

La moneda única, en el filo de la navaja

José Carlos Díez y Guido Zack

En un artículo publicado en *Economía Exterior* 60 (primavera 2012), comentábamos las ventajas y desventajas de la introducción del dinero en la economía. Entre las ventajas destacábamos la revolución productiva que generó, al facilitar el intercambio y así permitir la división del trabajo. Asimismo, el dinero propició la postergación del consumo, a través del ahorro, y el traspaso de ese poder de compra a quienes estaban deseosos de consumir o invertir en el presente. Esta característica se presenta como positiva, dado que amplía las posibilidades de demanda de los individuos de una dimensión transversal –qué demandar en el presente– a dos dimensiones, transversal y temporal: qué y cuándo demandar. Sin embargo, aquí radica también el riesgo del dinero, pues de no haber una correcta coordinación entre los agentes, surge la posibilidad de crisis por exceso de oferta, lo que resulta imposible en una economía de trueque.

Los mercados financieros surgen justamente con el objetivo de facilitar el intercambio de dinero y conectar a quienes desean postergar la demanda con quienes prefieren adelantarla. En el extremo, un mercado financiero

José Carlos Díez y Guido Zack son, respectivamente, economista jefe de InterMoney y profesor de Economía de la Universidad de Alcalá, e investigador del Instituto de Estudios Latinoamericanos y profesor del Centro Internacional de Formación Financiera de la Universidad de Alcalá.

Tras un periodo de gran estabilidad macroeconómica, la crisis de las ‘subprime’ ha provocado en Europa una etapa de recesión continua. La solución pasa por establecer mecanismos fiscales compensadores en la zona euro y modificar los estatutos del BCE.

perfecto impide el surgimiento de crisis de exceso de oferta, debido a que si el mercado se vacía –es decir, si todos los que desean postergar el consumo encuentran a otros que desean adelantarlos– entonces la demanda volverá a igualar a la oferta. De esta forma, se puede afirmar que así como el dinero surgió para agilizar el intercambio de bienes, los mercados financieros lo hicieron para facilitar el intercambio de dinero.

La ‘Gran Moderación’

No obstante, a partir de la recurrencia de crisis económicas y financieras (con la crisis de los años treinta como mayor exponente), la historia fue demostrando que los mercados no son perfectos, por lo que no se podía confiar únicamente en ellos para preservar la estabilidad económica mundial. Para colaborar con el mercado en esa tarea, el Estado cuenta básicamente con dos herramientas. Por un lado, posee la política monetaria: encareciendo el dinero en los momentos de auge y abaratándolo en las partes descendentes del ciclo, las fluctuaciones pueden reducirse. Por otro, posee la política fiscal, en parte para apuntalar la demanda agregada cuando esta se encuentre muy afectada por expectativas deprimidas. Pero tan importante como la expansión durante las recesiones es la consolidación en las fases de crecimiento, moderando así el ciclo y generando un colchón que pueda utilizarse en la siguiente recesión.

De este modo, en los años posteriores a la Segunda Guerra mundial, al menos en las economías desarrolladas, se alcanzó un consenso bastante generalizado en cuanto a la importancia de la función de estabilización del sector público. Primero se hizo uso de la política fiscal para reducir las fluctuaciones de la demanda agregada. Pero con posterioridad a la década de los años setenta y el incremento en la variación de precios, surgió la necesidad de aplicar metas de inflación que, junto a los estabilizadores fiscales automáticos y las excepcionales medidas fiscales discrecionales, constituyeron el instrumento del Estado para intentar reducir los ciclos económicos.

