

JONATHAN TEPPER | JOHN MAULDIN

CÓDIGO ROJO

*«Una lectura esencial.»
Del prólogo de Daniel Lacalle*

**CÓMO PROTEGER TUS AHORROS ANTE LA
INMINENTE NUEVA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL**



DEUSTO

Código rojo

Cómo proteger tus ahorros
ante la inminente
nueva crisis financiera mundial

JONATHAN TEPPER
JOHN MAULDIN

Traducido por Chris Courtney



EDICIONES DEUSTO

Título original: *Code Red*

Publicado por John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, EE.UU.

© 2014 Jonathan Tepper y John Mauldin

© de la traducción Christopher Courtney, 2014

© Centro Libros PAFP, S.L.U., 2014

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAFP, S. L. U.

Grupo Planeta

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

Diseño de cubierta: Microbio Gentleman

Imagen de cubierta: © Ken Reid / Getty Images

ISBN: 978-84-234-1852-7

Depósito legal: B. 2.743-2014

Primera edición: marzo de 2014

Preimpresión: Medium

Impreso por Romanyà Valls, S. A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prólogo	13
Introducción	19

PRIMERA PARTE

1. El gran experimento	33
2. Guerras de divisas del siglo XX:	
la reliquia bárbara y Bretton Woods.	57
3. El tsunami japonés: el inicio de una guerra de divisas . .	85
4. Un mundo de represión financiera.	123
5. Pirómanos al mando del cuerpo de bomberos.	156
6. Los economistas son inútiles	177
7. Velocidad de escape	213
8. ¿Qué pasará cuando todo vaya mal?	247
9. El dinero fácil dará lugar a burbujas	
(y cómo sacar provecho de ellas)	271

SEGUNDA PARTE

10. Protección mediante la diversificación	309
11. Cómo protegerse contra la inflación.	330
12. Análisis de las materias primas, el oro	
y otros activos tangibles	365
Conclusión	387
Epílogo	393
Acerca de los autores.	411
Agradecimientos	413

El gran experimento

Así como el oro, los dólares estadounidenses sólo tienen valor en la medida en que su suministro esté estrictamente limitado. Sin embargo, el gobierno de Estados Unidos tiene una tecnología llamada imprenta (o en la actualidad, su equivalente electrónico) que le permite producir tantos dólares como desee y, en esencia, sin coste. Al aumentar la cantidad de dólares en circulación, o incluso por la amenaza creíble de hacerlo, el gobierno de Estados Unidos también puede reducir el valor de un dólar en términos de bienes y servicios, lo cual es equivalente a elevar los precios en dólares de estos bienes y servicios.

BEN BERNANKE

presidente de la Junta de Gobernadores
del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos

El presidente Lyndon B. Johnson una vez resumió el sentimiento general sobre los economistas cuando le preguntó a sus consejeros: «¿Habéis pensado alguna vez que hacer un discurso sobre la economía se parece mucho a mearte la pierna? A ti te parece caliente y urgente, pero nadie más piensa lo mismo». Leer un libro sobre política monetaria y banca central puede parecer igualmente aburrido. Aunque no tiene por qué serlo.

La política monetaria y de la banca central puede parecer técnica y aburrida, pero, nos guste o no, las decisiones de la Reserva Federal, el Banco de Japón, el BCE y el Banco de Inglaterra nos afectan a todos. En los próximos años van a tener un profundo impacto en cada una de las personas de este planeta, afectando a nuestras vidas en todos los sentidos. Influyen en el valor de los billetes en nuestros bolsillos, el precio de los alimentos que compramos, lo que cuesta llenar el depósito de gasolina, el salario que ganamos en el trabajo, el interés que recibimos en nuestras cuen-

tas de ahorro, y la salud de nuestros fondos de pensiones. Puede que no te preocupes por la política monetaria, pero va tener un impacto sobre la posibilidad de que te jubiles cómodamente, si puedes enviar a sus hijos a la universidad con facilidad, o si serás capaz de pagar tu casa. Es difícil exagerar cuán profundamente la política monetaria influye en nuestras vidas. Si te preocupas por tu calidad de vida, la posibilidad de la jubilación, y el futuro de tus hijos, deberías preocuparte por la política monetaria.

A pesar de la importancia que tienen los bancos centrales en nuestras vidas, fuera de los parques de Wall Street y la City de Londres, la mayoría de la gente no tiene idea de qué hacen los bancos centrales o cómo lo hacen. Éstos son como el Mago de Oz: mueven las palancas del dinero detrás del escenario pero permanecen como un misterio para el público en general.

Ya va siendo hora de tirar de las cortinas de la política monetaria.

A pesar de que están separados por océanos, fronteras, culturas e idiomas, todos los grandes banqueros centrales se conocen desde hace décadas y tienen las mismas opiniones acerca de la función de la política monetaria. Tres de los más poderosos del mundo comenzaron sus carreras en el departamento de economía del MIT. El presidente de la Fed (Federal Reserve System, o Sistema de Reserva Federal), Ben Bernanke, y el presidente del BCE, Mario Draghi, recibieron sus doctorados allí en los años setenta. El gobernador del Banco de Inglaterra, Mervyn King, enseñó allí durante un breve período en los años ochenta, e incluso compartió despacho con Bernanke. Muchos economistas salieron del MIT con la creencia de que el gobierno podía (y más importante aún, debía) atenuar las crisis económicas. Los bancos centrales desempeñan un papel especialmente importante, no sólo por la adecuación de los tipos de interés, sino también por la manipulación de las expectativas del público sobre sus futuras acciones y decisiones.

Estamos viviendo un momento decisivo tras otro en el mayor experimento monetario de todos los tiempos. Todos somos conejillos de Indias en un arriesgado recorrido de prueba a cargo de los bancos centrales: es la hora del código rojo.

Aquellos de nosotros que tenemos cierta edad recordamos al gran entrenador de fútbol americano Tom Landry. Como entrenador de los Dallas Cowboys, recorría las líneas de banda con su famoso sombrero fedora y una hoja de papel que consultaba muchas veces. En ella tenía apuntada una lista de referencia de jugadas que había planeado con mucha antelación. ¿Tercera jugada y a diez puntos del rival? Tenía una solución para esa situación.

Las políticas de código rojo que están proponiendo los banqueros centrales se parecen más a los pases a la desesperada que a las tácticas del manual de jugadas cuidadosamente elaboradas de Landry: no provienen de ningún manual y desde luego no son normales. Los entrenadores de nuestro mundo financiero están ejecutando una nueva jugada tras otra, en realidad mezclándolas para probar y ver cuáles podrían funcionar: «Enviemos políticas de tipos de interés cero por el centro, mientras que la flexibilización cuantitativa corre en diagonal, las compras de activos a gran escala (LSAP, por sus siglas en inglés) salen para buscar un pase largo, y los tipos de interés reales negativos, la represión financiera, los objetivos PIB nominales y la intervención cambiaria se quedan defendiendo».

