



Raghuram Rajan y Rodney Ramcharan

Los precios de las tierras de cultivo en Estados Unidos hace un siglo podrían revelar si el crédito fácil causa auges y colapsos de los precios de los activos

EL CRÉDITO fácil, ¿produce burbujas de precios de los activos y perjudica al resto de la economía cuando estas estallan? Eso es lo que se preguntan las autoridades tras el reciente auge y colapso de los precios de la vivienda en Estados Unidos y otros lugares. Preocupados por la posibilidad de que el crédito bancario fácil haya desembocado en la reciente crisis financiera, muchos países están procurando endurecer las reglas para que los bancos no asuman riesgos excesivos. Ha ganado adeptos la idea de que los bancos centrales deberían ir en contra de la corriente para oponer resistencia a los auges de crédito y precios de los activos, en lugar de limitarse a controlar la inflación.

De hecho, las autoridades de algunos países exportadores de materias primas hoy se enfrentan a un dilema. Los precios de las materias primas subieron drásticamente durante la última década, y muchos productores experimentaron al mismo tiempo un auge del crédito y un auge de precios de los activos. El crédito y los precios de las propiedades han dado un salto espectacular en Brasil, por ejemplo, y hay quien sostiene que los actuales precios de las tierras de cultivo en Estados Unidos

son representativos de una burbuja, a pesar de la debilidad del resto de la economía nacional.

Entonces, ¿cómo deberían enfocar las autoridades la posible conexión entre la disponibilidad de crédito, en la que pueden influir los gobiernos, y el auge de precios de los activos, seguido de un colapso igualmente pronunciado? El reciente auge y colapso de los precios de la vivienda ha puesto este interrogante bajo la lupa, pero el análisis del último período de aumento explosivo de los precios de las tierras en Estados Unidos —hace un siglo— ofrece un valioso contexto histórico. La estructura regulatoria de aquella época también ayuda a revelar la influencia que puede haber tenido el crédito en las fluctuaciones de los precios de los activos.

Disponibilidad de crédito

Los especialistas en pánicos financieros sostienen desde hace mucho tiempo que la disponibilidad de crédito puede ser causa de auges y colapsos, y citan casos como la tulipomanía en los Países Bajos en la década de 1630 y la burbuja inmobiliaria de Japón en la de 1990 (Kindleberger y Aliber, 2005). Los estudios inspirados por la Gran Depresión de los años treinta también apuntan a la interacción entre la disponibilidad de crédito y los precios de los

Los precios de las tierras de Estados Unidos experimentaron ciclos de auge y caída a principios del siglo XX.



activos. Un shock positivo inicial en un activo como la tierra —por ejemplo, un alza del precio de los cultivos que sustenta— incrementa el patrimonio neto del prestatario, lo cual le permite captar crédito y estimula la demanda de tierras. Por el contrario, los precios de las tierras pueden bajar si caen los precios de las materias primas, lo cual se traduce en menor patrimonio neto, menos garantías, menor capacidad de endeudamiento y una contracción significativa de la demanda de tierras. Acto seguido se producen ventas a precios de liquidación, y los precios se deprimen aún más (Fisher, 1933; Bernanke y Gertler, 1989; Kiyotaki y Moore, 1997).

El hecho de que los bancos tengan o no incentivos para prestar también influye en el ciclo de auge y colapsos. Cuando el crédito está en expansión, es posible que los bancos opten por renovar préstamos de dudosa calidad o por conceder nuevos préstamos antes que reconocer pérdidas o revelar la falta de oportunidades de crédito, lo que pondría en evidencia que inicialmente no evaluaron como correspondía la calidad de los préstamos (Rajan, 1994). El resultado es que las buenas épocas pueden conducir a un exceso de crédito. Por el contrario, como las pérdidas crediticias son más probables en las malas épocas y las oportunidades de créditos solventes son más limitadas, todos los bancos tienen un incentivo para aprovechar estas condiciones más benignas y recortar el crédito, achacando las pérdidas sufridas a las condiciones económicas, y no a su deficiente capacidad de evaluación. Por ende, los ciclos que amplifican los shocks reales, tanto positivos como negativos, pueden estar seguidos de una expansión del crédito, sobre todo en zonas donde la competencia bancaria es mayor.

