

El dilema del presidente Obama. Algunas propuestas para salir de la crisis

CARLOS OBREGÓN DÍAZ

RICARDO SOLÍS ROSALES

Con toda seguridad, debe ser muy larga la lista de propuestas que el presidente Obama está considerando para salir de la crisis actual. Algunas de ellas están firmadas por economistas famosos, incluidos varios premios Nobel, o por empresarios y trabajadores comunes y corrientes. Entre ellas habrá seguramente ideas interesantes. Esperamos que éstas sean algunas de ellas.

La economía estadounidense sólo tiene como posibles caminos: 1) una recesión prolongada, de consecuencias imprevisibles (de ser como la de Japón, podría llegar a costar más de 150 billones de dólares como pérdida del crecimiento potencial del PIB en las próximas tres décadas)¹, y 2) la recuperación económica, a través de una estrategia muy clara sobre los objetivos que se quieren alcanzar en el corto y mediano plazos y los medios que se pondrán en marcha para lograrlos.

Para alcanzar esos objetivos se requiere que el gobierno estadounidense tenga a su disposición varios billones de dólares (alrededor de diez billones durante su primer mandato), que destinará a gasto gubernamental y reducciones de impuestos (de 1.5 a 2 billones), aumentos temporales en los activos de la Reserva Federal en contrapartida del dinero inyectado a la economía, principalmente a través de créditos a los bancos (de 3 a 4 billones), otorgamiento de subsidios fiscales y garantías financieras, que en el caso de las garantías no son sino una inyección de recursos fiscales contingentes (de 3 a 4 billones).

El presidente Obama se ha fijado como objetivo prioritario el restablecimiento del crecimiento de la economía estadounidense, con un nivel de ocupación cercano al pleno empleo, bajo un esquema de competitividad internacional, con una menor dependencia de las fuentes tradicionales de energía y con una distribución más equilibrada del ingre-

so. La recesión prolongada no es una alternativa que se pueda elegir. Pero puede ocurrir si no se adopta la estrategia adecuada y, sobre todo, si no se ponen en movimiento los recursos en la cantidad, calidad y tiempo que requiere la salida a la crisis actual.

La calidad tiene que ver con los proyectos específicos que se seleccionen por su impacto en el empleo, la educación, la salud, la ciencia y la tecnología (en lo que será prioritario, como ha anunciado el presidente Obama, lo relacionado con el desarrollo de fuentes alternativas de energía) y la reactivación de sectores económicos que tradicionalmente han sido las locomotoras del crecimiento. La calidad también está relacionada con la legalidad y transparencia con la que se manejen los recursos. El tiempo es importante porque la eficacia de las medidas dependen, en parte, de la oportunidad con la que se pongan en práctica. Solamente un gobierno eficiente y con capacidad de convocatoria puede generar, evaluar y poner en marcha una gran cantidad de proyectos pertinentes en un tiempo relativamente corto.

En relación con la cantidad, que es un elemento crucial del programa, es importante hacer algunas aclaraciones. Aun cuando los diez billones mencionados parecen mucho dinero, lo que importa realmente es el beneficio que aportarán contra el costo de no invertirlos. Si no se moviliza una cantidad del orden mencionado, lo que ocurrirá será una crisis aún más profunda que la que se vive actualmente. Además, los diez billones no son todos un gasto, ya que las disminuciones de impuestos no son un gasto, la Reserva Federal no tiene por qué registrar pérdidas significativas (el banco central no es absorbedor de pérdidas), las garantías otorgadas no generarán en todos los casos pérdidas fiscales y la gestión de los activos tó-

xicos, por muy grandes que sean sus volúmenes, deberán tener recuperaciones importantes. En consecuencia, con toda seguridad, si el programa se hace adecuadamente, el costo neto para el contribuyente no será superior a dos billones de dólares, cantidad irrisoria contra el impacto de una recesión prolongada.