La sopa de letras de acrónimos de estos banqueros-entrenadores es incomprensible para las personas normales, pero en realidad todos estos nombres elaborados y técnicos sirven para ocultar verdades muy simples.

En *Alicia a través del espejo*, el señor huevo Zanco Panco dice: «Cuando yo uso una palabra, significa exactamente lo que yo quiero que signifique, ni más ni menos». Cuando los banqueros centrales nos dan palabras para describir sus políticas financieras, nos dicen exactamente lo que quieren que sus palabras signifiquen, pero rara vez nos dicen exactamente la verdad en palabras simples y claras. Piensan que no podemos encajar la verdad.

La gran crisis financiera de 2008 marcó el punto de inflexión de las políticas monetarias convencionales hacia políticas poco convencionales de código rojo.

Antes de la crisis, los banqueros centrales eran conocidos como personas aburridas y conservadoras que hacían su trabajo

con todas las de la ley. En general no caían bien y se les consideraba unos aguafiestas. Cuando la economía se sobrecalentaba, tenían que subir los tipos de interés, enfriar el crecimiento y ajustar la política monetaria. A veces, estas acciones provocaban recesiones. Quitando la ponchera no iban a contentar a nadie. De hecho, a comienzos de los años ochenta, el exdirector de la Fed Paul Volcker fue quemado en efigie por una multitud en las escalinatas del Capitolio por subir los tipos de interés a corto plazo al 19 por ciento mientras luchaba para combatir la inflación. Los banqueros centrales como Volcker creían en el dinero sólido, una inflación baja y una moneda fuerte.

Sin embargo, en la agonía de la gran crisis financiera, los banqueros centrales pasaron de enfriar la fiesta a cargar el ponche con todos los licores posibles. Ben Bernanke, el presidente de la Reserva Federal, fue el más audaz, más creativo y poco convencional de todos ellos. Con su formación en la Universidad de Harvard, el MIT y Princeton, es, sin duda, uno de los banqueros centrales más inteligentes de las últimas generaciones. Cuando Lehman Brothers quebró, inventó decenas de programas que nunca habían existido para financiar a los bancos, los fondos del mercado monetario, los mercados de papel comercial, etc. Bernanke bajó el tipo de interés de los fondos federales hasta casi cero, y la Fed compró miles de millones de dólares en bonos del Estado y valores respaldados por hipotecas. Bernanke prometió que la Reserva Federal actuaría con audacia y creatividad y no retiraría el ponche hasta que la fiesta empezara de verdad. Sus homólogos extranjeros como Haruhiko Kuroda (Banco de Japón), Mervyn King y su sustituto canadiense, Mark Carney (Banco de Inglaterra), y Mario Draghi (BCE) también se han comprometido a hacer todo lo necesario para lograr sus objetivos. No tenemos ninguna duda de que quien reemplace a Bernanke seguirá la misma línea.

Éstos son días de un nuevo tipo de banquero central que cree en la prescripción del dinero ultrafácil, mayores niveles de inflación y una moneda más débil para curar los males actuales. Su medicina puede haber salvado al paciente a corto plazo, pero es adictiva, la abstinencia es mala, y, como los efectos secunda-

rios a largo plazo son devastadores, sólo pueden recetarse para el uso a corto plazo. El problema es que no pueden admitir nada de esto abiertamente.

Los banqueros centrales esperan que las políticas no convencionales funcionen. Si todo va según lo previsto, la inflación se comerá la deuda silenciosamente, los mercados de acciones subirán, los precios de la vivienda subirán, todo el mundo se sentirá más rico y gastará su nueva riqueza, los bancos ganarán mucho dinero y llegarán a ser solventes, las deudas del gobierno se reducirán mientras que los impuestos suben y los déficits se evaporan. Y después de que todo se recupere, los bancos centrales pueden volver a los viejos tiempos de las políticas convencionales. No hay garantía de que vaya a pasar, pero ésa es la estrategia.

Hasta ahora, las políticas de código rojo han hecho subir los mercados de valores pero no han funcionado en la reactivación del crecimiento. Pero las políticas tipo código rojo son como una religión o como el comunismo. Si no funcionan, es sólo una prueba de que no se implementaron con suficiente amplitud y vigor. Por lo tanto, está garantizado que veremos muchas más políticas no convencionales en los próximos meses y años.

Cómo aprendí a dejar de preocuparme y amar la inflación

La gran crisis financiera es la historia de una enorme montaña de deuda que creció demasiado, alcanzó el punto crítico y luego se derrumbó. Durante décadas, las familias, las empresas y los gobiernos han acumulado todo tipo de deuda imaginable: las cuentas de tarjetas de crédito, préstamos estudiantiles, hipotecas, bonos corporativos y municipales, etc. Una vez que la montaña retumbó, se rompió, y comenzó a colapsar, los deslizamientos de tierra se expandieron por todas partes. El epicentro de la crisis fue el mercado de hipotecas *subprime* de Estados Unidos (de hecho, muchos líderes extranjeros siguen pensando que los causantes de la crisis global fueron estadounidenses gordos, urbanos, amantes de los Big Mac), pero Estados Unidos fue sólo una pequeña parte

de un problema mucho mayor. Países como Irlanda, España, Islandia y Letonia también tenían grandes burbujas inmobiliarias que estallaron. Otros países, como Australia, Canadá y China, tienen burbujas inmobiliarias que todavía están en el proceso de ruptura. Se trata del mismo problema en todas partes: demasiada deuda no puede ser pagada en su totalidad.

(Desde luego no minimizaríamos el papel de la Reserva Federal de supervisión a los bancos y especialmente la deuda *subprime*. Sin duda tuvieron un papel esencial al mantener los tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, y al ignorar deliberadamente la burbuja del mercado inmobiliario que se estaba desarrollando en Estados Unidos).

Cuando una persona tiene demasiada deuda, lo más sensato que puede hacer es gastar menos y pagar la hipoteca o las facturas de las tarjetas de crédito. Sin embargo, lo que es cierto para una persona no lo es para la economía en su conjunto. A este principio, los economistas lo llaman la paradoja del ahorro. Imagínate si de un día para otro todo el mundo decide dejar de gastar más allá de lo estrictamente necesario, ahorrar más y pagar sus deudas. Eso significaría menos cenas fuera de casa, menos visitas a Starbucks, menos regalos de Navidad, menos coches nuevos, etc. La economía en su conjunto se contraería drásticamente si todo el mundo gastase menos para pagar las deudas. Pero, de hecho, eso es exactamente lo que sucedió durante la gran crisis financiera. Los economistas lo llaman proceso de desapalancamiento. Y lo último que quieren los bancos centrales es que todo el mundo deje de gastar y al mismo tiempo reduzca sus deudas. Eso lleva a las recesiones y a las depresiones.