El resultado de estas políticas fue un período de gran estabilidad macroeconómica, solo interrumpido por la crisis del petróleo en los años setenta. De esta manera, desde 1960, con un pionero artículo de Arthur Burns, *Progress Towards Economic Stability*, se comienza a hablar de la reducción de los ciclos de la economía; pero solo a partir del artículo *Has the Business Cycle Changed and Why?* publicado por James Stock y Mark Watson en 2002, se denomina al período posterior a la crisis del petróleo la “Gran Moderación”. Los motivos para explicar esta inusitada estabilidad macroeconómica iban desde una mejor gestión de los inventarios por parte de las empresas hasta una mejora en las políticas económicas, pasando por simplemente la suerte, es decir, ausencia de importantes *shocks* internacionales.

Lo que nadie se imaginaba era que la ausencia de fluctuaciones se debía a que se estaba gestando la mayor burbuja de activos de la historia de la humanidad.

La ‘Gran Burbuja’

El incremento en el valor de los activos suele comenzar con una innovación tecnológica o de otro tipo, por lo que tiene respaldo en los fundamentos de los bienes. Pero las expectativas de que esa evolución continúe indefinidamente es lo que genera una sensación de riqueza permanente, que fomenta la demanda de crédito tanto para inversión como para consumo. Así, en determinado momento se activa el multiplicador financiero –como bien explicaba en 2007 el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Ben Bernanke en su discurso *The financial accelerator and the credit channel*– y los precios continúan aumentando, incluso por encima de lo que correspondería según los fundamentos. Este proceso, denominado por Robert Shiller de “exuberancia irracional”, precede siempre a las crisis de deuda, pero hasta que la burbuja no se pincha la evolución se torna aparen-



Una “exuberancia irracional”, en palabras de Robert Shiller, se apoderó de los mercados financieros durante la “Gran Burbuja”. Operadores de la City, en Londres. PARLAMENTO EUROPEO

temente estable, cuando en realidad se está creciendo por encima del sendero de largo plazo y, por lo tanto, la volatilidad solo aparenta haber desaparecido. La diferencia de la crisis *subprime* con relación a otras crisis de este estilo, como la punto com, es que la innovación se dio en el seno del sistema financiero, con lo que la burbuja no estuvo acotada a un solo sector de la economía, sino a muchos de sus activos, y de manera destacada al de las viviendas.

Las innovaciones del sector financiero tuvieron como objetivo primordial reducir la necesidad de capital de las inversiones. Posiblemente la innovación más significativa fue el sistema bancario en la sombra, que en EE UU llegó a superar en un 25 por cien al sistema bancario supervisado. Se trataba de vehículos principalmente creados por bancos internacionales, domiciliados en paraísos fiscales y no consolidables en su balance, por lo que estaban fuera del perímetro de supervisión de los bancos centrales. Dichos vehículos compraban activos, mayoritariamente de elevada calidad crediticia y se financiaban en los mercados de pagarés poniendo esos mismos activos como garantía. Supongamos que el vehículo compraba una cédula hipotecaria a tipos de Euribor más 10 puntos básicos y se financiaba con pagarés a Euribor. Esto proporcionaba un beneficio de 10 puntos básicos en

cada operación. Si el vehículo solo tenía un cinco por cien de capital y 95 por cien de deuda, suponía un apalancamiento de 20 veces, por lo que la rentabilidad sobre recursos propios era de 200 puntos básicos.

En la misma línea se encuentra la modificación de la lógica del sector financiero de conceder préstamos para mantener el activo en balance a aprovechar ese activo para titularlo, venderlo y así obtener nuevos fondos líquidos para volver a prestar. De esta forma, no solo se potenciaba la creación secundaria de dinero –perdiendo los bancos centrales en muchos casos

El sector público contribuyó a la crisis a través de una política monetaria acomodaticia y una regulación cada vez más laxa

el control de la oferta monetaria–, sino que también se permitía conceder préstamos sin tener que analizar en detalle la calidad del prestatario, pues al vender el activo en el mercado se eliminaba el riesgo de crédito del balance. Este fue el origen de los *collateralised debt obligations* (CDO), paquetes que incluían hasta cientos de miles de hipotecas.