En el plano fiscal, se podría decir que la deuda pública resultante será una carga pesada para los contribuyentes. En el plano monetario, se diría que una política expansionista provocará presiones inflacionarias, por la mayor cantidad de dinero que el banco central inyectará a la economía. En este momento, ambas preocupaciones son infundadas. Dos billones equivalen a menos de un año de ingresos fiscales en una economía como la estadounidense, que produce más de catorce billones de dólares anuales. Si esa economía se mantuviera en crecimiento cero, es decir dejara de crecer a una tasa anual promedio del 2.5%, como ha hecho históricamente, perdería ingresos por 350 mil millones de dólares cada año y crearía un millón de empleos menos.

En una recesión como la japonesa, de 15 años, 350 mil millones de dólares equivalen a 5.3 billones de dólares, lo cual significa que dentro de 15 años la economía estadounidense sería un 30% menor de lo que sería si creciera normalmente. De ahí en adelante, cada año la economía produciría 30% menos en comparación de su potencial, es decir, si recuperara el crecimiento histórico mencionado. Como consecuencia, a partir de esta recesión hipotética, la economía estadounidense perdería durante cada década aproximadamente 54 billones de dólares. En cambio, en la hipótesis de que se aplique la cantidad de recursos que se propone, el contribuyente no tendrá que preocuparse del pago de la deuda generada por el déficit fiscal que inevitablemente se producirá como consecuencia del plan de recuperación económica. El pago de esa deuda provendrá del crecimiento económico alcanzado gracias a la inversión de esos recursos. Es evidente que si no se hace nada no habrá una deuda que pagar, pero tampoco habrá crecimiento económico.

Habría consecuencias inflacionarias si el déficit fiscal y la inyección de dinero del banco central se

pusieran en marcha en una economía de pleno empleo o con aceleradas expectativas inflacionarias. Ése no es el caso en este momento. En las condiciones actuales, si se manejan las expectativas y se seleccionan los proyectos adecuadamente, el gasto público se traducirá en crecimiento económico y no en inflación.

Por último, el plan de recuperación económica debe durar hasta que se hayan alcanzado los objetivos que se propuso el presidente Obama, lo que significa que las medidas extraordinarias durarán varios años, probablemente los cuatro años de su gestión. Podría ocurrir que a la mitad del camino reaparezcan los defensores del equilibrio fiscal en todo tiempo y lugar, como le ocurrió al presidente Roosevelt en 1937, cuando lo convencieron de disminuir el gasto público y subir los impuestos, provocando un retroceso en los indicadores de empleo e ingreso, que ya habían comenzado a recuperarse. En otras palabras, existe el riesgo de sucumbir a los conflictos políticos y pretender ahorrarle costos al contribuyente mediante un ajuste insuficiente. El actual es un momento que requiere de decisiones firmes sobre cantidades de recursos en grandes magnitudes. No proceder de este modo puede tener implicaciones históricas muy costosas.

La naturaleza de la crisis

Conviene decir algunas palabras sobre la naturaleza de la crisis actual. La economía estadounidense vive una crisis financiera originada, como todas, por causas macroeconómicas.

Al nivel microeconómico, los agentes económicos han actuado (en Estados Unidos y en el resto del mundo) como era previsible que lo hicieran durante el periodo de auge y luego durante la crisis financiera. Durante la expansión inducida por las políticas puestas en marcha en 2000, en particular las tasas de interés a un nivel extremadamente bajo, se registró un mayor apalancamiento de las familias y las empresas y por ese conducto provocaron un aumento de la demanda agregada. El banco central de Estados Unidos estaba consciente de que su política podría provocar un brote inflacionario. Al final de cuentas, el sector económico en el que se registraron aumentos de precios



muy por encima de la inflación fue en el inmobiliario, particularmente en el correspondiente a las viviendas, acelerando el ritmo de crecimiento que venía registrando desde los años noventa.