Al menos ésa era la teoría propuesta por John Maynard Keynes, el fundador de una de las escuelas más influyentes de pensamiento económico, y esto se ha convertido en el paradigma reinante. Se trata de incentivar el consumo y reactivar «espíritus animales». Si la economía está de capa caída (recesión), le corresponde al gobierno incurrir en déficits, incluso enormes, con el fin de «cebar la bomba». Pon un montón de dinero en manos de la gente para que salga a gastar, a la vez incentivando a las empresas para que se expandan y contraten a más trabajadores, quienes

luego consumirán aún más productos, servicios, etc. Lava, enjuaga y repite.

Otra solución, si tienes demasiada deuda, es declararse en quiebra. En muchos países puede ser una forma eficaz de volver a empezar de nuevo. Puedes dejar atrás las deudas que no puedes pagar, ofrecer pagar lo que puedas y comenzar de nuevo. Pero lo dicho, lo que es bueno para el individuo no es necesariamente bueno para la economía. Imagina qué pasaría si millones de personas se declarasen en quiebra al mismo tiempo. Todos los bancos estarían en bancarrota y el gobierno probablemente tendría que pagar los platos rotos y recapitalizar los bancos. Y luego, en poco tiempo, sería el gobierno el que se declararía en quiebra.

La diferencia entre lo correcto para una persona y lo correcto para la sociedad es paradójica. Es lo que los lógicos llaman la falacia de la composición. Lo que es cierto para una parte no lo es para la totalidad. Si vas en coche al trabajo diez minutos antes, puedes evitar el tráfico. Si todo el mundo sale diez minutos antes, el atasco se adelantará diez minutos. Los bancos centrales no quieren que todo el mundo se vuelva prudente o se declare en quiebra al mismo tiempo. Ellos simplemente prefieren que todos mantengan la calma y sigan gastando.

Si quieres evitar que todo el mundo deje de gastar —o peor, que todo el mundo entre en quiebra al mismo tiempo—, la única manera de hacer que la deuda desaparezca en términos reales es a través de la inflación. La inflación es el cazafantasmas de la deuda. Elimina la deuda a lo largo del tiempo. En aras de la simplicidad, imagínate que debes 100.000 dólares. Si la inflación está al 2 por ciento, tardarás cerca de treinta años en reducir el valor del préstamo a la mitad. Pero si la tasa de inflación se duplica al 4 por ciento, lo conseguirás bajar a la mitad en tan sólo dieciocho años. Y si la inflación vuelve a duplicarse al 8 por ciento, el préstamo se reducirá a la mitad en ocho años!

La inflación es justo lo que recetó el médico para una economía con demasiada deuda. Al incrementar la inflación, los banqueros centrales pueden erosionar la deuda de manera rápida y silenciosa. Pero mientras que la inflación es el amigo de los

deudores, es el enemigo de los ahorradores; entonces, que los banqueros centrales salgan y digan que están a favor de la inflación sería como si el papa anunciase un día que no es católico. Eso no va a suceder.

La inflación es un tema que divide a los economistas porque significa algo diferente para cada persona. No toda la inflación es mala. Generalmente se considera problemática cuando los precios de la mayoría de los productos y servicios comienzan a subir porque hay demasiado dinero en relación con lo que se puede comprar. El aumento en el precio de un corte de pelo es el resultado de una inflación mala. El método del corte de pelo no ha cambiado desde los años treinta o cincuenta. Sin embargo, hoy en día cortarse el pelo te cuesta muchísimo más caro. («Hoy tengo que pagar 200 veces más que cuando era un niño por un corte de pelo», dice John). No obstante, un aumento en el precio de un Picasso o un de Kooning se considera una inflación normal, o «buena». Los precios más altos son simplemente un reflejo de que hay más personas ricas en el mundo que están invirtiendo en las bellas artes. Son el reflejo de la escasez de los productos en venta y la actividad de las leyes de la oferta y demanda. ¿Y quién se queja de la inflación de activos en un mercado de valores que está creciendo, o del aumento de valor de la vivienda?

Así las cosas, hay buena deflación y mala deflación. La caída de precios de servicios de teléfono o de internet se considera buena. Una mejora en tecnología significa que los precios caen porque podemos hacer las mismas cosas de forma más barata, o casi de forma gratuita. Por ejemplo, en el libro *Dinero, mercados y soberanía*, Benn Steil y Manuel Enrique Hinds describen la segunda fase de la revolución industrial en Estados Unidos entre 1870 y 1896. Los precios cayeron un 32 por ciento durante el período, pero los ingresos reales aumentaron un 110 por ciento en medio de un fuerte crecimiento económico, la expansión del comercio y una enorme innovación en las telecomunicaciones y otras industrias.

La mala deflación es diferente. Cuando la demanda cae porque la gente tiene demasiada deuda y no hay suficiente dinero para gastar, los precios también caen, aunque el coste de produc-

ción no. Los empleos desaparecen, dejando a la gente con menos para gastar. Ése es el tipo de deflación que los bancos centrales temen hoy en día.

Sopa de letras: ZIRP, QE, LSAP

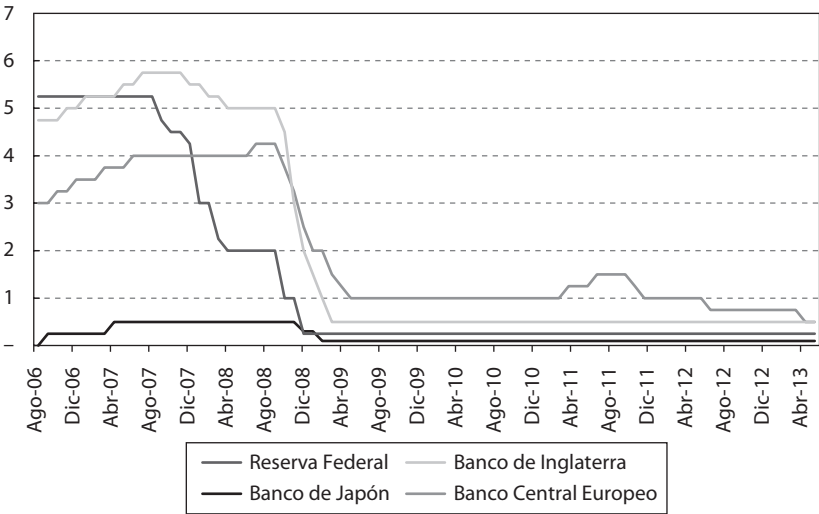
Veamos cómo los bancos centrales intentan crear inflación y cómo ayudan a las familias, las empresas y los gobiernos lastrados por una deuda excesiva. Revisaremos las principales siglas y términos técnicos, y explicaremos lo que significan y cómo te afectan.

