



## **Algunas reflexiones sobre la actual crisis financiera en vísperas de la Cumbre de Londres del G20**

Dr. Miguel A. Alonso  
(miguelangel.alonso@urjc.es)

Profesor Titular de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid  
*MSC in Monetary Economics and Internacional Finance* (University  
of Essex, UK)

La primera crisis financiera global del S. XXI, conocida por todos como “crisis subprime”, ha vuelto a situarnos en la encrucijada acerca del papel que debe desempeñar el Estado en la Economía y, por tanto, en nuestras vidas. Los acontecimientos de los últimos meses han desafiado a políticos y economistas, y las respuestas varían entre regiones y profesionales vinculados a diferentes escuelas de pensamiento macroeconómico.

En la primera década de este nuevo siglo, los debates de los años treinta –aquellos surgidos bajo los efectos de la Gran Depresión– resurgen con renovada fuerza, aunque probablemente no alcanzan la calidad intelectual de entonces, pareciendo que el tiempo se hubiese detenido y la Ciencia Económica no hubiese avanzado desde entonces.

Los años treinta marcaron un período de intensos debates entre las dos máximas autoridades en materia macroeconómica del momento, Friedrich Hayek y J. M. Keynes. Sus ideas sobre política económica en general, y política monetaria en particular, diferían significativamente.

Hayek no sólo sostenía que los procesos de inflación artificial del dinero y del crédito llevados a cabo por las autoridades monetarias, eran el principal desencadenante de los ciclos expansivo-recesivos, sino también que la adopción de políticas de demanda expansivas (fiscales y monetarias) en los períodos recesivos sólo pospondría los ajustes económicos necesarios: es decir las fases de “sana recesión” que permitirían depurar los procesos de inversión insostenibles acometidos en el pasado (durante las fases de exuberancia irracional), y devolver los precios sobrevaluados de los activos a su valores reales previos a la creación de la burbuja monetaria.

Por el contrario, Keynes, situando el origen de la Gran Depresión en el comportamiento desestabilizador de la inversión privada –sustentada en la codicia y en los “*animal spirits*”– y un deficiente funcionamiento de la economía de mercado, defendía que en los episodios recesivos el gobierno debía intervenir para sostener la demanda agregada y recuperar el pleno empleo. No obstante, desconfiando del impacto real de los impulsos monetarios en condiciones extremas con expectativas muy deprimidas –trampa de la liquidez–, se mostraba partidario de las expansiones fiscales.

La simple idea de que el gasto público movía el consumo y la inversión, a través de los conocidos efectos multiplicadores de muy dudosa relevancia, “arrojó por la ventana” la posición que habían mantenido los autores clásicos de que las políticas de

austeridad, debían ser un elemento clave y saludable que caracterizase la ejecución de la política fiscal.<sup>1</sup>

Actualmente, viviendo los efectos reales –que podríamos calificar de segunda vuelta– de la crisis financiera internacional todavía en curso, los gobiernos se afanan en devolver la estabilidad al sistema financiero y combatir la recesión a corto plazo con programas monetarios y fiscales expansivos, una reforma del sistema financiero internacional que aspira a incrementar la regulación financiera para depurarlo de los “excesos del capitalismo”, y barreras proteccionistas –explícitas o encubiertas– a pesar de los compromisos adquiridos por el G-20 a favor del libre comercio.

Diversos gobiernos, 17 de ellos pertenecientes al G-20, han puesto en marcha medidas destinadas a salvaguardar sus industrias nacionales de la competencia de otros países, dificultando el comercio internacional (cláusula *Buy America*).

Un reciente informe del Banco Mundial, alerta del auge que está viviendo el proteccionismo debido a la intensificación de la crisis económica a nivel mundial. Una de las lecciones aparentemente no aprendida de la crisis de los años 30, es que el recurso al proteccionismo prolongó la Gran Depresión.

El debate sobre la conveniencia de los actuales (o de nuevos) planes de estímulo de la economía, así como las nuevas iniciativas reguladoras que pretenden reformar la arquitectura financiera internacional, debería ser enriquecido por una serie de reflexiones que considero importantes:

1. En primer lugar, la principal causa de la actual crisis económica y financiera, es la alteración de la estructura de capital de la economía originada por la política de bajos tipos de interés de la FED y del BCE entre los años 2002 a 2006.

El estallido de la burbuja tecnológica y los atentados del 11 de septiembre de 2001, supusieron un clima de inestabilidad que indujo a los principales bancos centrales, especialmente a la FED, a expandir los agregados monetarios y situar los tipos de interés en niveles artificialmente bajos (dada la oferta de ahorro de la economía), en un intento de reactivar el consumo y la producción a través de un auge artificial (es decir, sin un incremento previo del ahorro) y desmesurado del crédito bancario.