La evaluación de estos paquetes se hacía imposible cuando se emitían CDO al cuadrado, que incluían varios CDO, o al cubo.

Sin embargo, las entidades no pudieron y no quisieron deshacerse de la totalidad del riesgo. En efecto, para convencer a los compradores, en ocasiones las entidades financieras iniciadoras debieron mantener algunos activos de riesgo. Esta práctica se vio incentivada por otra de las innovaciones del sector: la política de remuneración de los empleados. Los grandes bonos de los directivos de las entidades financieras, vinculados a las ganancias a corto plazo sin tener en consideración el riesgo asumido, incentivaban no solo a mantener parte de esos activos en el balance del banco, sino también a adquirirlos en el mercado. Así, los mayores beneficios a corto plazo elevaban los bonos anuales.

Dar créditos, pasar el riesgo de su recuperación a otros y cobrar grandes bonos por la operación fueron algunas de las más creativas “innovaciones” del sector financiero. La opacidad de los instrumentos que se vendieron en el mercado de capitales y la interconexión de las entidades del sistema financiero a escala global, hicieron que la mala evaluación del riesgo de los préstamos hipotecarios se convirtiera en una crisis financiera en gran parte del mundo desarrollado.

Este proceso contó con la complicidad del sector público, a través de una política monetaria acomodaticia y una regulación cada vez más laxa. A partir de la década de los ochenta comenzó un proceso de desregulación de los mercados financieros que se profundizó en los últimos años. Hitos en ese proceso de mayor confianza en la autorregulación de los mercados financieros fueron la eliminación, en 1999, de la separación de actividades entre la banca comercial y la banca de inversión, que había sido establecida en 1933 por la Glass-Steagall Act; la ampliación del apalancamiento de la banca de inversión en 2004;¹ y la regulación impulsada por Basilea II, que permitía a las entidades financieras medir su propio riesgo y establecer sus propios requerimientos de capital y admitía –incluso incentivaba– mantener varios activos fuera del balance, sin requerimientos de capital. Fue esa confianza en la autorregulación del mercado la que determinó que el control y supervisión fueran más laxos de lo que resultaba necesario; una confianza que difícilmente se puede justificar a la luz de la historia, porque si algo es evidente es que las crisis por lo general son más frecuentes, y sobre todo más profundas, cuanto menores son la regulación previa y la intervención posterior del gobierno.

En Europa, a estas causas debe sumarse el auge crediticio que generó la creación de la unión monetaria. La eliminación del riesgo de tipo de cambio producida en los países periféricos generó una afluencia masiva de capitales que redujo fuertemente los tipos de interés. La contrapartida fue un déficit por cuenta corriente, aprovechado por Alemania, que pasó de presentar un leve déficit a finales del siglo pasado a un fuerte superávit desde la última década.

Las innovaciones mencionadas justifican el incremento inicial de los precios de los activos. Pero una vez que se activa el multiplicador financiero la euforia lleva a que, a medida que avanza la fase expansiva del ciclo, financiada por una expansión del crédito, aumente la confianza en que el auge habrá de continuar, incrementando tanto la demanda como la oferta de fondos líquidos. Este proceso genera una burbuja en el precio de los activos, por lo que su adquisición es una operación muy rentable. De hecho, a medida que avanza el auge, en un número creciente de casos el aumento del precio es la única manera de pagar el préstamo.

El mayor apalancamiento va debilitando al sistema financiero, ya que el capital queda cada vez más expuesto a pequeñas pérdidas en los activos.

1. En 2004 la US Securities and Exchange Commission pasó de autorizar a los bancos de inversión una relación de 12 entre activos y capital a una de 40. No es de extrañar por tanto que, al comienzo de la crisis, estos bancos tuvieran un apalancamiento superior a 30.