La principal manera en que las autoridades monetarias influyen en la economía es mediante el establecimiento de los tipos de interés. Los tipos de interés determinan el precio al que la gente presta y pide prestado. En los viejos tiempos, cuando la economía estaba creciendo rápidamente, los bancos centrales subían los tipos. Cuando la economía se frenaba, éstas se cortaban, lo que significaba que la financiación era más barata, el crédito era fácil de conseguir y el dinero fluía más.

La razón por la que la Fed cortó los tipos de interés fue el estímulo de la economía. Los tipos reducidos significan pagos reducidos en la hipoteca, la tarjeta de crédito y el coche. Ofrecen a las empresas el acceso a capital barato con la esperanza de estimular las ganancias y por lo tanto la subida del empleo. Pone más dinero en manos de los consumidores. A modo de ejemplo, las tasas hipotecarias a treinta años en Estados Unidos recientemente tocaron un mínimo histórico del 3,66 por ciento, frente al 4,5 por ciento del mismo período del año pasado. Algunos titulares de hipotecas las refinanciarán, dadas las tasas mucho más bajas, aumentando su renta disponible. Esto casi nos hace querer comprar una casa o un par de ellas. ¿Quién puede quejarse de una comida gratis?

Sólo se pueden seguir recortando los tipos hasta llegar a cero. Luego te encuentras con un suelo. Los bancos centrales recortaron los tipos durante la crisis financiera, los dejaron cerca de cero y no los han subido desde entonces. Los bancos centrales

GRÁFICO 1.1 Tipos de interés globales



Fuente: *Variant Perception*, Bloomberg.

llaman a la práctica de dejar las tasas en o cerca de cero «la política de tipos de interés cero» (ZIRP). En la actualidad, Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Suiza y podría decirse que la zona euro están practicando la ZIRP.

En un mundo ZIRP, los deudores están encantados y los ahorradores están fastidiados. Imagínate pedir un préstamo al 5 o 10 por ciento y de repente ver cómo los costes del crédito bajan a casi cero. Por mucha deuda que tuvieras antes, el hecho de poder pagar muy poco en interés mensual te salva la vida. Los bajos costes del crédito hacen que sea más fácil para las empresas en dificultades refinanciar su deuda y reducir el valor real de los pagos. Si se reduce el pago de cupón de un préstamo, económicamente es lo mismo que perdonar parte de la cantidad del principio, pero el perdón está oculto. Las bajas tasas permiten la existencia de hogares y empresas «zombis» que cojean sin entrar en quiebra.

Los tipos de interés cercanos a cero, sin embargo, son terribles para los ahorradores, inversores y prestamistas. Imagínate que eres un jubilado, y que has sido responsable y has ahorra-

do toda tu vida, que has puesto dinero en un banco que esperas que te pague intereses todos los meses. Probablemente compraras algunos bonos para poder recoger cupones cada trimestre. En un mundo ZIRP estarías recibiendo muy poco de los pagos mensuales de intereses y cupones. Vivirías tus años de jubilación con muchos menos ingresos de lo que habías planeado, o tendrías que seguir trabajando durante mucho más tiempo con el fin de ahorrar más.

Esto les está sucediendo a los jubilados de todo el mundo; es por esto que cada vez más personas mayores de sesenta años todavía están trabajando. La Fed y los bancos centrales no están especialmente preocupados por los ahorradores, pues la mayoría de los estadounidenses están luchando con la deuda. En una sociedad endeudada, la ayuda para endeudados gana a la ayuda para ahorradores.

La inflación es un arma para los bancos centrales. Una mayor inflación permite que la Fed y otros bancos centrales bajen los tipos de interés reales por debajo de cero. Los tipos de interés nominales son los tipos de interés que recibimos todos. Los tipos de interés reales son los tipos nominales menos la tasa de inflación. Si tu banco te ofrece un 2 por ciento en tu cuenta bancaria, la tasa nominal es del 2 por ciento. Hasta aquí todo muy sencillo. Si la inflación es del 2 por ciento, entonces el tipo de interés real es 0 ($2 - 2 = 0$). El tipo de interés apenas se mantiene al nivel de la inflación. Si la inflación es del 4 por ciento, entonces el interés que estás recibiendo en tu cuenta bancaria ni siquiera alcanza la inflación. Tu tipo de interés real sería -2 ($2 - 4 = -2$). Como puedes ver, con tasas cercanas a cero, siempre y cuando la inflación sea positiva, los bancos centrales pueden crear tipos reales negativos. A pesar de que los tipos nominales se congelen en cero, las tasas reales de interés pueden bajar a menos de cero.

Cuando las tasas reales son negativas, el dinero se convierte en basura. Los tipos reales negativos actúan como un impuesto sobre el ahorro. La inflación erosiona el valor de tu dinero, y, en efecto, se trata de un impuesto de los banqueros centrales (ino electos!) sobre ese dinero que has ganado con esfuerzo y duro trabajo. Dejar dinero en el banco cuando los tipos reales son negati-

vos garantiza que vas a perder poder adquisitivo, pues los bancos centrales obligan a ahorradores e inversores a buscar inversiones cada vez más arriesgadas, sólo para mantenerse a flote. Casi garantizan que la gente no ahorre y no deje de gastar. De hecho, Bernanke reconoce abiertamente que su política de tipos de interés bajos está diseñada para que los ahorradores y los inversores asuman más riesgos con inversiones más arriesgadas. El hecho de que sea justo lo contrario a lo que necesitan los jubilados y ahorradores parece secundario en su búsqueda de mejoras en la economía y ganancias en los mercados.