Durante varios años, la oferta monetaria (M3) creció a una tasa del 10% anual, lo que suponía que cada seis o siete años el dinero en circulación se duplicaba (Huerta de Soto, 2008).

Estos años de expansión crediticia, y los bajos tipos de interés resultantes, distorsionaron el proceso de toma de decisiones de los agentes, quienes relajaron sus estándares de valoración de riesgos<sup>2</sup>, incurrieron en

---

<sup>1</sup> En un artículo de diciembre de 2008, Daniel Gros señala que incluso si los gobiernos fueran capaces de aumentar la inversión pública un 20% en un año, esto resultaría en un estímulo fiscal de menos del 0,5% del PIB

<sup>2</sup> Los bajos tipos de interés empujaron a prestamistas e inversores a asumir mayores riesgos para obtener mejores rentabilidades, acentuándose el riesgo de crédito del sistema. A ello se añade el carácter oligopolístico del sector bancario cuyas instituciones, en fases de expansión monetaria, deben competir de manera encarnizada para mantener sus correspondientes segmentos de mercado o acaparar más.

situaciones de sobrepréstamo, sobreendeudamiento y sobreinversión en sectores equivocados de la economía, y alimentaron burbujas de precios de rentabilidad irreal.

Los préstamos hipotecarios se concedían sobre la falsa expectativa, alimentada por la propia política monetaria, de que: (1) los precios de la vivienda siempre crecerían, convirtiéndose en un buen colateral para los bancos; (2) los tipos de interés se situarían en niveles permanentemente bajos; y (3) el crédito siempre sería abundante en condiciones ventajosas. Nada hacía presagiar que este escenario cambiaría radicalmente poco tiempo después

El mensaje sobre la responsabilidad de los bancos centrales en la actual tormenta financiera parece haber comenzado a calar en las filas del Partido Republicano, tal y como sugiere la reciente intervención del senador Ron Paul en la Cámara de Representantes de los EEUU.

2. En segundo lugar, tan importantes como los *errores de decisión* (fallos en los modelos de valoración de riesgos, errores propiciados por la mala valoración del riesgo crediticio de las titulaciones hipotecarias...) generalizados provocados por una mala intervención monetaria, que desvirtuó la labor señalizadora de los precios provocando una descoordinación de las decisiones intertemporales de los agentes, fueron los comportamientos de riesgo moral vinculados a la confianza en un rescate masivo del sistema bancario.

Desde la crisis del sudeste asiático de 1997 se sabe que, bajo un sistema de garantía gubernamental –ya sea explícita o implícita– de los depósitos bancarios, las entidades de crédito reciben fuertes estímulos para perseguir estrategias de préstamo e inversión altamente arriesgadas, que pueden precipitar el estallido de crisis autocumplidas.

De igual modo, cualquier proceso de reasignación de recursos que suponga detraer fondos de sectores productivos, para asignarlos a grupos de presión favorecidos por argumentos del tipo “*demasiado grandes para caer*”, resulta en un desvío de fondos que acentúa el componente de profecía autocumplida de las crisis financieras.

Este problema se intensifica, si se acepta la existencia de instituciones bancarias que son “*demasiado grandes para ser salvadas*” por sus respectivos gobiernos, lo que podría requerir la creación de grandes fondos de estabilidad transnacionales, especialmente intensivos en recursos financieros, y generadores de nuevos problemas de riesgo moral de dimensiones aún mayores.

3. En tercer lugar, debería señalarse que las estrategias macroeconómicas expansivas (monetarias y fiscales), las inyecciones de liquidez, el recurso al proteccionismo, y la intervención estatal en los mercados, impulsados por el New Deal de Roosevelt, no fueron el factor determinante que permitió superar la Depresión de los años 30. Nada más lejos de la realidad, sólo la incorporación de Estados Unidos a la Segunda Guerra Mundial, reanimó la actividad económica del gigante americano.

Este y otros episodios más recientes –como la crisis japonesa de los noventa, que mantiene postrado al también gigante nipón desde hace más de una década– se encargan de recordarnos que, en el mejor de los casos, las expansiones monetarias y fiscales actuarán como “parches” a corto plazo, ocultando los auténticos desequilibrios que subyacen a las economías nacionales (concretamente la importante distorsión sufrida por la estructura de capital durante los años de la burbuja monetaria).

