

El enfoque Greenspan-Kohn en la explicación de la crisis financiera de Estados Unidos de 2008

Omar Ayala Solís*

La crisis financiera de EE.UU. de 2008 y la posterior “Gran Recesión” son los hechos económicos más relevantes de los últimos años por sus implicaciones para la economía mundial. Los críticos de la Reserva Federal (Fed) aseguran que el tumulto es resultado de las bajas tasas de interés que provocaron una burbuja en el mercado hipotecario. En este artículo se expondrán los argumentos que, en su momento, utilizaron el expresidente de la Fed (Alan Greenspan) y su asesor principal (Donald Kohn) para defender la actuación del banco central en los años de la burbuja. En la primera sección se contrastará la coyuntura que enfrentó Greenspan con la situación actual, en la segunda se describirá el episodio de la historia de la Fed que representaron Greenspan y Kohn, y en la tercera se abordará la respuesta de estos dos economistas a los críticos del banco central.

I. La coyuntura de Alan Greenspan y la de Janet Yellen

En los primeros años de la década del 2000, la Fed redujo a niveles extraordinariamente bajos su tasa de interés de referencia por temor a que EE.UU. cayera en una deflación al estilo de Japón de la década de los noventa.

De acuerdo a varios economistas, el dinero barato, resultado de las bajas tasas de interés, alimentó una burbuja en el precio de los activos, incentivó a los inversores a tomar riesgos en busca de mayores rendimientos para compensar el nivel tan bajo de la tasa de interés, e incentivó a la población a endeudarse más allá de los límites prudentes, sobre todo, con el fin de adquirir el activo que estaba en auge, es decir, la vivienda. De esta forma, se provocó una burbuja en el mercado inmobiliario, cuyo estallido sería el evento principal que desencadenaría la crisis.

Durante su gestión Greenspan y Kohn se enfrentaban a una economía estadounidense debilitada por la burbuja de las empresas de las tecnologías de la información y por los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. La época anterior fue una era de prosperidad y de una política monetaria más basada en reglas, la llamada “Gran Moderación”. Para reanimar la economía de aquellos años, Greenspan y Kohn recurrieron a una política de bajas tasas de interés, sobre todo en el lapso 2003-2005.

Actualmente, el mandato de la presidenta de la Fed Janet Yellen comienza después de seis años de una lenta recuperación de la economía estadounidense que por fin empieza a

despuntar. Yellen se enfrenta a la decisión de en qué momento subir las tasas de interés después de que la tasa de la Fed se ha mantenido en el rango de 0 a 0.25 por ciento desde diciembre de 2008. Después de un tiempo de excesos monetarios, por las rondas de “compras de activos a gran escala”¹ (LSAP, por sus siglas en inglés) y por una política muy discrecional para combatir la crisis, Yellen debe lidiar con el movimiento en el Congreso estadounidense que busca aumentar la transparencia sobre las operaciones monetarias y financieras de la Fed, dado el gran incremento en los activos y pasivos de este banco central.

Es necesario mencionar que Yellen ha continuado con la tercera ronda de LSAP, dichas rondas se han relacionado con incrementos en los precios de los activos, sobre todo con auges del mercado accionario. Si la presidenta de la Fed no aumenta la tasa de interés a tiempo puede ser acusada de inflar una burbuja de los precios de los activos, al igual que Greenspan fue acusado de propiciar la burbuja inmobiliaria.

II. La época de Greenspan y Kohn

Alan Greenspan fue el emblemático presidente de la Fed que encabezó dicha institución desde 1987 hasta 2006. Fue Ronald Reagan quien lo nombró para estar al frente de la Fed después de que Greenspan sirviera de asesor en la campaña presidencial del político republicano. Se le apodaba el “maestro” debido a que, antes de que estallara la crisis financiera, era considerado el más exitoso presidente de la Fed, ya que su mandato coincidió con una época de prosperidad y estabilidad de precios sin precedentes. Bajo la gestión de Greenspan la Fed logró resultados económicos extraordinarios, la inflación fue baja y estable sin necesidad de incentivar altas fluctuaciones en la producción, el nivel de precios no se convirtió en un factor que alterara las decisiones de los hogares y empresas, y la economía estadounidense sólo experimentó dos recesiones relativamente suaves; las de 1990-1991 y 2001 (Mishkin, 2005: 1).

Por su parte, Donald L. Kohn fue vicepresidente de la Junta de Gobernadores de la Fed, fue la mano derecha de Greenspan, uno de sus más cercanos colaboradores y un ferviente defensor de las políticas del ex presidente de la Fed. Kohn fue asesor de Greenspan desde 1975, se dice que el “maestro” dependía de él para articular los

¹ Las compras de valores de largo plazo que la Fed ha realizado desde 2008 han sido divulgadas por la prensa con el nombre de rondas de “flexibilización cuantitativa”. Para fines de este artículo, se usará el término que se utiliza al interior de la Fed, que es “compras de activos a gran escala” (*large scale assets purchases*, LSAP), para ser más precisos.

discursos sobre los movimientos del mercado usados para describir la opinión e intenciones de la Fed. Cuando se acercaba el retiro de Greenspan, el semanario *The Economist* apuntalaba a Kohn para ser el sustituto, sin embargo, la administración de Bush lo nombró vicepresidente con Ben Bernanke a la cabeza, relegando al asesor de este último Frederic Mishkin. En este nuevo equipo al frente de la Fed, Kohn representaba la voz de Greenspan y su influencia.