Con sólo abrir la boca, los banqueros centrales pueden afectar no solamente al tipo de interés actual, sino también al tipo de interés futuro. Si Bernanke (y sus sucesores) o Mario Draghi, del BCE, prometieran mantener los tipos de interés cerca de cero hasta el fin de los tiempos, los inversores les tomarían la palabra. Con la promesa de mantener los tipos bajos, los bancos centrales han aplastado los rendimientos de los bonos. La curva de rendimiento de éstos nos cuenta la historia. La curva de rendimiento es la estructura de los tipos de interés de bonos para hoy, mañana y pasado mañana. Al trazar una línea para cada vencimiento de bonos, puedes ver cuáles serán los tipos esperados proyectados para el futuro: a dos años, cinco, diez y treinta años. El gobierno de Estados Unidos ahora puede emitir deuda a diez años con un rendimiento de menos del 2 por ciento. Esto está por debajo de la tasa de inflación, e implica que la Fed ha conseguido que los tipos de interés se mantengan por debajo de la inflación durante los próximos diez años.

Muchos de los grandes economistas como Paul Krugman, Ben Bernanke, Gauti Eggertsson y Michael Woodford han proporcionado las bases intelectuales que justifican las políticas de código rojo (en realidad, la lista de nombres es bastante más larga). Argumentan que si la política monetaria no convencional puede aumentar la inflación prevista, esta estrategia puede bajar los tipos de interés reales a pesar de que las tasas nominales no pueden caer más (es decir, no pueden caer por debajo de cero). Te conminamos a que leas su investigación y lo tengas en cuenta cuando estos mismos economistas digan que no quieren crear inflación.

Los bonos del Estado antes ofrecían una tasa de rendimiento libre de riesgo. No asumías ningún riesgo al comprarlos, y se te garantizaba una rentabilidad. Jim Grant, el astuto analista financiero, ha señalado que los bonos han subido tanto y los rendimientos de los bonos del Estado son tan bajos que ahora ofrecen a los inversores un riesgo libre de rendimiento: ahora tienes la garantía de pérdida en la compra de bonos del Estado. Los cupones son tan bajos que los rendimientos para inversores ni siquiera alcanzan la tasa de inflación. Es difícil ver cómo podrían bajar más las tasas o cómo se podrían encontrar más necios para comprar bonos. Los únicos que compran bonos de cualquier tamaño del gobierno británico, japonés, alemán o estadounidense hoy en día son instituciones que están legalmente obligadas a hacerlo, como las aseguradoras y los fondos de pensiones.

Desde el punto de vista de los banqueros centrales, dejar los tipos de interés cercanos a cero es útil, pero les ha dado poca influencia directa sobre la economía: pueden controlar la creciente inflación y las expectativas de aumento de los precios, pero sólo de manera indirecta. Sin embargo, todavía tienen más balas en la recámara que pueden utilizar.

Flexibilización cuantitativa, alias emisión de moneda

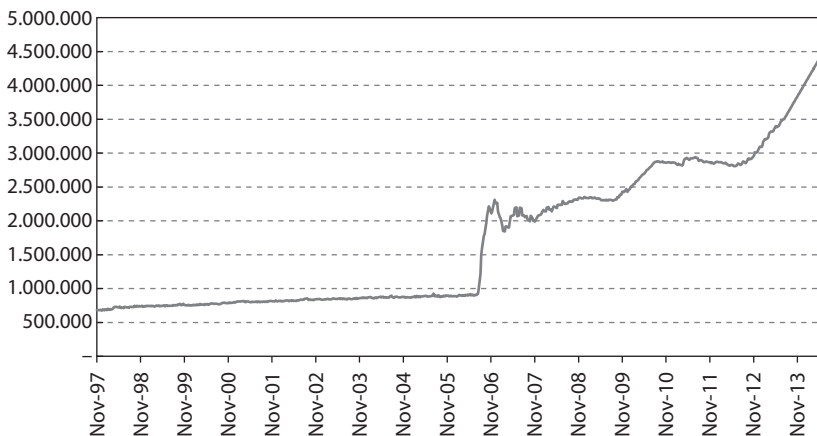
Además de la manipulación de los tipos de interés, los bancos centrales tienen la capacidad de aumentar la oferta de dinero a través de la flexibilización cuantitativa (QE). Por muy sofisticado que suene, es sólo una forma elegante de decir impresión de dinero. Cuando la Fed desea emitir dinero nuevo y ampliar la oferta monetaria, sale a comprar bonos del Estado de los bancos que ha designado como «operadores primarios». La Fed recibe los títulos y paga a los operadores con dinero recién impreso. El dinero va a las cuentas bancarias de los operadores, donde puede respaldar préstamos y la creación de dinero por parte del sistema bancario. Del mismo modo, cuando la Fed quiere reducir la oferta de dinero, vende los bonos de nuevo a los bancos. Los bonos vuelven a los operadores, y el dinero pagado a la Fed sim-

plemente desaparece. (Como se puede ver, tanto la «impresión» y la desaparición del dinero suceden electrónicamente y al instante. El dinero en realidad no se imprime. Ningún árbol resulta dañado en el proceso).

A los bancos les encanta la flexibilización cuantitativa, es un regalo para ellos y evita el proceso de asignaciones del Congreso. Para financiar la flexibilización cuantitativa, la Fed paga a los bancos con depósitos electrónicos que son saldos de reserva en la Reserva Federal. Estos saldos de reserva se han disparado a 1,5 billones de dólares, de apenas 8.000 millones a finales de 2008. La Fed ahora paga un 0,25 por ciento de interés sobre las reservas que posee, lo que equivale a cerca de 4.000 millones de dólares al año que van a parar a las arcas de los bancos. Si los tipos de interés suben al 3 por ciento, y la Fed eleva la tasa que paga por reservas de forma correspondiente, el pago de intereses se elevará muy por encima de 4.000 millones de dólares al año: a 45.000 millones de dólares, ¡un regalo aún más grande! Y ésta es una de las razones por las cuales la gente está tan preocupada por lo que sucederá si la Fed vuelve a una política normal. ¿Perderán los operadores primarios su margen financiero? ¿Realmente subirá la Fed los tipos de reserva? ¿O reducirá la oferta de dinero quitándoles a los bancos sus ganancias? En efecto, hay una razón por la que los mercados están preocupados, y ésta tiene que ver con las ganancias. Sus ganancias. Permanece atento.

La Fed ha impreso más de 1,5 billones de dólares a través de la QE, y está lista para imprimir mucho más. Consulta el gráfico 1.2 para observar el crecimiento proyectado del balance de la Fed. Se asemeja a un valor de NASDAQ en 1999, disparando a la luna. Puedes pensar que 1,5 billones podría ser suficiente, pero muchos economistas respetados y escritores como Paul Krugman y Martin Wolf están pidiendo aún más QE. Y cuando los oyes, casi puedes imaginar una versión de los viejos episodios de *Star Trek*, con el capitán Kirk —capitán Ben en este caso— gritando «¡Maldita sea, Scotty, tienes que darme más QE!», mientras que la Fed trata de escapar de un agujero negro de deuda elevada y bajo crecimiento.