En el peor de los casos, estos desequilibrios se enquistarán, dando lugar a un círculo vicioso de recuperaciones artificiales y temporales –que crearán

periódicamente *la ilusión* de que el problema se ha superado definitivamente—dentro de un largo ciclo depresivo. Nuevamente, nos remitimos a la experiencia japonesa (recuperación en forma de V frente a un escenario en forma de L: el mercado corrige los errores de forma eficiente, rápida, aunque dolorosa a corto plazo.)

Partiendo de este razonamiento, recientemente, en un comunicado suscrito por más de 200 economistas norteamericanos entre los que se encontraban varios Premios Nobel (Vernon Smith, Edward Prescott, o James Buchanan) y un nutrido número de especialistas en economía monetaria y financiera (Allan Meltzer, William Poole, Eugene Fama, Michael Bordo, o Alan Shapiro), han advertido que el recurso al gasto público no devolverá a Estados Unidos a una senda de crecimiento sostenible.

4. Por otro lado, en cuarto lugar, como era práctica habitual en Keynes, los gobiernos se embarcan en crecientes déficit presupuestarios ignorando los efectos a largo plazo de sus políticas. No puede aceptarse el argumento de “períodos extraordinarios requieren medidas extraordinarias”, si ello supone hipotecar el futuro.

No puede negarse la idea de que, finalmente, nuestros gobiernos deberán recurrir a elevaciones de impuestos, al endeudamiento, o al *señoreaje* para financiar los crecientes desequilibrios en sus cuentas.

Tampoco puede negarse que el recurso al endeudamiento (mala deuda) o a la monetización de los déficit públicos, instrumentos de los que ya están haciendo uso países como EEUU o Reino Unido, incrementarán su vulnerabilidad financiera, como nos recuerdan los episodios de crisis cambiarias vividos en los últimos treinta años. Recientemente, el propio Ben Bernanke, después de defender la conveniencia a corto plazo de sus medidas, ha reconocido ignorar cuáles serán los efectos a largo plazo de las iniciativas puestas en marcha por la institución que preside. No debe olvidarse que las emisiones de deuda no son gratis: más deuda hoy implicará necesariamente mayores impuestos en el futuro.

*¿Recurrirán los gobiernos a un aumento de los impuestos o habrá que acudir finalmente a la emisión masiva de dinero para financiar los crecientes niveles de deuda pública? ¿Tenderá a crearse “mala deuda” que exija futuras elevaciones de tipos de interés vinculadas a una creciente prima de riesgo? ¿Podría poner todo esto en peligro la estabilidad de algunas monedas como el dólar?*

5. Por último, frente a la idea de que la regulación financiera es insuficiente, debe señalarse que en varias economías del mundo desarrollado lo que han fallado han sido los mecanismos de supervisión y control —en algunos casos como consecuencia de la pasividad de las propias agencias supervisoras— sobre la actividad de las instituciones de crédito, afectando a la transparencia, a la confianza, y por tanto al buen funcionamiento de los mercados financieros inmersos en una crisis de liquidez.

Durante la fase de formación de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, los supervisores no hicieron nada por evitar el crecimiento de una serie de mercados y productos financieros que, finalmente, resultaron ser completamente opacos a su labor de inspección.

De igual modo, no debe olvidarse que uno de los primeros rescatados en la actual crisis de las hipotecas —el gigante Fannie Mae— nació en 1937 en el marco de las políticas del *New Deal* y, aunque en 1968 fue privatizado, siguió manteniendo hasta la fecha la condición de “empresa con patrocinio”

gubernamental”. Su misión, bendecida por la propia administración norteamericana, era democratizar el acceso a la vivienda aún cuando esto supusiera conceder préstamos de alto riesgo. En 2007, Fannie Mae financiaba una de cada cinco hipotecas en Estados Unidos, y a comienzos de 2008 concedía el 80% de las hipotecas de nueva creación. Por tanto, no puede negarse que el crecimiento de las hipotecas de alto riesgo era conocido, y crecía bajo el consentimiento –o cuando menos la apatía– de las autoridades norteamericanas.

### ¿Qué se puede hacer?

1. En primer lugar, la actual crisis muestra que el estado de la política monetaria, y particularmente el nivel de los tipos de interés, afecta a los procesos de valoración de riesgos de la banca, elevando el riesgo de crédito del sistema.

Los bancos constituyen el núcleo esencial del sistema financiero y el riesgo de crédito es el mayor de todos los que afronta el sistema bancario. Por tanto, si la ejecución de la política monetaria afecta significativamente a la estabilidad financiera, los mecanismos de supervisión no pueden actuar al margen del estado de la política monetaria.