Dado que la variación del apalancamiento es procíclica, este alcanza su valor máximo en el momento en que el precio de los activos comienza a disminuir. El impacto de la caída del precio sobre la capacidad de pago de los deudores y, por ende, sobre la solvencia del sistema es por tanto máximo en esta etapa.

La 'Gran Recesión'

En algún momento la situación se convierte en insostenible y cualquier evento activa la deflación de deuda, tal y como en 1933 señalaba Irving Fisher en *The debt-deflation theory of great depressions*. Los precios de los activos comienzan a caer, mientras que las deudas, al estar denominadas en valores nominales y comenzar a pagar tasas reales fuertemente positivas, se convierten en impagables. Como consecuencia, el capital disminuye y los balances de los agentes se desequilibran, en muchos casos hasta la quiebra. Así, aumenta la morosidad y el sistema bancario también se ve afectado. La crisis genera problemas de liquidez, en especial porque los bancos están fuertemente apalancados en el mercado de capitales, por lo que las entidades se ven forzadas a vender activos a precios de remate, lo que a su vez erosiona la solvencia y profundiza la deflación de deuda. Paralelamente, el incremento de los tipos, la restricción del crédito y el deterioro de las expectativas hacen que la inversión empresarial y el consumo de las familias se vayan deteniendo, hasta provocar que la economía entre en recesión. De esta manera, la morosidad vuelve a incrementarse, haciendo que las economías ingresen en un círculo vicioso que deriva en depresión y, eventualmente, deflación por la intensa contracción de la demanda efectiva.

Habiendo aprendido la lección de la crisis de los años treinta, en esta oportunidad la reacción del Estado no se hizo esperar. Además de asegurar los depósitos bancarios y de abrir una ventanilla ilimitada de liquidez para las entidades financieras, los principales bancos centrales del mundo redujeron los tipos de referencia a sus mínimos históricos. Si bien estas políticas monetarias evitaron el colapso, no fueron suficientes para recuperar la demanda, ya que había una clara situación de trampa de liquidez. Los bancos acudían ávidos de liquidez a las ventanillas de los bancos centrales y, en lugar de destinar ese dinero a préstamos, lo mantenían en balance por motivos precautorios. De esta forma, a pesar del incremento de la base monetaria, la oferta monetaria se mantuvo prácticamente constante debido a la fuerte caída en la velocidad de circulación del dinero.

Pero el problema no fue solo que los bancos no utilizaron la liquidez para incrementar su cartera de préstamos. Por el lado de la demanda de crédito, la disposición de los agentes a tomar prestado era nula. En efecto, por un lado, la incertidumbre reinante desincentivaba a las familias a hacer grandes desembolsos. Por otro, las expectativas de las empresas se encontraban muy deprimidas, por lo que estas no estaban dispuestas a invertir, pues no esperaban obtener demanda para sus productos. Así, los Estados se vieron en la necesidad de hacer uso de la política fiscal para apuntalar la demanda. Además de los estabilizadores automáticos, prácticamente todos los países desarrollaron políticas fiscales discrecionales expansivas, ya fuera a través de incrementos en el gasto como de disminución en los impuestos.

Estas medidas evitaron la depresión y provocaron que hacia la segunda mitad de 2009, menos de un año después de haberse iniciado la recesión, comenzara a percibirse una recuperación de la economía y el comercio mundial. No obstante, la incipiente recuperación corría graves riesgos de verse interrumpida. En primer lugar, más de la mitad de las pérdidas en el balance de las entidades financieras aún no había sido provisionada, por lo que eran de prever dificultades futuras. En segundo lugar, una vez iniciada la recuperación, no se hicieron esperar las voces preocupadas (en forma claramente injustificada) por una posible aceleración inflacionaria, dadas las políticas expansivas. Por último, si bien se conocía el peligro de la retirada de los estímulos antes de que el sector privado estuviera en condiciones de liderar el incremento de la demanda, varios países europeos, acuciados por el incremento de su deuda pública pero también incentivados por la posibilidad de beneficiarse de las políticas expansivas de sus vecinos, comenzaron a practicar medidas de consolidación.