GRÁFICO 1.2 **Crecimiento proyectado del balance de la Reserva Federal**

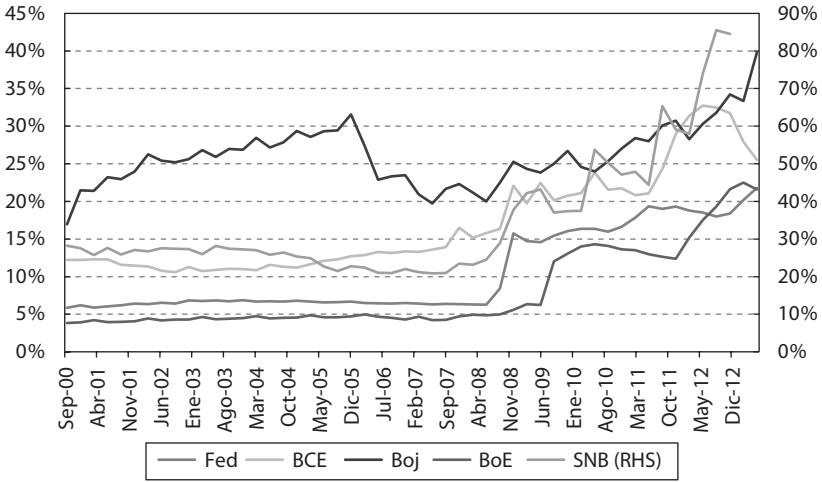


Fuente: *Variant Perception*, Bloomberg.

Cada vez que un banco central imprime dinero, crea ganadores y perdedores. Hasta ahora, los mayores beneficiarios de la emisión de moneda han sido los propios gobiernos. Esto no debería ser ninguna sorpresa. (Parafraseando al capitán Renault en *Casablanca*, «¡Estoy sorprendido, sorprendido al descubrir que aquí mismo se está imprimiendo dinero!»). Los bancos centrales de todo el mundo están imprimiendo dinero para financiar grandes déficits públicos. De hecho, en 2011, la Fed financió alrededor de tres cuartas partes del déficit de Estados Unidos, en 2012 más de la mitad y en 2013 va a financiar la mayor parte. ¿Por qué pedir prestado el dinero de ahorradores reales cuando el banco central te lo imprime?

El problema para los ahorradores y los inversores es que los principales bancos centrales están actuando como cómplices. Echa un vistazo al gráfico 1.3 y podrás ver que no se trata sólo de la Reserva Federal: también el Banco de Japón, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza, e incluso el BCE han ampliado sus balances. En los casos de Japón e Inglaterra, los bancos centrales están comprando bonos directamente. Los europeos no compran bonos directamente, sino que proporcionan financiación ilimitada

GRÁFICO 1.3 Los balances de los bancos centrales se disparan



Fuente: Variant Perception, Bloomberg.

a los bancos privados para hacerlo. Y los suizos han estado comprando un montón de bonos de todos los demás para evitar la subida del valor de su moneda. Es un carnaval de creación de dinero.

Como la emisión de moneda para comprar bonos del Estado no cuesta nada (dado que el dinero del banco central son bits de información en un ordenador), los gobiernos obtienen dinero totalmente gratis. El banco central compra bonos del Estado en el mercado abierto y no al gobierno directamente, y la simulación de una transacción entre las supuestas partes independientes del gobierno y el banco central mantiene la ilusión de la independencia de este último, con todas las partes pretendiendo que existe una separación entre la política monetaria y la fiscal. Pero eso es sólo para aparentar. Mediante la emisión, en esencia, de bonos a sí mismo, el gobierno parece aumentar los ingresos milagrosamente, sin sobrecargar a nadie. Sin embargo, el dinero gratis es como un unicornio que deja rastros de sabrosos excrementos de chocolate allá donde va: sólo existe en el reino de la fantasía. (Tú y yo podríamos decir: «No existe la comida gratis», pero, como John Maynard Keynes dijo, «las palabras deberían ser un poco salvajes»).

Ya que es imposible que exista un gobierno que aumente los ingresos sin coste alguno, la simple lógica nos dice que alguien tiene que pagar. Es imposible saber de antemano quién va a pagar la «comida gratis» de un banco central, pero lo que sí es seguro es que alguien, en algún lugar, finalmente pagará. Así que los gobiernos están utilizando la QE para aumentar los ingresos sin saber a quién le caerá la carga (y aunque lo supieran no lo dirían). Compara esto con la recaudación de ingresos de la forma habitual, a través de los impuestos, con la que es posible saber quién subió el impuesto, cuándo se impuso, la fecha de pago y cuánto se debe. La carga de la emisión de moneda, por otra parte, recae en víctimas inocentes, que suelen ser acreedores, ahorradores e inversores, pero los costes se extienden aún más. Para el político local es fácil negar la culpabilidad: el banco central está, por diseño, fuera de su control. (Bueno, excepto hoy en día en Japón. Cosas como la independencia del banco central pueden cambiar cuando la supervivencia está en juego.)

El gasto extremadamente alto del gobierno sería difícil sin la financiación del banco central. Mientras este libro va a la imprenta, por cada dólar que el gobierno federal de Estados Unidos gasta, se piden prestados 40 centavos de dólar (y ésta ha sido la tónica durante algún tiempo). En términos cotidianos, en 2012 los ingresos del hogar estadounidense promedio fueron de 50.054 dólares. Si una familia estadounidense media manejase su presupuesto como el gobierno de Estados Unidos, sería como pedir prestado cerca de 20.000 dólares al año para sufragar los gastos. La mayoría de las familias estarían encantadas de emitir dinero para financiar sus gastos. Al hacerlo, la Reserva Federal les echa una mano para aliviar el gasto. (Si los responsables de la Reserva Federal están leyendo esto, cualquier emisión de moneda que nos envíen será bienvenida. Por favor, pida nuestros datos bancarios. Nos comprometemos a gastar ese dinero de inmediato y así cumplir con nuestra parte del trato para impulsar el gasto de los consumidores.)

Los grandes ganadores de las políticas de la Fed han sido los accionistas. El objetivo de todos los bancos centrales es mantener la estabilidad de los precios. En el caso de la Fed, también

tiene la tarea de promover el pleno empleo en la economía. Estas dos misiones se conocen como el «doble mandato». Sin embargo, en un mundo de código rojo, los bancos centrales han creado un tercer mandato: hacer que los precios de las acciones suban a través de programas de compras de activos a gran escala (LSAP, por sus siglas en inglés). Bernanke habló directamente acerca de esto en un discurso en enero de 2011:

Las políticas han contribuido a un mercado de valores fuerte tal como lo hicieron en marzo de 2009 cuando realizamos la última iteración. El S&P 500 ha subido un 20 por ciento, y el Russell 2000, que recoge acciones de pequeña capitalización, está a un 30 por ciento.