Alan Greenspan (entonces presidente del Consejo del Sistema de la Reserva Federal), recuerda que a principios de 2003, es decir antes de que la tasa de interés de los fondos federales llegara a 1%, “las hipotecas a 30 años estaban por debajo del 6%, su nivel más bajo desde los años 60. Las hipotecas ajustadas a los tipos costaban incluso menos. Eso espoleó el movimiento de viviendas que tiró al alza de los precios. Desde 1994, la proporción de estadounidenses que se habían convertido en propietarios de su lugar de residencia se había acelerado. Para 2006, casi el 69% de los hogares era propietario de su vivienda, desde el 64% en 1994 y el 44% en 1940.”²

En la expansión inmobiliaria muchas familias pertenecientes a sectores tradicionalmente excluidos de este beneficio lograron hacerse de una vivienda propia, gracias a los llamados créditos *subprime*.³ Lamentablemente, la entrada de estos sectores a la bonanza inmobiliaria ocurrió demasiado tarde, cuando los precios eran ya muy altos, como para disfrutar de sus beneficios. Sobre la importancia relativa de esos créditos, Greenspan afirma que el aumento en el consumo registrado durante los años de créditos baratos se explica en lo fundamental por el aumento de la riqueza inmobiliaria, que benefició mayoritariamente a los sectores de clase media alta y alta.

Sin embargo, el auge inmobiliario no produjo una preocupación de fondo en el banco central. Dice Greenspan: “no nos las veíamos con una burbuja, sino con una espuma: montones de burbujas pequeñas y locales, que nunca crecían hasta alcanzar una escala que pudiera amenazar la salud de la economía en general.”⁴ Los hechos probaron que el estallido de la burbuja inmobiliaria podía afectar la economía en general si, como fue el caso, se daba en un contexto de desequilibrios macroeconómicos que la convirtieron a la postre en crisis financiera global.

En efecto, lo que originó esta crisis, con independencia del detonante, fue una combinación de dos elementos que caracterizaron al primer periodo del

presidente Bush: un exceso de gasto gubernamental en una economía de pleno empleo y una política monetaria expansionista.

No es posible crear un déficit gubernamental de la magnitud del gobierno del presidente Bush en una coyuntura cercana al pleno empleo sin crear desequilibrios macroeconómicos graves. En los años 80, durante la administración del presidente Reagan, los desequilibrios fiscales fueron contrarrestados por una política contraccionista de la Reserva Federal, encabezada entonces por Paul Volcker. En el caso de Bush, los desequilibrios macroeconómicos provocados por la política fiscal fueron en un principio magnificados por la política expansionista del banco central. Greenspan intentó, equivocadamente, encabezar el periodo de crecimiento económico más largo de la historia contemporánea de Estados Unidos.

Mientras el banco central intentaba corregir el rumbo, contrayendo la emisión de dinero y subiendo las tasas de interés, se produjo la crisis y con ella la caída más grave de la economía estadounidense desde la Gran Recesión. La ilusión óptica de Greenspan se debió a que, durante la fase de expansión monetaria, la inflación se mantuvo baja gracias a la productividad proveniente de los desarrollos científicos y tecnológicos de las universidades estadounidenses y de regiones como Silicon Valley y, de manera particularmente significativa, por la incorporación en la oferta de bienes y servicios de la mano de obra barata de muchos países en proceso de desarrollo, entre ellos China.

Era evidente que el exceso de dinero tenía que ir a algún lado. En este caso, el destino de los recursos fueron los bienes raíces y la bolsa, tal y como pasó en Japón y otros países asiáticos entre los años 80 y los 90, que también condujeron a crisis financieras. No tiene caso buscar culpables microeconómicos, los comportamientos de los agentes económicos son una constante: actúan igual en todos los países y en todos los tiempos. Tampoco hubo singularidad en su actuación en el caso de EU. Desde luego, la crisis ha hecho públicas debilidades importantes de los sistemas de regulación y supervisión y en los esquemas de evaluación y calificación de riesgos. Durante la crisis se han dado a conocer también grandes fraudes y violaciones a la



ley en algunas instituciones. Pero todos esos problemas deberán ser analizados, corregidos y castigados con el mismo rigor que si hubiesen sido detectados en un contexto de estabilidad y crecimiento. Lo importante ahora es convencerse de que la solución de la crisis es, como su origen, de tipo macroeconómico.

El presidente Obama también ha recibido propuestas para emprender una redistribución del ingreso, petición justificada por los retrocesos que se registraron en este campo durante los ocho años de Bush. Sin embargo, es evidente que ahora no es el momento en el que se pueda emprender una redistribución de un producto achicado por la crisis. Antes de poner en la agenda esta aspiración legítima de la sociedad, se debe resolver el problema del crecimiento económico, es decir, se debe recuperar el dinamismo de los factores que crean riqueza y bienestar. Sin crecimiento económico los pobres serán más pobres y no hay política de redistribución que pueda rescatarlos de esa situación que es consecuencia, en primer lugar, de la dinámica económica y, en segundo, de la política social del gobierno. La esperanza de los pobres y de los desempleados, en lo particular, y de los contribuyentes en general, es que el crecimiento económico se recupere.

