuanto que las burbujas tienen aspectos positivos y negativos. Dada la dificultad para impedir la actual caída de los precios de las viviendas, las autoridades monetarias no debieran tratar de frenarlas sino de apoyarse en ellas (Shiller, 2007).

No podía faltar en esta cuestión el punto de vista de Paul Krugman, uno de los economistas estadounidenses más conocidos fuera de su país. Según Krugman, la Fed no ha sido capaz de saldar el lío hipotecario porque esta vez el problema no es sólo de liquidez sino fundamentalmente de solvencia: el sistema financiero emitió muchos préstamos incobrables. Los inversionistas no estarán bien seguros hasta saber "dónde están enterrados los cadáveres" (las deudas incobrables), y eso sucederá hasta que los precios de las casas terminen de caer y las instituciones financieras aclaren todas sus pérdidas. "Entretanto, cualquiera que espere que la Fed (...) diseñe un plan que haga simplemente desaparecer esta crisis financiera, quedará dolorosamente decepcionado" (Krugman, 2007).

Por último, está la perspectiva de Kenneth Rogoff, quien fuera jefe de economistas del FMI y hoy ha regresado a Harvard, consistente en que existe una pugna entre la Fed y los financieros privados, donde los segundos están exigiendo ser rescatados por la primera. Se ha roto el tipo de vínculo que mantenían con Greenspan y están cobrando muy cara la nueva situación a Bernanke. La corrección de precios hipotecarios del verano reforzó la opi-

nión de que la economía bajaba su ritmo por menor productividad y un proceso de deterioro de los préstamos en vivienda. “Preveo –dice Rogoff– una serie de descensos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, que no deben considerarse una concesión a los mercados de activos, sino un reconocimiento de que la economía real necesita ayuda” (Rogoff, 2007).

Conclusiones y perspectivas

Durante los meses de julio y agosto de 2007 se aceleró la caída del mercado inmobiliario. El Tesoro, la Fed y el Congreso pactaron un enfoque de mercado para atender la situación. Los segmentos más poderosos de Wall Street no quedaron conformes con dicha solución y exigieron, *de facto*, nuevos términos de convivencia económica. La no aceptación de los primeros profundizó la respuesta de los segundos en un juego de toma y daca durante varios meses. Al fin la Fed cedió, cuando la pugna amenazaba ya con frenar al sector real de la economía. No obstante eso no detuvo las contracciones crediticias y nuevos desplomes hipotecarios. Por ello, en diciembre, la Fed reconoció las hostilidades y se dotó de nuevos instrumentos de política, contando con el apoyo de los bancos centrales clave para las nuevas circunstancias. Estos primeros pasos debieran examinarse cuidadosamente porque, de una forma u otra, están sentando las bases del vínculo entre la alta finanza y el polo público emisor de dinero mundial. Cosa nada menor.

Las controversias entre personalidades en torno a la problemática de estos primeros meses pueden enriquecer la comprensión del asunto, en particular en aquellos casos en que el par recesión-inflación se percibe más allá de un asunto meramente técnico. Pero parece ser el caso que, de momento, las definiciones de política en torno al gobernador Bernanke seguirán haciéndose a contraluz respecto de Greenspan. Todavía más significativo es el hecho de que el cuerpo directivo actual de la Fed está constituido por figuras académicas prominentes hace muchos años, pero enfrentadas a varias situaciones financieras completamente nuevas. Ese poderoso núcleo intelectual encontrará sin duda un modo de convivencia con la alta finanza, y el tránsito hacia dicho entendimiento estará lleno de enseñanzas sobre la operación viva del capitalismo más dinámico.

Bibliografía

- Contreras Sosa, Hugo (2001a), "Los mercados y las políticas tras los escombros", *Carta de Políticas Públicas* año 3 núm. 17, FE-UNAM, septiembre.
- (2001b), "La política macroeconómica estadounidense en un bimestre crítico", Suplemento núm. 3 *Carta de Políticas Públicas* año 3 núm. 18, FE-UNAM, octubre.
- DeLong, Bradford (2007a), "El temor a las finanzas", Suplemento *Negocios* núm. 1,139, diario *El país*, septiembre 2.
- (2007b), "Alan Greenspan a juicio", Suplemento *Negocios* núm. 1,149, diario *El país*, noviembre 11.
- Krugman, Paul (2007), "Cuando se acabe el dinero", diario *El Universal*, diciembre 19.
- Rogoff, Kenneth (2007), "La Fed contra los financieros", diario *Reforma*, septiembre 19.
- Roubini, Nouriel (2007), "La oscura globalización financiera", diario *Reforma*, noviembre 9.
- Samuelson, Paul (2007), "¿Han fracasado los nuevos dioses?", Suplemento *Negocios* núm. 1,141, diario *El País*, septiembre 16.
- Schiller, Robert (2007), "Burbuja de hipotecas", diario *Reforma*, octubre 16.
- Stiglitz, Joseph (2007a), "La hora de la verdad para EU", diario *Reforma*, septiembre 14.
- (2007b), "La casa de naipes de Estados Unidos", diario *Reforma*, octubre 26.