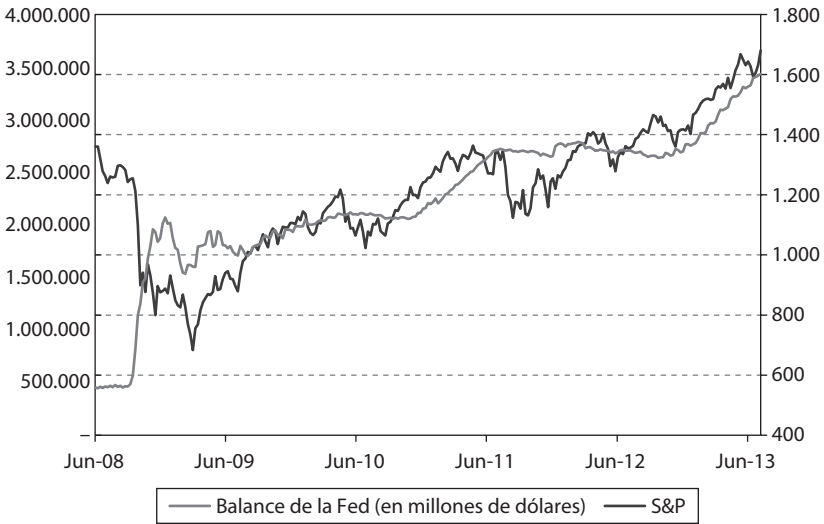
Bernanke convirtió este tema en un discurso en 2012:

Las LSAP también parecen haber aumentado los precios de las acciones, presuntamente tanto por la reducción de las tasas de descuento como por la mejora de las perspectivas económicas; probablemente no es una coincidencia que la recuperación sostenida de los precios de las acciones de Estados Unidos se iniciara en marzo de 2009, poco después de la decisión del Comité Federal de Mercado Abierto para ampliar en gran medida las compras de valores. Este efecto es potencialmente importante porque el valor de las acciones afecta tanto a las decisiones de consumo como a las de inversión.

Aquí vemos el estilo clásico de Bernanke. Si eres un inversor o especulador, el mensaje suena alto y claro: compra acciones. Te vamos a cubrir las espaldas. (Pero vamos a ver quién asume la culpa cuando la bolsa caiga la próxima vez.)

La razón por la que la Fed quiere que suban los precios de las acciones es que cuando las acciones suben, los inversores están contentos y propensos a gastar más dinero. Es la política monetaria de la filtración de la riqueza. El bombeo de 85.000 millones de dólares al mes vía QE, ZIRP y LSAP está dando vida al mercado de valores, todos con la esperanza de que los ricos se gasten esas ganancias, y que el dinero se filtre al resto del país. Hasta ahora, ni en sueños. (En el momento de escribir estas líneas, los

GRÁFICO 1.4 **Las políticas de QE y LSAP han impulsado las acciones**



Fuente: *Variant Perception*, Bloomberg.

nuevos puestos de trabajo creados por mes en Estados Unidos suman alrededor de 150.000, por lo que se necesitan alrededor de 500.000 dólares de QE para crear un puesto de trabajo. ¡Enhorabuena a la Fed! Sería mucho más fácil si simplemente enviaran cheques de 100.000 dólares a los desempleados. Y costaría el 80 por ciento menos.)

El problema es que no existe una relación clara entre la evolución de los mercados financieros y la economía real. La investigación apunta ahora al problema: el «efecto riqueza» de un aumento en el mercado de valores es muy pequeño. Los precios más altos del mercado de valores tienden a beneficiar sólo a los pocos que ya eran ricos. Los mismos economistas que desprecian la escuela económica que propugna las iniciativas para alterar la oferta están locamente enamorados de la política monetaria de la oferta. Vete a saber. ¡Filtración de la riqueza, sin duda!

La mayoría de los estadounidenses poseen acciones, pero sólo el 10 por ciento más rico posee cantidades significativas. Sus cuentas de jubilación valen un promedio de 277.000 dólares.

Pero las familias de clase media tienen sólo 23.000 dólares en sus cuentas, y los pobres no tienen nada en absoluto. De todos modos, casi todos los ricos ya tenían empleo antes de la flexibilización cuantitativa. Y después, siguen con sus puestos de trabajo y son más ricos. En cuanto a los pobres, todavía tienen un índice de desempleo muy alto y no se han beneficiado en lo más mínimo de una subida en el mercado de valores.

Devaluar tu moneda

En un mundo de tipos de interés cero, tipos reales negativos y flexibilización cuantitativa, el dinero tiene cada vez menos valor. Los bancos centrales son perfectamente conscientes de ello, y lo han comentado en público. De hecho, la devaluación del dólar es un objetivo muy explícito. En un discurso pronunciado en 2002, Ben Bernanke reconoció que la creación de dinero por vía electrónica devaluaría inmediatamente al dólar. Como argumentó:

Como el oro, los dólares americanos sólo tienen valor en la medida en que el suministro esté estrictamente limitado. Sin embargo, el gobierno de Estados Unidos tiene una tecnología llamada imprenta (o, en la actualidad, su equivalente electrónico) que le permite producir tantos dólares como desee y, en esencia, sin coste. Al aumentar la cantidad de dólares en circulación, o incluso por la amenaza creíble de hacerlo, el gobierno de Estados Unidos también puede reducir el valor de un dólar en términos de bienes y servicios, lo cual es equivalente a elevar los precios en dólares de los bienes y servicios.

La administración Obama está encantada con la debilidad del dólar. Christina Romer, ex presidenta del Consejo de Asesores Económicos, asimismo señaló que «la flexibilización cuantitativa también trabaja a través de los tipos de cambio». Argumentó que la Fed podría estimular la QE de forma más agresiva para reducir aún más el valor del dólar, si fuera necesario. Más adelante volveremos a este punto: el hecho de que esto hace que

sea difícil de objetar que Japón haga lo mismo, pero sólo con iel doble de intensidad!

Si bien la devaluación del dólar le podría parecer una idea disparatada a una persona normal, es exactamente lo que quieren algunos bancos centrales. El debilitamiento de la moneda es una estrategia de probada eficacia que los países han utilizado a lo largo de los años. Los banqueros centrales, que debilitan sus monedas, son como los pilotos de coches de carreras que inyectan óxido de nitrógeno en sus motores. A pesar de que es como hacer trampa, puede dar un pequeño empujón extra a una economía en la carrera por el crecimiento económico. No obstante, el hecho de que a largo plazo sea malo para la vida de sus motores se pierde en el impulso por ganar la carrera de hoy.