Esa recuperación requiere que el crédito vuelva a fluir. De no hacerlo, el riesgo que se corre es una prolongada recesión como ocurrió en Japón. Para que el crédito se recupere se requieren dos condiciones: sanear las finanzas de los bancos, sanear las finanzas de empresas clave y, sobre todo, sanear las finanzas del consumidor. Sin esas reformas, no se puede pedir a los bancos que presten, a las empresas que inviertan y a los consumidores que compren.

Para sanear los bancos es necesario que el Tesoro proceda a retirar de los balances los activos tóxicos generados por la crisis. En este proceso puede optar por las modalidades que considere más convenientes desde el punto de vista de su eficacia, la transparencia y el costo final para el contribuyente. Pero lo que debe quedar claro es que esos activos tóxicos ya son propiedad del contribuyente, en el sentido de que no hay ningún agente distinto del gobierno que los pueda absorber. En este asunto no hay alternativa.

Desde luego, el gobierno de Obama podría nacionalizar los bancos. Pero eso no cambiaría la situación del contribuyente. De todos modos se quedará con los activos tóxicos, de igual manera que si son enviados a un banco concentrador, propiedad del gobierno. En otras palabras, la nacionalización no elimina la necesidad de sanear los bancos, ni reduce el costo para el contribuyente. La única diferencia es que con bancos nacionalizados se sacrificaría la eficiencia competitiva del sector privado de largo plazo y, por consecuencia, se reduciría la tasa de crecimiento potencial de la economía, por una menor competitividad internacional de la economía estadounidense. Desde el punto de vista de las finanzas públicas, el efecto en las dos modalidades es el mismo. La deuda resultante se pagará con el crecimiento mayor o menor que se logre impulsar con las medidas de recuperación económica. En resumen, por las razones mencionadas, los activos tóxicos deben ser enviados a una entidad concentradora del gobierno federal.⁵ A esta transferencia deberán destinarse varios billones de dólares. No hay otra alternativa.

Para sanear las finanzas del consumidor es necesario resolver sobre todo el problema de las hipotecas. Como se sabe, el activo fundamental del consumidor es su casa y, en su caso, los ahorros que tiene en el banco o en su fondo de retiro. Si esos activos han perdido valor y si los pasivos se han encarecido, como ocurre en este momento, el jefe de familia tiene que ajustar su gasto. Ese comportamiento se reafirma cuando, además, hay expectativas recesivas, lo que significa que ese jefe de familia corre el riesgo de perder su empleo o de ver disminuidos sus ingresos. El propio presidente Obama dijo en apoyo a su plan de recuperación económica: "Hemos perdido por el momento 3.6 millones de empleos. Pero lo que quizá sea más preocupante es que la mitad de esas pérdidas se han registrado durante los últimos tres meses, lo que significa que el problema está agravándose en lugar de mejorar". Por esas razones, el consumo sigue su tendencia a la baja. Es evidente que el comportamiento del consumidor es un reflejo de las condiciones macroeconómicas. Ante expectativas recesivas el consumo cae y se agrava el decrecimiento de la economía, del mismo modo en que



ante expectativas de crecimiento el consumo sube y se refuerza el crecimiento.