La teoría y la práctica

Hasta ahí llega la teoría. Pero en la práctica aún no se sabe con certeza si la disponibilidad de crédito crea una burbuja de precios de los activos; es decir, si los infla más allá de su valor fundamental aparente. Después de todo, el auge y colapso de precios de los activos suele girar en torno a cambios de las variables fundamentales o de las creencias, y lo probable es que fluya más crédito hacia entidades más sólidas. Esto también hace más difícil para las autoridades

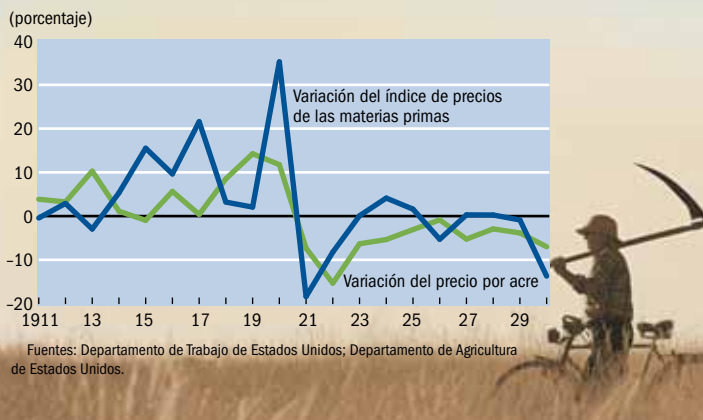
reaccionar frente a períodos de rápida inflación de los precios de los activos y expansión del crédito. Si se elevan las tasas de interés o se restringe por otras vías la expansión del crédito se puede impedir que los precios de los activos reflejen plenamente variables fundamentales positivas. Pero una excesiva disponibilidad de crédito puede empujar por sí sola los precios de los activos más allá de los valores fundamentales, sentando las bases para un colapso.

Por ejemplo, el boom de precios inmobiliarios registrado en la última década estuvo alimentado en parte por la creencia generalizada de que los precios nunca dejarían de subir. Esa misma creencia les facilitó a los bancos justificar la fuerte expansión del crédito hipotecario, y les dificultó a las autoridades juzgar por anticipado si los hogares estaban sobreendeudados y si el avance de los precios de la vivienda era excesivo. Análogamente, muchas razones explican el actual auge de precios de las materias primas; una de las más citadas es un cambio estructural sin precedentes. En el caso actual, la industrialización de mercados emergentes como China e India, y la amenaza del calentamiento global, junto con la incertidumbre en torno a la producción agrícola mundial, son las narrativas que han contribuido a sustentar el actual auge de los precios de las tierras de labranza y las materias primas agrícolas en Estados Unidos.

Para comprender mejor el impacto que la disponibilidad de crédito puede tener en el auge y colapso de los precios de los activos, examinamos el último —y distante— auge y colapso de los precios de las tierras a escala nacional en Estados Unidos, que se produjo en 1900–30. A comienzos del siglo XX, Estados Unidos era el mercado emergente más prometedor, y la rápida industrialización del país contribuyó a precipitar un boom de los precios mundiales de las materias primas. La demanda de caucho, petróleo y bienes agrícolas aumentó drásticamente, a la par de los ingresos en Estados Unidos y Europa, y la adopción generalizada de tecnologías nuevas como el automotor (Blattman, Hwang y Williamson, 2007; Yergin, 1991). Igual que hoy, esa alza de los precios mundiales de las materias primas también provocó un aumento igualmente marcado de los precios de las tierras de labranza en Estados Unidos (véase el gráfico).

Alimentado por las materias primas

Durante los primeros años del siglo XX, una fuerte alza de los precios mundiales de las materias primas produjo un aumento igualmente marcado de los precios de las tierras de cultivo en Estados Unidos.