Muchos países dependen de las exportaciones, o les gustaría exportar más para crecer. Una moneda más débil hace que los bienes y servicios sean más atractivos para los extranjeros. Por ejemplo, hace unos años, cuando la libra tenía un tipo de cambio de 2,10 dólares frente al dólar, muchas mujeres británicas viajaban a Nueva York durante los fines de semana para comprar bolsos y salir a comer. Pero cuando la libra sólo compraba 1,35 dólares en mercancía, nadie pegaba el salto de Londres a Estados Unidos para ir de compras. Lo mismo sucede ahora a una escala mucho más grande. Para un fabricante de automóviles de Estados Unidos, la venta de coches a los extranjeros resulta mucho más fácil si el dólar está débil frente a las monedas extranjeras.

Cuando una moneda se aprecia, las exportaciones pueden recibir un golpe muy duro. Resulta más difícil vender ordenadores, coches y barcos a los extranjeros, por lo tanto la mayoría de los países y sus empresas quieren una moneda débil. Para una empresa es más fácil vender productos con una moneda débil, lo que se traduce en ser más productivos. Los políticos pueden decir que quieren un dólar fuerte y un euro fuerte, pero en la práctica es todo lo contrario. (Observa lo que hacen, no lo que dicen.)

La devaluación de la moneda suena como una teoría maravillosa. En la práctica, no siempre funciona de la forma prevista. Los bancos centrales, como los pilotos de coches de carreras, pueden inyectar óxido de nitrógeno en sus motores para conseguir

un poco más de potencia. Si eres el único que lo hace, tendrás ventaja. Pero el problema aparece cuando todo el mundo lo hace, pues de esta forma nadie tiene ventaja. Y con el tiempo, todos acaban quemando sus motores y nadie gana. A pesar del optimismo inicial que puedan inspirar, a largo plazo las crisis monetarias sólo pueden conducir al estancamiento, la inflación, la caída de los niveles de vida y un débil crecimiento.

Navegar en un mundo de código rojo

Cada vez que los bancos centrales cargan la ponchera a través de la emisión de moneda o de devaluaciones, los inversores están contentos. Cada anuncio sobre la QE ha hecho que las acciones suban. Cada venta de moneda importante, ya sea el dólar o, últimamente, el yen japonés, ha levantado los mercados de valores y materias primas, como el petróleo, el cobre, el trigo y el maíz, en términos de la moneda destrozada..., ejem, devaluada. La política de tipos de interés muy bajos y la emisión de moneda parece haber funcionado hasta ahora. Los niveles de la mayoría de los mercados de valores se han duplicado desde los mínimos a los que llegaron después de que Lehman Brothers se declarara en quiebra. La euforia de los inversores no debería ser ninguna sorpresa. Cuando Nixon sacó al dólar del patrón oro en 1971, las acciones se dispararon. Sin embargo, los inversores deben recordar que la alegría duró poco. Al final resultó que la década de los setenta fue una de las peores para la inversión en acciones o bonos. Las materias primas crecieron durante un tiempo y luego se estrellaron. Las inversiones eran traicioneras. El futuro próximo probablemente será igual de turbulento, marcado por burbujas, auge y caídas, y los inversores deberán estar preparados.

Para muchos inversores, los últimos años han sido un viaje tormentoso. Es fácil sentirse como un explorador medieval navegando por aguas desconocidas hacia tierras extrañas más allá del borde del mapa.

En una escena memorable (¡y relevante!) de *Blackadder*, una de nuestras comedias favoritas, lord Melchett le da un mapa a

Blackadder y dice: «Adiós, Blackadder. Los principales cartógrafos de la tierra han preparado esto para ti, es un mapa de la zona que vas a atravesar». Cuando Blackadder lo abre, ve que el mapa está en blanco. Lord Melchett sonríe y añade: «Estarán muy agradecidos si pudieras completarlo a medida que vas avanzando. Adiós».

Afortunadamente, tú no tendrás que viajar sin mapa, y ni siquiera completar un mapa vacío a medida que vayas avanzando. *Código rojo* te mostrará cómo navegar las traicioneras corrientes que hay por delante.

Lecciones claves del capítulo

En este capítulo hemos aprendido:

- Antes de la gran crisis financiera, los bancos centrales utilizaban la política monetaria convencional. Ahora están experimentando con políticas no convencionales de código rojo, como la flexibilización cuantitativa, los tipos de interés cero, las compras de activos a gran escala y la devaluación de la moneda. A largo plazo, estas políticas llevarán a la inflación.
- Si has pedido demasiado dinero prestado, es bueno gastar menos y ahorrar. Los banqueros centrales, sin embargo, quieren que todo el mundo siga pidiendo prestado y gastando. Sus políticas están diseñadas para promover el endeudamiento y la especulación.
- La forma de conseguir que la gente gaste su dinero en vez de ahorrarlo es a través de la creación de tipos de interés reales negativos sobre el dinero en efectivo. En la mayoría de los países, la inflación es superior a los tipos de interés, por lo que el efectivo es basura.
- Los políticos y banqueros centrales quieren fomentar las exportaciones, por lo que están tratando de devaluar sus monedas y hacer que los productos y servicios sean más baratos para los extranjeros. Por desgracia, no todo el mundo puede devaluar su moneda a la vez.

- Las guerras de divisas han ocurrido antes en 1930 y 1970. Rara vez terminan bien para nadie, pero los gobiernos siguen apostando por ellas de todos modos.
- Vamos a repasar algunos términos de código rojo:
 - ZIRP. Son las políticas de tipo de interés cero. Muchos bancos centrales han reducido los tipos de interés a cero y no pueden reducir más. Los bancos centrales han prometido mantenerlos cerca de cero durante años.
 - LSAP. Es un programa de compra de activos a gran escala. Esto sucede cuando un banco central imprime dinero para comprar bonos, hipotecas o valores.
 - QE. Se trata de la flexibilización cuantitativa. Sucede cuando los bancos centrales amplían el tamaño de sus balances para influir en la economía, en lugar de hacerlo a través de la subida o bajada de los tipos de interés.
 - Guerras de divisas. Es una política que se utiliza para debilitar tu propia moneda de manera intencionada. Se produce cuando los bancos centrales utilizan QE y ZIRP para reducir el atractivo de tener dinero en efectivo. Los bancos centrales también pueden «hacer bajar» su moneda y decir que quieren que baje más.