III. La relación de la política monetaria con el precio de la vivienda

Primeramente, Donald Kohn argumenta en contra de la idea de que las bajas tasas de interés de la Fed causarán la burbuja en el precio de la vivienda. Señala que la influencia de la tasa de interés sobre el componente especulativo de los precios de los activos no es clara ni desde el punto de vista teórico ni empírico. Tampoco es claro si una política monetaria más restrictiva hubiese podido desalentar las otras causas del proceso especulativo en torno a la vivienda; como las expectativas demasiado optimistas sobre el precio, el apalancamiento excesivo y el evidente aumento en la toma de riesgos por parte de los propietarios de vivienda y los inversores.

No obstante, Kohn admite que el creciente uso de las hipotecas a tasa

ajustable, pudo haber sido estimulado, inicialmente, por las bajas tasas de interés a corto plazo de la Fed. Es decir, había hipotecas a tasa variable y la tasa que cobraban también era muy influenciada por las tasas de interés de corto plazo y no sólo por las de largo plazo. A su vez, el autor afirma que a pesar de que las bajas tasas de interés a corto plazo probablemente impulsaron la demanda y los precios de la vivienda durante un tiempo, el papel de la política monetaria en alimentar la especulación en el sector inmobiliario no está todavía claro. Los estudios que han tratado de dilucidar en qué proporción contribuyó la política monetaria al incremento en los precios de la vivienda durante este período no han llegado a sólidas conclusiones.

Kohn aclara que, en general, el canal de transmisión que vincula las tasas de interés con los precios de la vivienda no ha sido fuertemente establecido de forma empírica, lo que sugiere que se necesitaría una gran variación de la tasa de interés de la Fed para lograr un efecto sustancial en los precios de la vivienda. En este contexto, se pregunta: si la política monetaria laxa de la Fed impulsó las expectativas de alza y la especulación que inició en 2003 ¿por qué estos factores no se revirtieron después de mediados de 2004 cuando la tasa de interés de la Fed empezó a incrementarse?

Asimismo, el autor afirma que una política monetaria más restrictiva pudo haber limitado la extensión a la cual los prestatarios hipotecarios estaban dispuestos a endeudarse, sobre todo aquellos cuyas hipotecas eran a tasa variable, sin embargo, muchos de los peores préstamos *subprime* fueron hechos después de que la tasa de interés de los fondos federales se normalizara lo que refleja unas grandes deficiencias en los mercados financieros.

El movimiento en direcciones diferentes de las tasas de interés a corto plazo y a largo plazo durante este período complica aún más cualquier evaluación de la relación entre la política monetaria y el mercado inmobiliario. Que la tasa de interés actual y la esperada no se hayan movido en consonancia aun cuando la tasa de los fondos federales se elevó sugiere que otros factores además de la política monetaria estaban actuando, especialmente debido a que el Comité del Mercado Abierto señaló claramente que iba a regresar la tasa de los fondos federales a un nivel normal con el tiempo, aunque a un ritmo moderado.

Una buena parte del aumento en el precio de la vivienda probablemente se debe a los cambios estructurales que se estaban produciendo en el financiamiento hipotecario. Específicamente, el auge de los préstamos *subprime* y su asociación con la expansión de los mercados de titulización

con su fuerte demanda de hipotecas por parte de los inversores. (Kohn, 2009b: 38).

Por su parte, Alan Greenspan en diversos artículos argumentó en defensa de la actuación de la Fed. Uno de los puntos para explicar por qué la Fed no provocó la burbuja inmobiliaria es que los precios de la vivienda son más influenciados por las tasas de interés a largo plazo que por las tasas a corto plazo que determina el banco central estadounidense. Dado que las hipotecas son deudas a largo plazo, es lógico que la tasa de referencia sea la tasa de largo plazo, que es un indicador del rendimiento que podría obtenerse invirtiendo en otros activos de plazo similar y, por tanto, de riesgo semejante. Greenspan, mediante algunas regresiones, muestra que los índices del precio de la vivienda están mucho más relacionados con las tasas hipotecarias a largo plazo que con la tasa de interés de los fondos federales de la Fed (que de hecho tiene un plazo de un día):