No obstante, el argumento anterior también puede plantearnos la duda de si el actual modelo de gestión monetaria es el adecuado. Por un lado, la política monetaria de la FED se mueve en los límites de la *esquizofrenia* al atribuir a un único instrumento de política monetaria –los tipos de interés a corto plazo– el logro de dos objetivos frecuentemente incompatibles: la estabilidad de precios y el impulso de la actividad económica. Este dilema de política económica, se ha materializado en los últimos años en la auténtica montaña rusa seguida por los tipos de intervención de la FED.

Por otro lado, la actual crisis financiera ha roto el aparente consenso que existía en torno al hecho de que los bancos centrales sólo debían reaccionar a las alteraciones en la tasa de inflación medida por los precios al consumo. En el futuro, las autoridades monetarias también deberán reaccionar a cualquier brote inflacionario –susceptible de convertirse en burbuja– en los índices bursátiles o en los precios de la vivienda.

Finalmente, si se asume que la autoridades monetarias han sido las principales responsables de la mayor crisis financiera vivida desde 1929, tal vez sea buen momento para considerar mecanismos que restrinjan la discrecionalidad y arbitrariedad de los bancos centrales en la fijación de los tipos de interés y en el manejo de la política monetaria –especialmente en lo que se refiere a la adopción de medidas que favorecen la creación de dinero de la nada, estimulando la aparición de burbujas–.

Un momento clave para la inestabilidad financiera se produce cuando los tipos de interés, mantenidos por mucho tiempo en niveles artificialmente (e inusualmente) bajos, son devueltos a su nivel “normal” por la autoridad monetaria. Cuanto más intenso resulta ser este movimiento, mayor es el riesgo de crédito del sistema.

2. En lo que se refiere al papel de los gobiernos nacionales en la actual crisis, debemos ser conscientes de que en un mundo crecientemente integrado en el que han surgido nuevas potencias económicas que compiten fuertemente vía precios, los programas de estímulo fiscal y las medidas proteccionistas, no devolverán a nuestras economías a una senda de crecimiento sostenible.

El estímulo de la actividad económica no debería reforzar la mala asignación de recursos originada por la expansión artificial del crédito vivida durante los años de “exuberancia irracional”.

La única acción a adoptar por los gobiernos, debe ser desplegar los medios necesarios para evitar la quiebra del mecanismo de pagos. Por lo demás, la agenda anticrisis debería traducirse en una reducción del peso del Estado en la economía y una reducción de la tributación directa de empresas y familias.

Lejos de caer en tentaciones populistas y cortoplacistas, es tiempo de adoptar reformas estructurales, impulsar políticas de oferta, liberalizar mercados (en este sentido podría ser importante lanzar una señal inequívoca a los mercados completando las negociaciones globales de comercio contenidas en la Ronda de Doha), y crear incentivos para una rápida recuperación del ahorro y la inversión. Cualquier intento de “parchar” la economía a corto plazo, implica un profundo desconocimiento del origen primario de la actual crisis financiera: la distorsión ocasionada en la estructura de capital de la economía por los años de burbuja monetaria. La tormenta de los mercados financieros es sólo la consecuencia del problema originario, y nunca la causa primera de la situación actual.

3. En tercer lugar, cualquier medida que modifique la actual estructura regulatoria, debería ser especialmente cuidadosa en eliminar los problemas de riesgo moral que genera en estos momentos, y en no introducir nuevas distorsiones en el proceso de toma de decisiones de los agentes. (Estructura de seguros incentivo-compatibles.) No se trata de regular más sino de supervisar mejor.

El presidente Barack Obama insiste en crear un marco común que promueva la responsabilidad de los agentes económicos. Sin embargo, la responsabilidad no se gana a golpe de “cheques en blanco”. Ésta sólo se consigue cuando los agentes disfrutan del resultado de sus éxitos y soportan el coste de sus fracasos.

Por otro lado, es igualmente esencial la reforma de los acuerdos de Basilea II para evitar el carácter especialmente procíclico del crédito bancario que resulta de la aplicación de esta norma.

Autores como Ch. Goodhart sostiene que podría incrementarse el carácter contracíclico de la política monetaria en las fases de formación de burbujas, elevando los requerimientos de capital y liquidez de la banca cuando se eleva el precio de los activos.

4. Finalmente, sería deseable una reforma de las agencias de *rating* quienes, inmersas en conflictos de intereses, constituyen un mercado oligopolístico con un importante grado de opacidad. En general, sería deseable cualquier medida que contribuya a dotar de mayor transparencia a los mercados financieros. No debe olvidarse que es la falta de transparencia y la desconfianza que ésta origina, lo que ha llevado a la actual crisis de liquidez en los mercados financieros internacionales.

Muchas gracias.