Para resolver las expectativas del consumidor es necesario sanear su balance general, reduciendo el valor de su deuda (además de alargar los plazos de pago), mediante reducciones a las tasas de interés (o reprogramación de tasas a lo largo del periodo de vida de la hipoteca, de manera que el propietario pague la parte inflacionaria en la última parte de ese periodo) o quitas al principal. Lo anterior, financiado parcialmente con subsidios fiscales. Sin embargo, es importante señalar que en cualquiera de los esquemas de apoyo que finalmente se elija, el deudor hipotecario debe asumir una parte muy importante de las pérdidas, absorbiéndolas mediante rehipotecas futuras con las cuales pagará dichas pérdidas. El consumidor debe aumentar su capacidad de consumo, pero la recuperación de su casa y de su capacidad de gasto deben estar acompañadas de una disminución del porcentaje futuro que le corresponde de la casa que habita. El consumidor tiene que asumir una parte significativa de las pérdidas, ya que de no hacerlo, todos aquellos que han pagado puntualmente sus hipotecas serían estimulados a dejar de hacerlo. La puesta en marcha de las modalidades que faciliten los flujos de pago es necesaria en la medida en que reestimula la demanda de bienes raíces y por ese conducto apoya la recuperación económica; pero los subsidios tienen que ser manejados con mucho cuidado. Si no se procede de este modo, se puede afectar el pago de las hipotecas que hasta ahora han sido pagadas puntualmente.⁶

Mientras el gobierno no otorgue créditos de largo plazo a tasas preferenciales a las empresas clave, no brinde las garantías correctas, no reestructure las hipotecas, no sanee los activos bancarios y no ponga en marcha los grandes proyectos que se necesitan, la recuperación económica no vendrá. Los bancos no pueden prestar cuando no hay empresas confiables a quienes prestarles. Las empresas no pueden recuperar su nivel de actividad si no hay demanda para los bienes y servicios que producen, no pedirán crédito si las tasas de interés siguen siendo prohibitivas y no van a emprender nuevas inversiones si no hay expectativas económicas de crecimiento. Los consumidores no van a reanudar

su ritmo de gastos si su situación patrimonial sigue deteriorándose y las perspectivas de empleo son, como ahora, angustiantes.

La solución a la crisis es, en síntesis, macroeconómica. Los agentes competitivos se optimizan en un arreglo institucional dado. Si éste no es el correcto, no hay mecanismos (cuando menos en un tiempo pragmáticamente relevante) que les permitan desarrollar un nuevo arreglo institucional adecuado para salir de la crisis. Éste es el mensaje de los distintos equilibrios Nash (el economista de la mente brillante), de la economía institucional de North, de Sen, de la economía de la información de Stiglitz y de la incertidumbre de Knight y de Keynes. El estado de confianza de la economía estadounidense sólo puede ser reestablecido por el gobierno en un tiempo pragmáticamente admisible. El gobierno es el único agente que puede reestructurar el arreglo institucional, restaurar el flujo de información y reestablecer la certidumbre. Sólo cuando se recupere el estado de confianza de la economía estadounidense será posible que los agentes macroeconómicos se optimicen en forma adecuada.

El contexto internacional

En la medida en que la crisis financiera ha adquirido una dimensión global, es indispensable que los programas de recuperación se pongan en marcha en todos los países afectados. Hasta ahora, los países más importantes han tenido una percepción distinta de la naturaleza de la crisis o de sus alcances y por ello han asumido posiciones distintas en cuanto a lo que debe hacerse para resolver los problemas.

Al principio, la mayoría subestimó la profundidad de la crisis estadounidense y el efecto que tendría en las otras economías desarrolladas. Por ejemplo, el experimentado gobernador del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet anunció que la institución a su cargo cumpliría puntualmente su papel como prestamista de última instancia en los volúmenes requeridos, pero no modificó sus tasas de interés. A lo largo del segundo semestre de 2007 siguió defendiendo la tesis de que la inflación seguía siendo el problema central de la Unión Europea y mantuvo la tasa del 4% que había fijado