Proliferación bancaria

Los bancos, a su vez, proliferaron a lo largo y a lo ancho del país, y el crédito se multiplicó y se abarató, con algunas prácticas parecidas a las adoptadas durante el último auge de la vivienda. Los prestatarios podían aportar apenas 10% del precio, recibir crédito bancario por 50% y tramitar una segunda hipoteca por el resto, y por lo general pagaban únicamente intereses hasta el vencimiento, cuando debían saldar el capital entero. Mientras fue fácil refinanciar, no se preocuparon por reembolsar el capital. Y dada la larga trayectoria de aumento de los precios de la tierra, los prestamistas confiaban en poder revender los campos embargados en caso de que un prestatario no pudiera pagar. Por lo tanto, prestaron sin inhibición: entre 1910 y 1920, la deuda hipotecaria por acre aumentó 135%. La Primera Guerra Mundial y la revolución rusa trastornaron la oferta de muchas materias primas —sobre todo, trigo y petróleo—, lo cual agudizó la incertidumbre mundial e intensificó el auge de las materias primas y la inflación de los precios de las tierras.

La tasa de quiebras bancarias durante la década de 1920 alcanzó máximos en las zonas que albergaban el mayor número de bancos al inicio de la década y en las que se cultivaban las materias primas que más aumentaron de precio durante la guerra.

Pero la Primera Guerra Mundial tocó a término tan abruptamente como había estallado. Y el nuevo gobierno ruso, desesperado por obtener monedas fuertes, no tardó en reanudar las exportaciones. La agricultura europea también se reactivó con mucha más celeridad de lo previsto después de la guerra. En consecuencia, los precios mundiales de las materias primas se desplomaron en 1920, disminuyeron anualmente a lo largo de esa década, y se derrumbaron nuevamente durante la Gran Depresión. En Estados Unidos, los precios de las tierras siguieron una trayectoria parecida y no volvieron a aumentar hasta la Segunda Guerra Mundial, más o menos dos décadas después del primer colapso. A lo largo de la década de 1920, Estados Unidos también sufrió unas 6.000 quiebras bancarias; o sea, alrededor de 20% de los bancos que operaban cuando el auge llegó al punto máximo en 1920. Esa fue la depresión anterior a la Depresión.

Divergencias fundamentales

Empleamos datos detallados, para cada condado, sobre precios de las tierras, superficie cultivada y estructura del sistema bancario local. Un nivel de desagregación tan fino permite identificar con mayor precisión la interacción entre las variables fundamentales locales —en este caso, el valor corriente de las materias primas subyacentes producidas por un condado, la rentabilidad por dividendo de la tierra— y la disponibilidad de crédito generada por la competencia entre los bancos locales. Nuestros datos apuntan a una dualidad de la disponibilidad de crédito como factor que influye en los precios de los activos.

La disponibilidad de crédito contribuyó efectivamente a la convergencia entre los precios de las tierras y las variables fundamentales durante el auge. En las zonas con acceso a bancos y crédito, los precios de las tierras pudieron reflejar mejor las variables fundamentales locales, medidas como un índice compuesto por las

variaciones del precio mundial de siete materias primas ponderadas según la superficie en acres que cada condado dedica a la producción de cada materia prima. Además, como las compras de tierra requieren grandes sumas, la disponibilidad de crédito puede haber conducido a una asignación más eficiente de las tierras, ya que a los agricultores más productivos posiblemente les haya sido más fácil obtener crédito para comprar más.

Sin embargo, *observamos (al menos en retrospectiva) que en las zonas donde abundaban los bancos —y donde presuntamente existía la mayor competencia entre bancos locales— se produjo una creciente divergencia entre los precios de las tierras y las variables fundamentales locales.* Esto coincide con la idea de que, en medio de una expansión crediticia, los bancos quizá se inclinen a renovar préstamos de mala calidad o conceder préstamos nuevos por temor a tener que reconocer pérdidas o ceder cuota de mercado a la competencia. De modo que una fuerte competencia en el sistema bancario podría conducir a un exceso de crédito, amplificando los shocks reales sobre los precios de los activos.

