

Rowena Olegario. The Engine of Enterprise. Credit in America. Cambridge (Massachusetts) y Londres, Harvard University Press, 2016, 301 págs., ISBN: 978-0-674-05114-0.

Estaremos de acuerdo en que el dinero funciona de una manera incomprensible en nuestros días. Se acepta como normal que los bancos centrales inundan de dinero las economías cada poco tiempo, que los tipos de interés nominales estén por debajo de cero y que algo como el *bitcoin* pueda ser tomado en serio como dinero. También nos parece de lo más normal que pululen todo tipo de agentes ofreciendo crédito a prestatarios insolventes con contratos leoninos y que si las cosas van mal se proceda a gigantescos rescates bancarios con un coste enorme para el erario público.

Una veterana investigadora de la Universidad de Oxford, Rowena Olegario, discípula del gran historiador de Harvard Thomas K. McCraw, nos muestra en el libro que reseñamos que la situación en que se encuentra el crédito en nuestros días es absolutamente excepcional en términos históricos. En la introducción, Olegario indica que, en 2010, la deuda de los estadounidenses era 3,5 veces el PIB, repartiéndose, aproximadamente, a partes iguales entre el Gobierno, las familias, la banca y las empresas (p. 1). Nunca antes el endeudamiento había llegado a cotas tan altas y con un destino tan poco productivo. El relato de Olegario se centra en Estados Unidos, pero resulta fácilmente trasladable al resto de países desarrollados.

La autora divide la historia del crédito en cuatro fases: 1) nueva cultura del crédito (1790-1865), 2) intensificación desigual del crédito (1865-1920), 3) expansión del crédito para las familias (1920-1980) y 4) cambios en el acceso al crédito (de 1980 en adelante). En los primeros años de la nueva república, el debate sobre el papel del crédito fue intenso, pero, al final, se impuso la idea de que apoyar los negocios con crédito abundante sería un rasgo característico del modelo económico del país. En los años que siguieron a la Guerra Civil (1861-1865), el crédito se extendió por Estados Unidos, pero lo hizo de manera desigual y desordenada (hasta 1913 no hubo banco central). Tras la Primera Guerra Mundial (1914-1918), la extraordinaria difusión del automóvil americano se basó en ofrecer financiación a los compradores (otra innovación de Alfred Sloan en General Motors, que le permitió desbanca a una Ford muy renuente en este sentido) y, tras la Segunda Guerra Mundial, llegó el *boom* de las hipotecas y las tarjetas de crédito. Finalmente, en los últimos años del siglo XX, el Neoliberalismo introduciría un respeto reverencial por la innovación financiera, a la vez que una despreocupación por la erosión de la base productiva, lo que se ha traducido en una insensata “democratización” del crédito que nada tiene que ver con la que soñaron Benjamin Franklin o Alexander Hamilton.

Las cuatro fases citadas articulan el libro. En los dos primeros capítulos, Olegario muestra que las presiones de los emprendedores demandando crédito se impusieron pronto sobre las posiciones más conservadoras. Mayores problemas hubo con la financiación estatal, donde la iniciativa hamiltoniana de contar con un banco central fue echada por tierra dos veces (el Banco de los Estados Unidos existió entre 1791 y 1811 y, luego, entre 1816 y 1836, cuando el presidente Andrew Jackson quiso acabar incluso con el papel moneda). El proceso no estuvo exento de crisis, fechándose las más importantes en 1792, 1819, 1837 y 1857. La mitad de los 2.500 bancos fundados entre 1790 y 1860 quebraron (p. 60). Olegario resta importancia a estas cifras porque ocurrieron en un contexto de crecimiento. La solución se encontró en el *credit rating*, una innovación típicamente estadounidense. En 1859, R.G. Dun and Company publicó su primera colección de *ratings*, clasificando más de 20.000 empresas con valoraciones de 1 a 4.

En 1863, en plena Guerra Civil, fue aprobada la National Bank Act, una ley hecha a la medida de los financieros del Norte que, sin embargo, sería el marco legal básico hasta la creación de la Reserva Federal en 1913; en consecuencia, tardó mucho en conseguirse la integración del mercado crediticio nacional. Los bancos comerciales proliferaron, pero eran tan pequeños que no resultaban útiles para el capitalismo de gran empresa que se configuró a finales del siglo XIX. Así, tuvieron que surgir los *investment bankers*, como J.P. Morgan, que no temían implicarse en la financiación a gran escala y a largo plazo. Olegario no duda en hablar de *shadow finance* para referirse a su actividad, pues estaba poco regulada (p. 120).

Lo que tardó en llegar fue el crédito al consumo, ya que costó aceptar que también podía ser un *engine of enterprise*, pero, al final, así se entendió porque podía facilitar el acceso a la producción manufacturera nacional (p. 122). Pero, desde el final de la Primera Guerra Mundial, su crecimiento resultaría imparable, no viéndose afectado por la estricta regulación bancaria que introdujo el presidente Roosevelt en los años de la Gran Depresión. A las *sales finance companies*, promovidas por las empresas industriales, pronto se sumarían los bancos, siguiendo la estela del Bank of America o el Citibank, y con el respaldo de libros tan influyentes como *The Economics of Installment Selling* (1927) del profesor de Columbia Edwin Seligman. Treinta años después, otro libro, *The Affluent Society* (1958), de John K. Galbraith, encendería las primeras alarmas, al mostrar preocupación por el poder de la publicidad para manipular la demanda y conducir a un excesivo endeudamiento de las familias. La expansión de la tarjeta de crédito en los años Setenta no hizo sino complicar las cosas.

Pero la apoteosis del crédito llegaría con la liberalización financiera que apoyaron tanto los nuevos republicanos como los nuevos demócratas, quienes no dudaron en arrear las reformas rooseveltianas. Las arriesgadas prácticas de la banca de inversión se extendieron entonces por el sistema financiero. Todo tipo de préstamo fue “titulizado”, es decir, convertido en valores colocados entre inversores que no tenían más referencia que la calificación otorgada por las agencias de *rating*. Se llegó a titularizar los saldos pendientes en las tarjetas de crédito, un negocio aparentemente redondo por los elevados tipos de interés que devengaban. Un defecto de toda esta estructura, según Olegario, es que los ingresos de las agencias de *rating* “*shifted from investors and subscribers to the issuers of the securities*” (p. 213), con el consiguiente conflicto de intereses. Pero había algo más grave: “*The steady erosion of lending standards along with government guarantees of bailouts severed the link between risk and reward*” (p. 225). En otras palabras, las irresponsabilidades de los nuevos financieros serían pagadas en buena medida por los contribuyentes, como está demostrando la interminable Gran Recesión.

En suma, Rowena Olegario ha escrito un libro de enorme interés para que, comparando con el pasado, tomemos conciencia de hasta qué punto el mundo financiero de nuestros días ha perdido el norte. Las innovaciones financieras solo deberían ser aceptadas si sirven para hacer más productivas las economías. Como indicó Luis Ángel Rojo, veinte años antes de la crisis de Lehman Brothers, no cabe aceptar toda innovación financiera como un “bien social sin restricciones” (“Innovaciones financieras y política monetaria”, *Papeles de Economía Española*, 1988, nº 36, pp. 2-14, donde el autor, que llegaría a ser gobernador del Banco de España, se mostraba muy crítico con las titulaciones).

José Luis García Ruiz
Universidad Complutense de Madrid