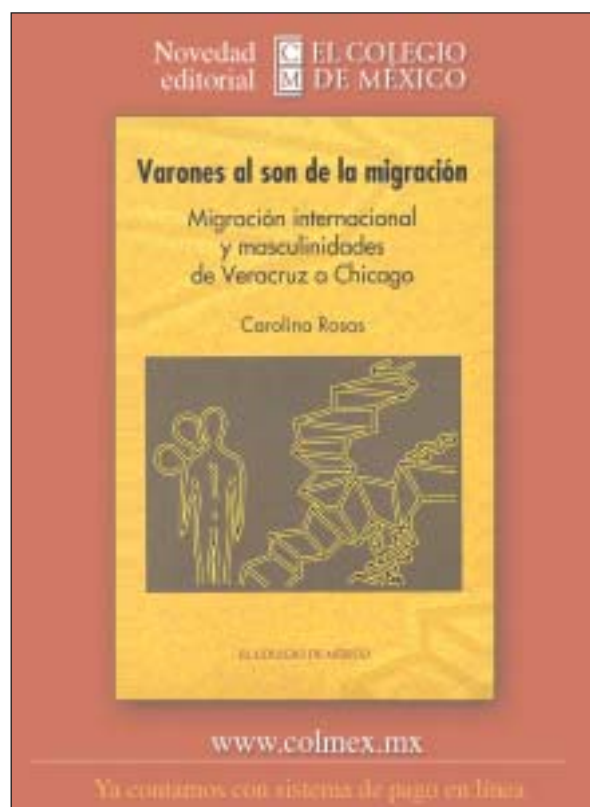
a mediados del año. A mediados de 2008 la incrementó a 4.25%. Pero en el otoño de ese mismo año, después de la quiebra de Lehman & Brothers, cambió de opinión y desde entonces ha bajado la tasa del BCE con urgencia, hasta el 2% actual. El Banco de Inglaterra ajustó su tasa a la baja en el momento del estallido de la crisis estadounidense y en los meses siguientes, pero la mantuvo en 5% a lo largo de 2008 hasta que ocurrió la quiebra de Lehman & Brothers, a partir de lo cual la ha bajado hasta el 1% actual. En ninguno de los dos casos las intervenciones de los bancos centrales pudieron evitar la recesión de sus economías. De algún modo, todos los países están esperando que se recupere la economía estadounidense por su papel de locomotora de la economía mundial y por lo que significa para las expectativas de los inversionistas en todos los países.

Por el lado del Tesoro, es decir, de los apoyos a los bancos y a las economías con recursos fiscales, cada país ha tomado sus propias decisiones, basándose en el impacto que ha tenido la crisis en cada caso y en la evaluación de la coyuntura. En el Reino Unido, el pequeño banco regional Northern Rock fue el primero en sufrir el retiro masivo de sus depósitos y en recibir el apoyo del gobierno, que a la postre se convirtió en una estatización temporal forzada. El gobierno inglés aprovechó el momento para anunciar que ampliaba la cobertura de su seguro de depósitos y que no permitiría ninguna quiebra bancaria. Con estas medidas buscaba evitar una corrida general y un colapso del sistema bancario, con consecuencias inimaginables en la economía del reino.

Esta actitud contrasta con la seguida por el gobierno estadounidense, que optó por una estrategia de caso por caso. Así, apoyó a algunas instituciones financieras en dificultades, que finalmente fueron absorbidas por otras. Pero en septiembre de 2008 dejó que quebrara Lehman & Brothers, uno de los mayores y más antiguos bancos de inversión estadounidenses. Los analistas y el hombre de la calle llegaron a la conclusión de que cualquier cosa podía pasar y que aún los bancos más grandes estaban en riesgo de cerrar sus puertas. La crisis financiera adquirió desde ese momento otro carácter, tanto en el interior de la economía

estadounidense como a nivel internacional. En lo esencial, la quiebra de Lehman & Brothers parece haber generalizado la visión pesimista sobre el futuro que se venía incubando en algunos sectores desde el estallido de los créditos *subprime*, a mediados de 2007. A partir de esa quiebra, las expectativas, que habían sido el principal motor del largo periodo de crecimiento de la economía estadounidense durante los tres lustros anteriores, cambiaron de signo y se convirtieron en el factor procíclico más importante.

La discusión sobre la naturaleza de la crisis y las acciones a seguir se concentran en dilucidar la naturaleza de la crisis y las políticas monetaria y fiscal que se deben seguir para resolverla. Poco a poco, se llega al consenso de que se trata de una crisis macroeconómica. Pero es más difícil aceptar que para recuperar el dinamismo económico se requiere una medicina semejante a lo que estuvo en el origen del problema, es decir, más dinero puesto a disposición a tasas bajas por el banco central, y más gasto público, que se convertirá en déficit fiscal y



que tomará finalmente la forma de incremento de la deuda pública.