Si bien los datos son relativamente detallados y pudimos neutralizar una serie de variables geográficas y demográficas que pueden determinar tanto los precios de las tierras como la ubicación de los bancos, la evidencia se basa en correlaciones estadísticas que podrían aceptar otras explicaciones de la relación entre la competencia bancaria y los precios de las tierras. Por ejemplo, el número de bancos en un condado puede reflejar aspectos de las variables fundamentales no captados por el valor de los cultivos por acre, la magnitud del shock de precios de las materias primas en el condado ni otras variables observables incluidas en las distintas especificaciones.

Una prueba más convincente

Sin embargo, una característica interesante de los mercados de crédito de la década de 1920 nos permite ofrecer una prueba más convincente de que la disponibilidad de crédito ejerció un efecto independiente en los precios de las tierras. A comienzos de esa década, el crédito bancario entre diferentes estados de Estados Unidos estaba prohibido. Si la cantidad de bancos refleja sobre todo variables fundamentales asociadas a las tierras, el número de bancos ubicados en condados vecinos —del mismo estado o no— debería influir de la misma manera en los precios de las tierras de un condado, ya que los condados aledaños a una frontera estatal suelen tener variables fundamentales geográficas parecidas.

Sin embargo, si la cantidad de bancos refleja la disponibilidad de crédito, los bancos de condados vecinos del mismo estado (que pueden prestarse entre sí) deberían influir en los precios de las tierras mucho más que los bancos de condados vecinos igualmente próximos pero en distintos estados (que no pueden prestarse entre sí).

Análogamente, la diferencia entre los precios de las tierras de distintos condados debería exhibir una correlación positiva con la diferencia entre el número de bancos de distintos condados,

pero esa diferencia debería ser más marcada cuando los condados se encuentran en distintos estados, ya que los bancos no pueden conceder préstamos en otro estado para nivelar las diferencias de precios. Nuestros datos confirman estas predicciones, lo cual implica que la disponibilidad de crédito ejerció en los precios de los activos un efecto mucho mayor que todo efecto producido por el cambio de las variables fundamentales mismas.

Las diferencias entre las regulaciones bancarias de distintos estados también pueden contribuir a determinar si la relación entre bancos y precios refleja la disponibilidad de crédito o algún factor no medido. Algunos estados garantizan los depósitos. Según argumentos muy conocidos, si esas garantías están mal concebidas, los bancos pueden tener un incentivo para financiar inversiones más riesgosas y conceder más crédito de lo aconsejable, sobre todo si la competencia local es intensa. Efectivamente, los datos sugieren que el impacto de la disponibilidad de crédito en los precios de las tierras puede haber sido particularmente fuerte durante el boom en los condados situados en estados que garantizaban los depósitos. Estas diferencias en la relación entre bancos y precios determinadas por el sistema de garantía de los depósitos parecen ser significativas incluso en condados lindantes pero pertenecientes a estados con y sin garantías, que presuntamente tienen características económicas y cultivos parecidos.

Colapso de los precios de las materias primas

El colapso de los precios mundiales de las materias primas tras la Primera Guerra Mundial causó estragos en el sistema bancario en general. Pero la tasa de quiebras bancarias durante la década de 1920 alcanzó máximos en las zonas que albergaban el mayor número de bancos al inicio de la década y en las que se cultivaban las materias primas que más aumentaron de precio durante la guerra. Por supuesto, el hecho de que la disponibilidad de crédito haya sido importante para el auge no significa necesariamente que haya exacerbado el colapso. De hecho, una mayor disponibilidad de crédito en una zona podría haber amortiguado la caída. Pero el alza de precios de los activos y el endeudamiento que promovió fueron tan fuertes que se registraron considerablemente más quiebras bancarias (resultantes de las pérdidas por préstamos agrícolas) en las zonas con mayor disponibilidad de crédito antes del colapso. Juntos, estos resultados llevan a pensar que *la disponibilidad de crédito alimentada por la competencia entre bancos puede haber amplificado el impacto del shock positivo de los precios de las materias primas sobre los precios de las tierras y el endeudamiento*. Una vez que el boom se desvaneció, el aumento del endeudamiento puede haber conducido a una mayor cantidad de quiebras bancarias en zonas con mayor disponibilidad de crédito.