“La burbuja de los precios inmobiliarios mundial fue consecuencia de menores tasas de interés, pero fueron las tasas de interés a largo plazo las que galvanizaron los precios de los activos inmobiliarios, no las tasas a un día de los bancos centrales, lo que aparentemente se ha convertido en la sabiduría convencional. En los Estados Unidos, la burbuja

de precios de la vivienda se vio impulsada por el bajo nivel de la tasa hipotecaria fija a 30 años que ha disminuido desde su pico de mediados de 2000, seis meses antes de la flexibilización del FOMC de la tasa de los fondos federales en enero de 2001. Entre 2002 y 2005, las tasas hipotecarias mensuales de 30 años guiaron el cambio mensual en el precio de la vivienda en EE.UU. (medido por el índice de precios de la vivienda Case-Shiller de 20 ciudades) por 11 meses, con un R^2 (ajustado) de 0.511 y un estadístico t de -6.93; un indicador mucho mejor de los precios de la vivienda que la tasa de los fondos federales que exhibió un R^2 (ajustado) de 0.216 y un estadístico t de -3.62, adelantado sólo ocho meses. Corriendo una regresión de ambas; la tasa de interés hipotecaria (adelantada 11 meses) y la tasa de los fondos federales (adelantada 8 meses) respecto a los precios de la vivienda se obtiene un muy significativo estadístico t para la tasa hipotecaria de -5.20, pero un insignificante estadístico t para la tasa de los fondos federales de -0.51." (Greenspan, 2010: 39).

Asimismo, Greenspan arguye que antes del 2002 las tasas de interés de largo y de corto plazos estaban más alineadas, por lo menos en cuanto a correlación se refiere, y que en ese tiempo la política monetaria, en efec-

to, tendría una mayor influencia sobre las tasas hipotecarias a largo plazo, pero después del período señalado las regresiones muestran que las tasas dejaron de estar alineadas.

Para este autor, la tasa de los fondos federales antes de 2002 podría ser percibida como un indicador líder de muchas estadísticas que en realidad están impulsadas por las tasas de interés a largo plazo. La razón de esto es que el coeficiente de correlación en los EE.UU. entre la tasa de fondos federales y la tasa de interés hipotecaria de 30 años desde 1963 hasta 2002, por ejemplo, había sido de un alto 0.83. En consecuencia, durante esos años, las regresiones con los precios de la vivienda como la variable dependiente aparentemente darían resultados similares con cualquiera entre las tasas de interés de largo plazo y las tasas a un día como la variable explicativa. Sin embargo, la tasa hipotecaria a 30 años se había desvinculado claramente de la tasa de los fondos federales a principios de este siglo. "La correlación entre la tasa de los fondos y la tasa de interés hipotecario a 30 años cayó a un insignificante 0.17 durante los años de 2002 a 2005, el período en que la burbuja fue más intensa, y como consecuencia, la tasa de los fondos exhibió poca, si alguna, influencia sobre los precios inmobiliarios" (Greenspan, 2010: 39).

Comentarios finales

Para Alan Greenspan las bajas tasas de interés que contribuyeron a la burbuja hipotecaria son el resultado del exceso de ahorros de las naciones del Este asiático y de otros países con grandes superávits exteriores. De acuerdo a estimaciones econométricas presentadas por Greenspan, el precio de la vivienda estuvo más relacionado con la tasa de interés hipotecaria a largo plazo que con la tasa de la Fed, que es de corto plazo, en el período 2002 - 2005. Asimismo, las tasas de corto y largo plazos estuvieron desacopladas a partir de 2002.

Según Donald Kohn, no hay un vínculo teórico o empírico bien establecido entre el precio de la vivienda y las tasas de interés, y fue la enorme demanda de los bancos de inversión de paquetes de hipotecas con el fin de titularizarlos lo que contribuyó a erosionar las restricciones al crédito.

Con respecto al argumento de Greenspan de que las tasas de interés a largo plazo son las que en realidad tienen que ver con el precio de la vivienda, es importante mencionar que, como objetó el economista John Taylor (2009), un tercio de las hipotecas otorgadas en EE.UU. en los años de la burbuja eran a tasa ajustable y, por tanto, eran sensibles a las tasas de interés a corto plazo como la que determina la Fed.

Referencias

- Greenspan, Alan (2004)/ “Risk and uncertainty in monetary policy”, *American Economic Review* vol. 94 núm. 2, mayo.
- (2007)/ “The roots of the mortgage crisis”, *Wall Street Journal*, diciembre 12
 - (2008a)/ “We will never have a perfect model of risk”, *Financial Times*, marzo 16.
 - (2008b)/ “Alan Greenspan: a response to my critics”, *Financial Times*, abril 6.
 - (2010)/ “The crisis”, Greenspan Associates LLC, abril.
- Kohn, Donald (2009a)/ “Central bank exit policies”, Cato Institute’s Shadow Open Market Committee Meeting, Washington, septiembre 30.
- (2009b)/ “Monetary policy and asset prices revisited”, *Cato Journal* vol. 29 núm. 1, invierno.
 - (2009c)/ “International perspective on the crisis and response”, Federal Reserve Bank of Boston 54th Economic Conference, Chatham, Massachusetts.
- Mishkin, Frederic (2005)/ “The Fed after Greenspan”, *Eastern Economic Journal* vol. 31 núm. 3, verano.
- Taylor, John (2009)/ “The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong”, National Bureau of Economic Research, enero.