A ese respecto, es muy importante decir que, a diferencia del periodo en el que medidas semejantes se pusieron en marcha, la coyuntura actual se caracteriza por una contracción de la demanda agregada, un incremento del desempleo, la parálisis del crédito bancario, el deterioro de las finanzas públicas y, sobre todo, la expectativa de que los próximos años serán de recesión y retroceso en el nivel de vida de grandes segmentos de la población de todos los países involucrados.

Obama tiene razón cuando dice: “el gobierno federal es la única entidad que cuenta con los recursos necesarios para resucitar nuestra economía”. Sería un gran error no utilizarlos en las grandes magnitudes requeridas en este momento decisivo.

¹ El cálculo de la pérdida del PIB para los siguientes 30 años de 150 billones (es decir, 150 millones de millones de dólares), resulta de responder a la siguiente pregunta: ¿qué pasaría en la economía estadounidense si se estanca durante los próximos quince y su PIB no se mueve de los 14 billones de 2008 y no recupera su tasa anual promedio histórica de crecimiento de 2.5% sino después de ese periodo? La respuesta es que en los primeros 15 años se perderían 47 323 billones de dólares. Esta cifra resulta de considerar la suma del PIB durante ese periodo, considerando que crece a una tasa anual promedio del 2.5%. Eso significa sumar $14(1.025) + 14(1.025) + 14(1.025)$ hasta el año 15, lo que permitiría que el PIB alcance en ese año un valor de 20.3 billones, en vez de 14 que se obtendrían si la economía estadounidense no crece durante ese periodo. Si a partir del año 16 se recupera la tasa anual promedio de crecimiento de 2.5% anual, al final del año 30 se tendrá un PIB de 20 276 billones, en vez del de 29 365 que se obtendría si esa tasa se mantiene a lo largo de los próximos 30 años, con lo cual la pérdida acumulada durante las próximas tres décadas llegaría a ser de 162 680 billones de dólares. En el texto se menciona la cifra de 150 billones, es decir inferior a los 162 680 que arroja nuestro cálculo, porque el cálculo es sensible a los supuestos que se considera-

ron para su elaboración y para dar una idea de lo que está en juego en la discusión sobre el plan de recuperación económica.

- ² Alan Greenspan (2007), *La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo*, Ediciones B, Barcelona, p. 259.
- ³ Greenspan reconoce que el relajamiento de las condiciones de crédito hipotecario para los prestatarios *subprime* aumentaba el riesgo financiero y que las iniciativas de propiedad de vivienda subvencionada distorsionan los resultados del mercado. Pero creía que los beneficios de una ampliación de la propiedad de viviendas compensan ese riesgo. *Op. cit.*, p. 263.
- ⁴ *Op. cit.*, pp. 260-261.
- ⁵ La idea de crear una entidad que concentre los activos dañados de los bancos se aplica desde hace muchos años en países como Francia. El precio de compra, las cláusulas relacionadas con la distribución de pérdidas y las condiciones de gestión de esos activos son los puntos más importantes a negociar entre el Tesoro y los bancos. Como garantía de la fracción de los quebrantos que cubrirán los bancos saneados se puede aceptar la entrega de acciones preferentes, cuyo valor se incrementará conforme se recupere la economía.
- ⁶ El esquema descrito podría contemplar garantías del gobierno para que los bancos consigan financiamiento de largo plazo a la tasa gubernamental (actualmente en 2.1%) y para el repago de las hipotecas, de modo que los bancos cobren solamente los costos de operación. Eso significa que en la renegociación podrían fijarse tasas cercanas a las que pagan los deudores no morosos durante los próximos cinco años y luego ajustarlas al alza para agregar el componente inflacionario y algunos otros costos, de manera que no se produzcan incentivos a quienes han pagado sus hipotecas para dejar de hacerlo. El objetivo sería reducir al mínimo el número de desahucios que se ha registrado en los últimos dos años, sin crear incentivos para el incumplimiento de los adeudos de quienes han estado al día con sus obligaciones. Un arreglo de este tipo perseguiría un triple objetivo: 1) sanear una parte importante de los balances de los deudores, 2) devolver una parte importante de su valor de los títulos garantizados con hipotecas y, en consecuencia, 3) sanear una parte significativa de los activos bancarios.