Por ende, retrospectivamente podemos decir que restringiendo el crédito se podría haber evitado gran parte del daño. Pero esa es una perspectiva que los reguladores no tienen. Además, sería demasiado fácil argumentar que se tendría que haber limitado la disponibilidad del crédito en todo el país durante el boom. Después de todo, en muchas zonas el crédito ayudó a alinear mejor los precios con las variables fundamentales. Y las expectativas de aumento de los precios de las tierras bien pueden haber sido racionales, dado que no se sabía con certeza cuándo concluiría la Primera Guerra Mundial, a qué ritmo se reanudaría la agricultura europea, ni si existía en Rusia voluntad de reactivar la exportación.

Una interpretación más razonable es que, cuando hay más crédito, el sistema financiero y los precios de los activos suelen ser más sensibles a todos los shocks fundamentales, sean pasajeros o permanentes. La gestión prudente del riesgo podría plantear entonces la posibilidad de que los reguladores vayan en contra de la corriente, empleando herramientas de supervisión más focalizadas cuando consideran que los shocks en las variables fundamentales son extremos, a fin de aminorar las secuelas si el shock resulta pasajero.

Un corolario de esta interpretación es que la gestión prudente del riesgo requiere un monitoreo cuidadoso del sistema bancario en su totalidad, incluida la “banca paralela”; es decir, fondos especulativos y grandes empresas financieras no bancarias que otorgan crédito. Los estudios publicados en los años veinte llevan a pensar que los reguladores no apreciaban del todo el aumento de los precios de las tierras ni el grado de competencia entre los bancos en el momento en que el boom llegó a su punto máximo en 1920. Incluso durante el colapso bancario ocurrido a lo largo de la década, la información sobre las quiebras bancarias era relativamente escasa y estaba sumamente fragmentada entre reguladores nacionales y estatales en Estados Unidos. Por ejemplo, según un estudio de la década, los reguladores tardaron un año en recopilar datos de una muestra de bancos limitada apenas a una región del país (Upham y Lamke, 1934). Esa falta de información puede haber dado lugar a errores como la decisión de promover la venta rápida de los activos de bancos quebrados, que quizás haya deprimido más los precios de las tierras y exacerbado la crisis. ■

Raghuram Rajan es titular de la cátedra Eric J. Gleacher de Finanzas de la Universidad de Chicago, y Rodney Ramcharan es economista de la Junta de la Reserva Federal. Estas opiniones no reflejan necesariamente las de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal.

Este artículo se basa en “The Anatomy of a Credit Crisis: The Boom and Bust in Farm Land Prices in the United States in the 1920s”, publicado en http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/land_sales_5.pdf

Referencias:

- Bernanke, Ben, y Mark Gertler, 1989, “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations”, *American Economic Review*, vol. 79 (marzo), págs. 14–31.
- Blattman, Christopher, Jason Hwang y Jeffrey Williamson, 2007, “Winners and Losers in the Commodity Lottery: The Impact of Terms of Trade Growth and Volatility in the Periphery 1870–1939”, *Journal of Development Economics*, vol. 82 (enero), págs. 156–79.
- Fisher, Irving, 1933, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, vol. 1 (octubre), págs. 337–57.
- Kindleberger, Charles, y Robert Z. Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, Nueva Jersey: Wiley Investment Classics).
- Kiyotaki, Nobuhiro, y John Moore, 1997, “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, vol. 105 (abril), págs. 211–48.
- Rajan, Raghuram G., 1994, “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109 (mayo), págs. 399–441.
- Upham, Cyril B., y Edwin Lamke, 1934, *Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration* (Washington: Brookings Institution).
- Yergin, Daniel, 1991, *The Prize: The Epic Quest for Oil, Money and Power* (Nueva York: Simon & Schuster).