Los acontecimientos posteriores hicieron evidente que la retirada de los estímulos fiscales se realizó de forma anticipada. Prueba de ello es que, mientras que la mayoría de los países entró en recesión al mismo tiempo, la recuperación fue muy dispar. El estímulo de Europa para salir de la recesión fue menor al de EE UU y precipitó la consolidación fiscal a prin-

**La experiencia europea
demuestra que los
recortes del gasto
público en momentos
de recesión no reducen
necesariamente el déficit**

cipios de 2010, en parte por dificultades en el acceso al mercado de capitales y en parte por decisión de los gobiernos. A su vez, el Banco Central Europeo (BCE) solo intervino cuando los mercados estaban al borde del colapso, e incluso elevó los tipos de interés en julio de 2011, cometiendo el mismo error que en julio de 2008, anticipando la recesión. La Reserva Federal, por su parte, ha mantenido sus tipos al cero por cien y ha ido renovando sus políticas cuantitativas. El resultado es que EE UU ha crecido el doble que Europa, su inflación ha aumentado también el doble y su tasa de paro ha disminuido hasta el 8,5 por cien, mientras en Europa ha superado el 10 por cien.

Más llamativo es lo que ha ocurrido con las finanzas públicas. Sin subir los impuestos, sin grandes recortes y simplemente congelando el gasto público, EE UU ha conseguido aumentar los ingresos fiscales un 12 por cien y ha reducido el déficit cuatro puntos porcentuales del Producto Interior Bruto (PIB). Europa, subiendo los impuestos y recortando el gasto, ha conseguido un aumento de los ingresos del seis por cien y una reducción del déficit de dos puntos del PIB. Así, se infiere que los recortes del gasto público en momentos de recesión no necesariamente generan reducción del déficit. También es necesario contemplar sus efectos sobre el nivel de actividad y, por tanto, sobre los ingresos fiscales, sin perder de vista el impacto sobre las condiciones sociales y el bienestar de la población de menores recursos.

La 'Gran Europa'

La situación de la zona euro es crítica. Cada día que pasa sin que se tomen acciones concretas se incrementa la probabilidad de una eventual ruptura del euro. Para evitarlo, es esencial avanzar en la solución de dos problemas institucionales. En primer lugar, resulta evidente que no se puede tener una unión monetaria sin mecanismos fiscales compensadores capaces de hacer transferencias a las regiones en problemas –por ejemplo, si un Estado de EE UU entra en recesión, automáticamente comienza a recibir un mayor monto de transferencias desde el gobierno federal, a la vez que disminuyen sus aportaciones–. Mientras tanto, sería indispensable la creación de eurobonos y que los países con mayor holgura fiscal, principalmente Alemania y en menor medida Francia, realizaran políticas fiscales expansivas, a la vez que el resto ampliara los plazos de consolidación. Estas medidas irían además en la dirección correcta para resolver los desequilibrios locales presentes en la

unión monetaria, es decir, el elevado superávit por cuenta corriente de Alemania y el déficit del resto de los socios.

En segundo lugar, se deben modificar los estatutos del BCE, de forma que esté habilitado para actuar como prestamista de última instancia y pueda realizar medidas cuantitativas de compra directa de deuda, como lo hace la Reserva Federal en EE UU. Así se eliminarían las dudas sobre la viabilidad futura del euro, frenando el proceso de desintegración financiera y consiguiendo que regrese parte de los flujos de capitales que han salido de los países periféricos. Finalmente, es fundamental subrayar la necesidad de reactivar urgentemente el crecimiento en Europa. Como ha escrito Martin Wolf, “el ascenso de Hitler al poder fue precedido no por la gran inflación, que ocurrió una década antes, sino por la Gran Depresión y las medidas de austeridad de Heinrich Brüning como respuesta”.